

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЧЕРНІВЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМ. Ю. ФЕДЬКОВИЧА

Юрій Е.О., Ковальчук Н.О.

Корпоративні фінанси

Навчальний посібник

Чернівці
Чернівецький національний університет ім. Ю. Федьковича
2017

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

ББК 65.296-93

Ю 71

УДК 658.14/.17: 334.78п

71 – Юрій Е.О. Корпоративні фінанси: навчальний посібник / Е.О. Юрій, Н.О. Ковальчук. – Чернівці: Чернівецький національний університету ім. Ю.Федьковича. – 438 с.

Рекомендовано до друку Вченою Радою
Чернівецького національного університету ім. Ю.Федьковича

Рецензенти:

Гляшенко В.А. – д.е.н., професор, головний науковий співробітник
Інституту законодавства Верховної ради України

Терещенко О.О. – д.е.н., професор, директор Інституту контролінгу

Автори:

Юрій Е.О., кандидат економічних наук, доцент;

Ковальчук Н.О., кандидат економічних наук

У навчальному посібнику розкрито основи функціонування корпоративних фінансів; проблеми становлення та розвитку корпоративних відносин в Україні; зарубіжний досвід корпоративного управління; особливості діяльності корпорацій на фінансовому ринку; основи фінансового менеджменту корпорацій, управління вартістю та структурою капіталу, інвестиціями корпорації.

Навчальний посібник розрахований на широке коло викладачів та студентів вищих навчальних закладів економічного профілю, фахівців фінансової сфери.

УДК 658.14/.17: 334.78п

ББК 65.296-93

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

ПЕРЕДМОВА

Ефективні корпоративні відносини в країні – індикатор розвитку соціальної, економічної, правової, технічної, інформаційної складових суспільства. Підприємства корпоративного типу – основна форма підприємницьких структур, які забезпечують розвиток ринкової економіки. Це підтверджується як світовим, так і вітчизняними досвідом.

Держава, з одного боку, є регулятором таких відносин, а з іншого – їхнім важливим учасником. Корпоративний сектор – рушійна сила у зміцненні ринкового механізму економіки України. Розвиток ефективних корпоративних відносин залежить від політико-правового забезпечення та організаційно-економічних можливостей країни.

Забезпечення успішної діяльності корпорацій полягає у їх доступі до інвестиційних ресурсів. Водночас вони не можуть розраховувати на довіру інвесторів та надходження зовнішнього фінансування, якщо не буде вжито заходів щодо запровадження ефективного корпоративного управління, а саме: належного захисту прав інвесторів, надійних механізмів управління та контролю, відкритості та прозорості у своїй діяльності.

Становлення та розвиток корпоративних відносин в Україні, а також зарубіжний досвід їх організації досліджували такі науковці, як Бочаров В.В., Глузь Н.С., Головка Л.С., Грідчина В.М., Довгань Л.Є., Євтушевський В.А., Жуйріков К.К., Ігнатєва І.А. Климаш Н.І., Мостенська Т.Л., Новак В.О., Луцький М.Г., Симоненко Ю.Г., Нікітіна Н.В., Суторміна В.М., Тарасевич Л.С., Теплова Т.В., Уманців Ю.М.

Напрацювання вчених у сфері корпоративних фінансів спрямовані на узагальнення теоретичних та аналіз практичних аспектів корпоративного управління, методів фінансування та оцінки ефективності діяльності акціонерних товариств, становлення корпоративного сектора та формування корпоративних структур, удосконалення національної моделі корпоративного управління, зокрема з урахуванням зарубіжного досвіду. Разом з тим потребують подальшого вивчення

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

задоволення потреб споживача в товарах і послугах, які є превалюючими в діяльності корпорацій; досягнення достатнього рівня доходності вкладів інвесторів як наслідок повного виконання основного зобов'язання; формування нових цінностей, що є невід'ємною умовою одержання дивідендів; соціальна відповідальність перед суспільством, що реалізується, насамперед, створенням нових робочих місць; стимулювання економічної діяльності за рахунок демонстрування результатів ініціативної праці; сприяння винахідництву та новаторству корпорацій як стержню підприємництва.

Встановлення ефективних корпоративних відносин в Україні залишається актуальним на сучасному етапі соціально-економічного розвитку. Проблеми вдосконалення взаємодії держави та корпорацій як головних учасників корпоративних відносин, дедалі більше посилюються розвитком інформаційної інфраструктури країни. Визначення напрямів розвитку корпоративних відносин, теоретичних та практичних досліджень щодо створення і реалізації механізмів їх державного регулювання необхідне для розв'язання у вирішенні проблеми підвищення інвестиційної привабливості корпорацій і організації конкурентоспроможного економічного середовища в Україні.

Саме тому дуже важлива підготовка фахівців, здатних приймати ефективні управлінські рішення у сфері функціонування корпоративних фінансів. Мета навчального посібника – формування базових знань із основ корпоративних фінансів, корпоративної культури, забезпечення ефективного корпоративного контролю, діяльності корпорацій на фінансовому ринку та здійснення фінансового менеджменту, засад управління майном та капіталом підприємств корпоративного типу.

Кращому засвоєнню окремих положень дисципліни сприяють схеми та рисунки, які відображають взаємозв'язок між окремим економічними категоріями та явищами.

Навчальний посібник «Корпоративні фінанси» містить такі теми: «Основи функціонування корпоративних фінансів»; «Діяльність корпорацій на фінансовому ринку»; «Фінансовий менеджмент корпорацій»; «Управління капіталом корпорації»;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

«Фінансування інвестицій в основний та оборотний капітал корпорації».

Матеріал у посібнику подано так, щоб він був доступним і зрозумілим для сприйняття студентами, а основний текст апробований у процесі викладання дисципліни. Викладений зміст базується на сучасних стандартах, постулатах фінансового законодавства України. Після кожного розділу є тести та контрольні запитання.

Навчальний посібник корисний для студентів економічних спеціальностей, практиків фінансової сфери, викладачів даної дисципліни та всіх, кого цікавлять питання функціонування корпоративних фінансів.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

ТЕМА 1. ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ

1. *Поняття та економічна природа корпоративних фінансів, функції та принципи їх організації.*

2. *Корпорація як тип організації підприємницької діяльності.*

3. *Історичні передумови виникнення акціонерних товариств, особливості їх створення в Україні.*

4. *Заснування акціонерного товариства та органи управління ним. Правовий статус засновників та учасників акціонерного товариства.*

5. *Реорганізація акціонерних товариств та її види.*

6. *Моделі корпоративного управління.*

7. *Побудова системи внутрішньокорпоративного управління. Система корпоративного контролю. Корпоративна культура.*

8. *Проблеми формування та розвитку корпоративних відносин в Україні. Зарубіжний досвід розвитку корпоративного управління.*

Ключові слова: корпорація, акціонерне товариство, заснування акціонерних товариств, реорганізація акціонерних товариств, моделі корпоративного управління, система внутрішньокорпоративного управління, корпоративний контроль, корпоративна культура, проблеми формування та розвитку корпоративних відносин в Україні, зарубіжний досвід розвитку корпоративного управління.

1.1. *Поняття та економічна природа корпоративних фінансів, функції та принципи їх організації*

Об'єднання і спільне використання обмежених фінансових ресурсів зумовили виникнення специфічного виду організації фінансів – корпоративних фінансів, управління якими передусім має враховувати інтереси всіх учасників об'єднаного капіталу з метою просування його на ринку. Це

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

збірне поняття, головний зміст якого – необхідність забезпечення інтересів суб'єктів господарювання щодо безперервності їх виробничої й комерційної діяльності та використання усіх зобов'язань перед державою й контрагентами.

Економічну природу корпоративних фінансів розкриває сукупність грошових відносин, які виникають у господарюючих суб'єктів у процесі їх створення і здійснення виробничо-фінансової діяльності.

В процесі господарювання корпорації вступають в економічні відносини з багатьма суб'єктами ринкових відносин. Ними є юридичні особи: підприємства різних організаційно-правових форм, комерційні банки, депозитні небанківські установи, інвестиційні банки, страхові компанії, пенсійні фонди, біржі, державні податкові та контролюючі органи тощо.

Агентами відносин, які розглядаються, є також фізичні особи: індивідуальні приватні підприємства, менеджери, засновники й акціонери, а також домогосподарства. Тобто створення й функціонування корпорацій, їх господарська діяльність пов'язані з грошовими відносинами, які опосередковують процес виробництва та продажу продукції, отримання доходів і накопичень та їх розподіл.

Розглянемо трактування поняття «корпоративні фінанси» за різними авторами (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Підходи до визначення поняття «корпоративні фінанси»

Автор	Визначення корпоративних фінансів
1	2
Н.І. Климаш ¹	Корпоративні фінанси – це комплекс фінансових операцій, пов'язаних з формуванням грошових потоків, розподілом і використанням доходів і грошових фондів суб'єкта підприємництва у процесі проведення господарської діяльності.

¹ Климаш Н.І. Корпоративні фінанси: курс лекцій для студентів спец. 6.050100 «Фінанси» напр. 0501 «Економіка і підприємництво» всіх форм навчання / Н.І. Климаш. – К.: НУХТ, 2013. – 145 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.1

1	2
Л.О. Птащенко ²	Корпоративні фінанси – це відносно самостійна сфера фінансової системи, що охоплює широке коло грошових відносин, пов'язаних з формуванням і використанням капіталу, доходів, грошових фондів в процесі кругообігу коштів організацій і виражених у вигляді різних грошових потоків.
М.П. Мальська ³	Корпоративні фінанси характеризують фінансові відносини, що виникають у процесі функціонування корпоративних підприємств та здійснення корпоративного управління.
В.А. Євтушевський ⁴	Корпоративні фінанси – це особливий вид економічних відносин: сукупність зв'язків формується в умовах освіти, перенаправлення і цільового використання грошової маси, яка виникає як закономірний результат виробництва і реалізації товарів або надання послуг.

Отже, можемо дійти висновку, що корпоративні фінанси – це сукупність економічних відносин, пов'язаних з рухом грошових потоків, формуванням, розподілом і використанням доходів і грошових фондів суб'єктів господарювання в процесі відтворення.

Найповніше сутність фінансів корпорацій проявляється через їх функції, адже функції (від лат. *functio* - виконання, здійснення) – це зовнішній прояв властивостей об'єкта в будь-якій системі відносин.

В економічній літературі класифікація функцій фінансів корпорацій подана різноманітно. В узагальненому вигляді вона наведена у табл. 1.2.

² Птащенко Л.О. Управління корпоративними фінансами: навч. посіб. / Л.О. Птащенко. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 296 с.

³ Мальська М.П. Корпоративне управління: теорія та практика: підруч. / М.П. Мальська, Н.Л. Мандок, Ю.С. Занько. – К.: Центр учбової літератури, 2012. – 360 с.

⁴ Євтушевський В.А. Основи корпоративного управління: навч. посібник / В.А. Євтушевський. – К.: Знання-Прес, 2002. – 317 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Таблиця 1.2

Функції корпоративних фінансів за різними авторами

Автор	Функції
1	2
Романовський М.В., Врублевська О.В., Сабантуй Б. М. ⁵	1. Регулювання грошових потоків організації. 2. Формування капіталу, грошових доходів і фондів. 3. Використання капіталу, грошових доходів і фондів.
Лапуста М. Г., Мазурин Т. Ю., Скамай Л. Г. ⁶	1. Забезпечувальна. 2. Розподільна. 3. Контрольна
Ковальов В. В. ⁷	1. Інвестиційно-розподільна. 2. Прибутково-розподільна. 3. Забезпечувальна. 4. Контрольна
Бочаров В. В., Леонтьев В.С. ⁸	1. Формування капіталу, грошових доходів і фондів. 2. Використання капіталу, грошових доходів і фондів. 3. Контрольна.
Колчіпа Н.В. ⁹	1. Формування капіталу і доходів організації. 2. Розподільна. 3. Контрольна.
Циба Т.С., Саленко О.Ф. ¹⁰	1. Забезпечувальна. 2. Розподільна. 3. Контрольна.

⁵ Врублевська О.В. Фінанси: підручник для вузів / О.В. Врублевська. – К.: Юрайт, 2004. – 411с.

⁶ Грідчина М.В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): навч. посіб. – 2-ге вид., стереотип. / М.В. Грідчина. – К.: МАУП, 2002. – 232 с.

⁷ Ковальов В.В. Сутність і функції фінансів фірми / В.В. Ковальов // Вісник СПБГУ. – 2005. – № 1. – С. 66-69.

⁸ Бочаров В.В. Корпоративные финансы / В.В. Бочаров. – СПб: Питер, 2001. – 256 с.

⁹ Колчіпа Н.В. Фінанси організацій (підприємств): навч.посіб. / Н.В. Колчіпа. – М.: Юніті-Дана, 2007. – 99 с.

¹⁰ Фінансова складова корпоративного управління: навч. посіб. [Т.С. Циба, О.Ф. Саленко, Д.М. Загірняк, М.І. Сокур]. – Кременчук: ПП Щербатих О.В., 2008. – 204с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.2

1	2
Деєва Н.М. ¹¹	1. Формування капіталу і доходів організації. 2. Розподільна. 3. Контрольна.

Отже, у процесі господарської діяльності корпоративні фінанси як економічна категорія виявляють свою сутність і внутрішні властивості через такі основні функції:

1. Функція формування капіталу, доходів і фондів пов'язана з формуванням первинного капіталу корпорації, його збільшенням в результаті здійснення господарської діяльності, залученням грошових коштів з різних джерел для формування необхідного обсягу фінансових ресурсів.

2. Розподільна функція проявляється у розподілі ВВП у вартісному вираженні, формуванні фондів грошових коштів, відшкодування засобів виробництва, визначенні вартісних пропорцій у процесі розподілу доходів і фінансових ресурсів, перерозподіл отриманого доходу між корпораціями, організаціями, підприємствами і державою.

3. Контрольна функція – полягає в реалізації контролю за допомогою гривні за реальним грошовим обігом, формуванням фондів грошових коштів та їх використанням. Знову ж таки в масштабах підприємства розмір, обсяг, структура фондів відшкодування, накопичення і споживання, дозволяє проводити додатковий контроль за виконанням стратегії і цілей корпорації, дозволяючи аналізувати ефективність діяльності корпорації і приймати подальші заходи для підвищення ефективності та усунення помилок у діяльності корпорації.

Функціонування корпоративних фінансів здійснюється не автоматично, а за допомогою цілеспрямованої їх організації.

¹¹Деєва Н.М. Управління корпоративними фінансами: навч. посіб. / Н.М. Деєва – К.: Центр учбової літератури, 2007. – 200с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Під організацією корпоративних фінансів розуміють форми, методи, способи формування та використання ресурсів, контроль за їх кругообігом для досягнення економічних цілей згідно з чинним законодавством.

На організацію корпоративних фінансів впливають:

1. Сфера діяльності (матеріальне виробництво, невиробнича сфера).
2. Галузева підпорядкованість (промисловість, транспорт, будівництво, сільське господарство, торгівля тощо).
3. Види (напрямки) діяльності (експорт, імпорт).
4. Організаційно-правова форма підприємницької діяльності (проявляється у процесі формування капіталу (статутного фонду), розподілу прибутку, утворення грошових фондів, внутрішньовідомчого розподілу засобів, у взаємовідносинах із бюджетом тощо).

У питаннях, що стосуються принципів, які забезпечують ефективне управління корпоративними фінансами, також відсутня єдність думок.

На основі узагальнення думок науковців^{12, 13, 14} можна виділити наступні принципи корпоративних фінансів (табл. 1.3).

Таблиця 1.3
Основні принципи, що забезпечують ефективне управління корпоративними фінансами

Принцип	Сутність принципу
1	2
Господарська самостійність	Корпорація самостійно визначає свою економічну діяльність, у тому числі і напрямки вкладень фінансових ресурсів з метою отримання прибутку.

¹² Птащенко Л.О. Управління корпоративними фінансами: навч. посіб. / Л.О. Птащенко. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 296 с.

¹³ Климаш Н.І. Корпоративні фінанси: курс лекцій для студентів спец. 6.050100 «Фінанси» напр. 0501 «Економіка і підприємництво» всіх форм навчання / Н.І. Климаш. – К.: НУХТ, 2013. – 145 с.

¹⁴ Бочаров В.В. Корпоративные финансы / В.В. Бочаров. – СПб: Питер, 2001. – 256 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.3

1	2
Самоокупність	Передбачає відшкодування всіх витрат, вкладених в поточну діяльність і розвиток корпорації, тобто дохід від діяльності повинен перевищувати всі витрати на це здійснення.
Самофінансування	Є одним з головних умов підприємницької діяльності та передбачає повну окупність витрат на виробництво і реалізацію продукції, інвестицій з метою розширення виробництва за рахунок власних коштів і залучених джерел.
Принцип обов'язковості платежів	Створення загальнодержавних ресурсів шляхом передачі на податковій основі частини доходу в державний бюджет (оподаткування прибутку підприємства).
Принцип плановості	Забезпечує відповідність обсягу продажу і витрат, інвестицій потребам ринку.
Фінансове співвідношення термінів	Забезпечує мінімальну різницю в часі між отриманням і використанням коштів, що особливо важливо в умовах інфляції і зміни курсів валют. При цьому під використанням коштів розуміється і можливість їх збереження від знецінення при розміщенні в швидколіквідні активи (цінні папери, депозити тощо).
Гнучкість (маневрування)	Забезпечує можливість маневру у випадку недоотримання планових обсягів продажу, перевищення планових витрат із поточної чи інвестиційної діяльності.
Мінімізація фінансових витрат	Фінансування фінансових інвестицій та інших витрат має забезпечуватись «найдешевшим» способом.
Раціональність	Вкладення капіталу в інвестиції повинно мати достатньо високу ефективність і забезпечити мінімальні ризики.
Фінансова стійкість	Забезпечення фінансової незалежності, тобто дотримання критичної межі частки власного капіталу в загальній його величині, і платоспроможність суб'єкта господарювання, тобто його здатність погасити свої короткострокові зобов'язання.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.3

1	2
Матеріальна відповідальність	У корпорації існує певна система відповідальності за ведення і результати фінансово-господарської діяльності. Фінансові методи реалізації цього принципу різноманітні для корпорацій, їх керівників і працівників. Так, за порушення в галузі ведення податкового та бухгалтерського обліку передбачені як адміністративні, так і кримінальні заходи впливу на винних осіб.
Зацікавленість в результатах діяльності	Основною метою підприємницької діяльності, а значить, і більшості корпорацій, є отримання прибутку. Для збільшення даного показника керівництво корпорації розробляє форми, системи і розміри оплати праці, стимулюючі і компенсуючі виплати. Подібні заходи допомагають зацікавити працівників у кінцевих результатах діяльності.
Здійснення контролю за фінансово-господарською діяльністю	Кожна корпорація здійснює фінансовий контроль, що є засобом забезпечення законності її фінансової та господарської діяльності. Для здійснення контролю створюється спеціальний орган - ревізійна комісія (ревізор), а також залучається аудиторська організація (аудитор).
Формування фінансових резервів	Підприємницька діяльність в сучасних умовах пов'язана з ризиком внаслідок коливань ринкової кон'юнктури. Наслідки численних ризиків лягають безпосередньо на корпорації, вимушені створювати фінансові резерви за рахунок чистого прибутку для забезпечення безперервності господарської діяльності.

Дослідження розвитку корпоративних фінансів у вітчизняній економіці та їх значення показали, що в Україні формується модель корпоративних відносин не схожа на жодну з нині існуючих в світі. Це твердження впливає з наступного:

– втручання влади в діяльність корпорації обмежена, як обмежене й розкриття фінансової інформації про їх

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

діяльність;

– зародження корпорацій відбувається не поступово – від перетворення малих підприємств у великі корпоративні, а відразу корпоратизацією великих державних підприємств у великі акціонерні товариства, минаючи малий бізнес.

Обов'язковими передумовами ефективного функціонування корпоративних фінансів є:

1. Різноманітність форм власності.
2. Вільне ринкове ціноутворення й конкуренція.
3. Наявність ринків праці, товарів, капіталу.
4. Правове забезпечення правил економічної поведінки усіх суб'єктів підприємницької діяльності.
5. Обмеження й регламентація державного втручання в діяльність підприємств.
6. Свобода підприємництва та самостійність у прийнятті управлінських рішень.
7. Самофінансування підприємства.
8. Зацікавленість у результатах фінансово-господарської діяльності.
9. Відповідальність за результати фінансово-господарської діяльності.
10. Контроль за фінансово-господарською діяльністю підприємств.

Таким чином, корпоративні фінанси – це відносно самостійна сфера фінансової системи, що охоплює широке коло грошових відносин, пов'язаних з формуванням і використанням капіталу, доходів, грошових фондів в процесі кругообігу коштів організацій і виражених у вигляді різних грошових потоків. Призначенням корпоративних фінансів є забезпечення безперервності процесу виробництва господарюючих суб'єктів, розширення їх виробничих фондів (основних та обігових), активного впливу на зростання продуктивності праці, зниження собівартості продукції та ін.

Корпоративні фінанси здійснюють важливу роль у забезпеченні збалансованості в економіці країни матеріальних та грошових фондів, призначених для споживання та нагромадження. Забезпечення такої збалансованості великою

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

мірою впливає на стабільність національної валюти, грошового обігу, стану розрахунково-платіжної дисципліни.

1.2. Корпорація як тип організації підприємницької діяльності

В Україні можуть діяти різні види підприємств, які різняться метою і характером діяльності, кількістю власників капіталу, їхніми правами і відповідальністю. Організаційно-правова форма господарювання підприємств регламентується Господарським кодексом України.

Відповідно до Господарського кодексу залежно від способу утворення (заснування) та формування статутного капіталу в Україні діють підприємства:

– **унітарні**, які створюються одним засновником. Унітарними є підприємства державні, комунальні, підприємства, засновані на власності об'єднання громадян, релігійної організації або на приватній власності засновника;

– **корпоративні**, що утворюються, як правило, двома або більше засновниками за їх спільним рішенням. Корпоративними є кооперативні підприємства, підприємства, що створюються у формі господарського товариства, а також інші підприємства, в тому числі засновані на приватній власності двох або більше осіб.

Організаційно-правова форма господарювання підприємств визначає зміст фінансових відносин у процесі формування статутного капіталу, відповідальність за зобов'язаннями, розподіл і використання прибутку. Це повною мірою стосується господарських товариств, якими, відповідно до Господарського кодексу України, визнаються підприємства або інші суб'єкти господарювання, створені юридичними особами та/або громадянами шляхом об'єднання їх майна і участі в підприємницькій діяльності товариства з метою одержання прибутку.

Господарські товариства можуть здійснювати будь-яку підприємницьку діяльність, якщо інше не передбачено законом. Господарські товариства є юридичними особами, створюються і

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

діють на підставі установчих документів (установчого договору, статуту).

Залежно від характеру інтеграції (осіб або капіталу) і міри відповідальності за зобов'язаннями (повна або часткова) господарські товариства поділяються на повні, з обмеженою відповідальністю, додатковою відповідальністю, командитні, акціонерні (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Класифікація господарських товариств залежно від характеру інтеграції та міри відповідальності за зобов'язаннями

Повним товариством (товариство з повною відповідальністю) є господарське товариство, всі учасники якого згідно з укладеним між ними договором здійснюють підприємницьку діяльність від імені товариства і несуть додаткову солідарну відповідальність за зобов'язаннями товариства усім своїм майном.

Товариством з обмеженою відповідальністю є господарське товариство, яке має статутний капітал, поділений на частки, розмір яких визначається установчими документами, і несе відповідальність за своїми зобов'язаннями тільки своїм майном. Учасники товариства, які повністю сплатили свої вклади, несуть ризик збитків, пов'язаних з діяльністю товариства, у межах своїх вкладів.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Товариством з додатковою відповідальністю є господарське товариство, статутний капітал якого поділений на частки визначених установчими документами розмірів і яке несе відповідальність за своїми зобов'язаннями власним майном, а у випадку його недостатності учасники товариства несуть додаткову солідарну відповідальність у визначеному установчими документами однаково кратному розмірі до вкладу кожного.

Командитним товариством є господарське товариство, в якому один або декілька учасників здійснюють від імені товариства підприємницьку діяльність і несуть за його зобов'язаннями додаткову солідарну відповідальність усім своїм майном, на яке за законом може бути звернено стягнення (повні учасники), а інші учасники присутні в діяльності товариства лише своїми вкладками (вкладники).

Акціонерним товариством є господарське товариство, що має статутний капітал, поділений на визначену кількість акцій однакової номінальної вартості, і несе відповідальність за зобов'язаннями лише майном товариства, а акціонери несуть ризик збитків, пов'язаних із діяльністю товариства, в межах вартості належних їм акцій.

Проведений аналіз літературних джерел встановив, що у вітчизняній і зарубіжній літературі дослідження сутності корпорацій здійснюються у різних наукових аспектах, а саме: економічному, правовому, соціальному.

Базове поняття «корпорація» з'явилося ще з часів древньоримської цивілізації й дотепер позначає існування ряду різних об'єднань підприємницького, професійного та іншого типів, що виникли й інституціоналізувалися у ході суспільно-економічної еволюції.

В економічній та правовій літературі бракує чіткої визначеності з цим поняттям. Сьогодні до корпоративного сектора зазвичай зараховують майже всі господарські організації, які ґрунтуються на членстві.

Розглянемо наукові підходи до визначення сутності поняття корпорація за різними науковими підходами (табл. 1.4).

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Таблиця 1.4

Наукові підходи до трактування поняття «корпорація»

Автор	Визначення поняття
1	2
М. Гольцберг ¹⁵	Корпорація – це юридична особа, яка представляє об'єднання вкладників капіталу (акціонерів) для здійснення певної діяльності. Корпорації мобілізують інвестиційний капітал шляхом розміщення (емісії) і розповсюдження (продажу) цінних паперів.
Е. Нікбахт, А. Гропеллі ¹⁶	Корпорація – це форма організації бізнесу, за якою товариство є юридичною особою, а його власники мають обмежену відповідальність. Корпорація за законом повністю відокремлена від її власників.
Т. Кашаніна ¹⁷	Корпорація – це організація, що визнана юридичною особою, в якій власність відділена від управління, що заснована на об'єднаному капіталі для здійснення корисної діяльності.
Д. Маршал, В. Бансал ¹⁸	Корпорація – це юридична особа, що повністю відокремлена від своїх власників, діє самостійно, а її власники можуть вільно передавати свою участь у капіталі іншим особам без будь-якого безпосереднього впливу на саму корпорацію.
І. Ансофф ¹⁹	Корпорація – це широко поширена в країнах з розвинутою ринковою економікою форма організації підприємницької діяльності, яка передбачає пайову власність, юридичний статус та зосередження функцій управління в руках верхнього ешелону професійних управлінців, які працюють за наймом.

¹⁵Гольцберг М.А. Акционерные товарищества. Операции с ценными бумагами. Фондовая биржа / М.А. Гольцберг. – К., 1992. – 112 с.

¹⁶ Нікбахт Е. Фінанси: навч. посіб. / Е. Нікбахт, А. Гропеллі. – К.: Основи, 1993. – 436 с.

¹⁷ Кашанина Т.В. Корпоративное право: учебник / Т.В. Кашанина. – М.: НОРМА-ИНФРА – М, 1999. – 139 с.

¹⁸ Маршал Дж. Ф. Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям: пер. с англ. / Джон Ф. Маршал, Випул К. Бансал. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с.

¹⁹ Ансофф И. Новая корпоративная стратегия / И. Ансофф. – СПб.: «Питер Ком», 1999. – 416 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.4

1	2
С. Глусь ²⁰	Корпорація – це АТ, ТзОВ, або ТзДВ, управління якими здійснюється через складну централізовану систему органів; учасники її щодо неї здійснюють інвестиційну діяльність з метою отримання дивідендів, і така участь породжує у них сукупність корпоративних прав.

Таким чином, в економічній і правовій літературі є певна невизначеність з поняттям «корпорація». Корпорацію розглядають:

- як акціонерне товариство;
- як будь-який вид господарського товариства (акціонерне товариство, товариство з додатковою відповідальністю, товариство з обмеженою відповідальністю тощо);
- як одну із форм об'єднань підприємств.

Корпорація є особливою відкритою системою, яка містить у собі три основні підсистеми, а саме: інституціональну, виробничу та соціальну.

Корпорація може складатися з багатьох підприємств у вигляді своїх підрозділів, а також бути акціонером інших товариств чи об'єднуватися з ними у концерни, консорціуми, холдинги тощо.

Для корпорації характерно:

- створення на основі об'єднання капіталів і забезпечення централізації капіталу;
- наявність штату професійних менеджерів;
- відокремлення управління від власності;
- централізація управління;
- наявність широкого кола акціонерів, обмеження відповідальності учасників акціонерного товариства у межах вартості акцій, які належать акціонерам;
- можливість виходу акціонерів із товариства;

²⁰ Глусь Н.С. Корпорації та корпоративне право: поняття, основні ознаки та особливості захисту / Н.С. Глусь // Автореф. дис. канд. юрид. наук. – К., 2000. – С. 15–16.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- розвиненість організаційної структури з підвищеною можливістю диверсифікації та широким діапазоном видів діяльності (наявність стратегічних зон господарювання);
- наявність системи корпоративного управління;
- можливість вільного переміщення акцій (купівля-продаж через фондовий ринок);
- прозорість та відкритість діяльності корпорації;
- соціальна відповідальність перед суспільством;
- безстрокове існування.

Узагальнюючи інформацію, наведену в літературних джерелах, можна виділити три основні юридичні форми організації капіталу і підприємництва у ринковій економіці:

- індивідуальні приватні підприємства, основними ознаками яких є наступні: власник володіє правосуб'єктністю; невелика капіталомісткість і доступність; оперативність на ринку; простота і легкість утворення, низькі витрати на оформлення; власник одноосібно розпоряджається отриманим прибутком; власник відповідає за борги всім своїм майном; повний контроль над усією діяльністю. Індивідуальне приватне підприємство належить одній особі, що веде бізнес на свій «страх і ризик»;

- партнерства (товариства) – добровільні об'єднання, які складаються з двох або більше фізичних чи юридичних осіб. Товариства можуть бути з обмеженою і необмеженою відповідальністю. Серед основних ознак товариства варто виділити наступні: товариство є добровільним об'єднанням на підставі договору; товариство є юридичною особою, яка володіє правосуб'єктністю; швидкість адаптації до зовнішнього середовища середня; міра контролю з боку власника розділена між учасниками; відповідальність членів щодо боргів товариства може бути необмеженою або обмеженою залежно від типу товариства.

- акціонерні товариства (корпорація, компанія, які вирізняються наступними ознаками:

- 1) корпорація – юридична особа, що володіє правосуб'єктністю;
- 2) акціонери не відповідають за борги корпорацій, а

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

ризикують лише своїми акціями;

3) корпорації мають більше можливостей залучати кошти населення та інвестувати їх у виробництво;

4) акціонер має право вільно розпоряджатися своїми акціями;

5) швидкість адаптації до зовнішнього середовища низька;

6) корпорацією управляють її вищі органи.

Думку щодо ототожнення корпорацій із акціонерним товариством підтримує і Суторміна В., яка зазначає, що під термінами «корпорація», який вживається здебільшого в англосаксонських країнах і Японії, та «компанія», що переважає в західноєвропейських країнах, розуміється акціонерне товариство. Адам Сміт у своїй праці «Дослідження про природу та причини багатства народів» застосував категорію «корпорація» в розумінні акціонерної форми організації підприємництва, що, на нашу думку, є справедливим, адже застосування терміна «корпорація» для українських підприємств є дещо умовним.

Отже, під корпорацією (акціонерним) товариством відповідно до Закону України «Про акціонерні товариства»²¹ надалі розумітимемо господарське товариство, статутний капітал якого поділено на визначену кількість часток однакової номінальної вартості, корпоративні права за якими посвідчуються акціями.

Відповідно до вітчизняного законодавства акціонерні товариства за типом поділяються на публічні акціонерні товариства та приватні акціонерні товариства.

Кількісний склад акціонерів приватного акціонерного товариства не може перевищувати 100 акціонерів.

Публічне акціонерне товариство може здійснювати публічне та приватне розміщення акцій.

Приватне акціонерне товариство може здійснювати тільки приватне розміщення акцій. У разі прийняття загальними зборами приватного акціонерного товариства рішення про

²¹ Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 року № 514-17. Із змінами та доповненнями.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

здійснення публічного розміщення акцій до статуту товариства вносяться відповідні зміни, у тому числі про зміну типу товариства – з приватного на публічне.

Зміна типу товариства з приватного на публічне або з публічного на приватне не є його перетворенням.

Узагальнюючи міжнародний досвід, виділяють ще й такі типи корпорацій²²:

1. Державна корпорація – корпорація, яка знаходиться у власності уряду і створена для спеціальних державних цілей (управління долини Теннесі – будують дамби на водних каналах).

2. Квазідержавна корпорація – організація суспільного користування, володіє монополією на виконання основних послуг (підприємства комунального господарства, монополюють здійснюють постачання електроенергії, води, газу, а також місцева телефонна сітка).

3. Приватна корпорація – компанія, власником якої є приватні особи або фірми.

4. Некомерційна корпорація – компанія, власники якої мають обмежену відповідальність і основна мета діяльності є виконання послуг, а не отримання максимального прибутку (в сфері освіти Державна система радіовіщення Гарвардський університет).

5. Комерційна корпорація – компанія, мета діяльності є отримання прибутку.

6. Корпорація відкритого типу – корпорація, яка активно розповсюджує акції на відкритих торгах, дає повний контроль над управлінням корпорацією.

7. Корпорація закритого типу – корпорація, яка не продає акції на відкритих торгах, а розповсюджує серед засновників, дає повний контроль над управлінням корпорацією.

8. Професійні корпорації – не належать до числа корпорацій відкритого типу, акціонери пропонують професійні послуги (юристи, економісти, медичні працівники).

²² Небава М.І. Теорія корпоративного управління: вузлові питання: навч. посіб. для вузів / М.І. Небава. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 295 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

9. S – корпорація – корпорація з числом працівників не більше 35, які обкладаються податком як товариства. Прибутки і видатки фірми приходяться на власників підприємства і оподатковуються по ставкам податку на особистий податок, мають обмежену відповідальність, але обмежені у таких показниках: не можуть володіти більш як 80% акціями іншої корпорації, кількість акціонерів не більше 35 чоловік.

10. Корпорації з обмеженою відповідальністю – установа, де поєднуються переваги S – корпорації та товариства з обмеженою відповідальністю (кількість акціонерів не обмежена, участь членів в управлінні не обмежена, строк існування не більше 30 років).

11. Дочірня корпорація – компанія, капітал якої належить іншій корпорації.

12. Материнська корпорація – компанія, яка володіє більшою частиною або всім обсягом акцій іншої компанії та приймає активну участь в управлінні.

13. Холдингова корпорація – компанія, яка володіє більшою астиною акцій іншої компанії, але не приймає участь в управлінні.

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

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.

Сутнісні особливості корпорації пов'язані не з масштабом її діяльності і тим більше розмірами. Головна економічна особливість корпорації полягає в тому, що вона виступає закінченою формою відособлення власності від управління і економічно і юридично відокремлена від її засновників та учасників. Це докорінно відрізняє корпорацію від раніше розглянутих ферм і забезпечує їй переваги, що зумовили її провідну роль в економіці.

По-перше, обмеження майнової відповідальності дало

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

змогу залучити до інвестування широкі верстви населення, забезпечуючи досить швидко за часом і значну за обсягами централізацію капіталу. Крім того, зниження ризику сприяло активізації новаторської функції підприємництва. По-друге, відокремлення управління від власності припало велику стійкість корпорації як господарського утворення, суттєвості вже незалежно від її засновників та учасників. По-третє, безперешкодне в умовах розвинутого ринку цінних паперів, переміщення пайової участі через купівлю-продаж акцій дає ще одну істотну перевагу – високу *ліквідність*, тобто можливість швидко звернути інвестовані кошти в грошову форму, що є надзвичайно привабливим для широкого загалу інвесторів.

Розглянемо переваги та недоліки корпоративної форми організації підприємництва (табл. 1.5).

Таблиця 1.5

Переваги та недоліки корпоративної форми організації підприємництва

Переваги	Недоліки
1	2
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.	Організаційні труднощі, що виникають при оформленні та реєстрації цієї форми підприємництва, подолання яких вимагає значних зусиль і коштів.
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, що при здатності корпорацій централізувати значні капітали надає їм необмежені можливості для зростання.	Порядок формування корпоративних утворень досить жорстко регулюється і пов'язаний з певними обмеженнями.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.5

1	2
<p>Безперешкодне (в умовах розвинутого ринку цінних паперів) переміщення пайової участі через купівлю-продаж акцій дає ще одну істотну перевагу – ліквідність, тобто можливість інвестувати кошти в грошову форму, що є надзвичайно привабливим для широкої маси потенційних інвесторів.</p>	<p>Надмірний податковий тягач, що виникає у зв'язку з подвійним оподаткуванням – спочатку прибутків корпорації, а потім дивідендів, що виплачуються акціонерам.</p>
<p>Ліквідність акцій, тобто можливість власника продати їх через фондову біржу або товариству через торговця цінними паперами.</p>	<p>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.</p>
<p>Перспективи збільшення стартових інвестицій. Корпорація є найефективнішою формою організації підприємницької діяльності з огляду на реальну можливість залучення необхідних інвестицій. Саме через ринок цінних паперів (фондову біржу) вона може об'єднувати різні за розмірами капітали великої кількості фізичних і юридичних осіб для фінансування сучасних напрямів науково-технічного й організаційного прогресу, нарощування виробничого потенціалу.</p>	<p>Складні взаємовідносини між акціонерами і керівниками. Чим більше розпорошений акціонерний капітал, тим більш вірогідною стає можливість зловживань з боку керівників.</p>

У порівнянні з іншими формами підприємництва акціонерна форма власності та господарювання є найбільш відкритою, піддається державному регулюванню та контролю, що дуже важливо, особливо стосовно підприємств природних

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

монополій, об'єднань, корпорацій, інших утворень монопольного типу.

Корпорація – це складна, багатоаспектна, ієрархічна, соціотехнічна система, основний суб'єкт ринку, що є підсистемою національної економіки та сформований на основі поєднання в собі базисних інститутів (власність, влада, управління, праця), має розвинену організаційну структуру та систему господарських зв'язків, штат кваліфікованих менеджерів.

Найбільш розвинутою формою господарських товариств є акціонерне товариство. В Україні акціонування може стати важливим фактором оновлення основних засобів підприємств та цілих галузей народногосподарського комплексу, вдосконалення управління та виробництва. Крім того, універсальність його застосування є однією з переваг, оскільки воно можливе у будь-якій сфері економіки.

Акціонерна форма господарювання має істотні переваги: фінансові – створює механізм оперативної мобілізації великих за розміром інвестицій і регулярного одержання доходу у формі дивідендів на акції; економічні – акціонерний капітал сприяє встановленню гнучкої системи виробничо-господарських зв'язків, опосередкованих перехресним або ланцюговим володінням акціями; соціальні – акціонування є важливою формою роздержавлення власності підприємств будь-яких розмірів, перетворення найманих працівників на власників певної частки майна підприємства. Також важливою складовою акціонерного товариства є органи управління, які і виконують всі функції, які покладені на підприємство.

Отже, термін «корпорація» є досить багатозначним і вживається в декількох значеннях, що обумовлено складністю і багатогранністю даного економічного феномена. Згідно з діючим законодавством корпоративні підприємства, що створюються у формі господарського товариства, представлені у наступних організаційно-правових формах: акціонерне товариство, товариство з обмеженою відповідальністю, товариство з додатковою відповідальністю, повне товариство, командитне товариство. Незважаючи на те, що господарські товариства згідно з діючим законодавством належать до

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

корпоративних підприємств, не всі вони відповідають ознакам корпорації. Саме тому вітчизняні науковці здебільшого акцентують увагу на акціонерних товариствах та ототожнюють корпорацію з акціонерним.

1.3. Історичні передумови виникнення акціонерних товариств, особливості їх створення в Україні

Розвиток корпоративної форми господарювання має декілька етапів, що характеризуються новими якісними змінами організації господарської діяльності.

Об'єднання товаровиробників, що стали попередниками акціонерних товариств, діяли практично з початку виникнення економічних відносин.

Об'єднання товаровиробників давнини. Об'єднання, що існували тільки у відповідності до волі його власників, існували вже у середині 2-го тисячоліття до нашої ери в Месопотамії у сфері морської торгівлі. У Греції постійні морські конфлікти та піратство спонукали купців до використання позичених ресурсів. З часом ця діяльність стала супроводжуватись укладанням обов'язкового договору. Досить часто кредитор ставав компаньйоном торговця. Кредиторами могли бути декілька осіб, що поєднали свій капітал.

У Китаї, Ассирії та Фінікії існували сільськогосподарські та виробничі об'єднання.

У стародавньому Римі були законодавчо закріплені принципи обмеженої відповідальності, а прибуток та збитки розподілялися пропорційно вкладеним коштам. Крім того, у більшості випадків римляни вкладали невеликі частини коштів у різні проекти. Завдяки тому, що усі значні справи фінансувалися великою кількістю осіб, римське суспільство не один раз переживало великі економічні потрясіння.

Об'єднання виробників у середні віки. Подальшим розвитком акціонерні товариства завдячують великим географічним відкриттям Середньовіччя, що обумовили потужний розвиток світової торгівлі. Освоєння нових ринків збуту та сировини вимагало значних капіталовкладень. Тож нові масштаби торгових операцій були не по силі окремим

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

підприємцям. У результаті були організовані колоніальні акціонерні товариства з торгівлі з Ост-Індією та Африкою.

У середні віки в результаті великих географічних відкриттів помітно розширились горизонти міжнародної торгівлі, і підприємцям потрібен був значний капітал, щоб використовувати нові можливості. Витрати на освоєння нових ринків збуту та джерел сировини були під силу лише товариствам.

Акціонерні товариства були створені вперше в Англії та Голландії і являли собою комбінацію мореплавних компаній з елементами інших товариств, що вже існували²³. В товариствах партнери володіли частками капіталу, оформленими у вигляді акцій. Перші акціонерні товариства створювались для торгівлі сукном, іншими товарами, а також для фінансування видобутку вугілля, дренажних та інших капіталомістких робіт.

Із кількох морських товариств у 1602 р. була створена «Об'єднана Ост-Індська компанія», по суті перша акціонерна компанія, акції якої регулярно купувались і продавались на біржі. В 1622 р. була організована Вест-Індська компанія.

Ост-Індська компанія стала, по суті, першою акціонерною компанією в світі, оскільки вперше запропонувала своїм засновникам нести часткову відповідальність (і відповідно брати пайову участь в розподілі прибутку) за долю вітрильників, що відправлялись на пошуки нових земель, скарбів і прянощів, які цінувались тоді в Європі. Це було пов'язано з тим, що за статистикою додому поверталось тільки одне судно з трьох, тоді як інші ставали жертвами форс-мажорних обставин (пірати, бурі і т.д.). При цьому вдалий рейс приносив значний прибуток. Таким чином, відсоток можливого прибутку пайовика прямо залежав тільки від суми його внеску, мірою якого і ставали перші в світі акції.

Кожна акція спочатку коштувала 3 гульдена, за які в той час можна було купити три вози пшениці. Всього було випущено і продано 2153 акції, на загальну суму 6,5 мільйонів гульденів. Вже в 1604 акції коштували 110% первісної ціни. В

²³ Грідчина В.М. Управління фінансами акціонерних товариств: Навч. посіб. / В.М. Грідчина – К.: А.С.К., 2005. – 384с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

1610 вони коштували 130% початкової ціни, коли в Європу вперше був привезений чай з острова Цейлон. Надалі вартість акцій росла на 10% в рік. За перші 120 років історії компанії курс її акцій виріс до 1260%, але надалі помітним був спад.

До 1644 р. дивіденди в Ост-Індській компанії виплачувалися привезеними товарами, а надалі тільки грошми.

Штаб-квартира компанії знаходилась в Амстердамі. До 1669р. «Об'єднана Ост-Індська компанія» була найбагатшою приватною компанією у світі, яка мала понад 150 комерційних судів, 40 військових кораблів, 50000 службовців, приватну армію з 10000 солдатів. Компанія брала участь у політичних суперечках того часу поряд з державами.

Впродовж багатьох років після заснування Ост-Індської компанії із-за постійного високого попиту акції компанії продавались на умовах надання їх у визначений термін. Ці угоди, які досить часто були не забезпечені акціями, стали прообразом сучасних строкових угод. Незважаючи на неодноразові заборони на проведення таких угод, вони не припинили свого існування.

Відомим акціонерним товариством цього періоду став Англійський банк (1664р.), який згодом став єдиним емісійним центром Англії. До 1680 року в Англії було засновано 49 компаній, частки в яких іменувались «Акціями». З 1680 по 1719 рік виникло ще 40 таких компаній. На жаль, більша частина цих компаній у подальшому виявилась так званими мильними бульбашками, що призвело до заборони акціонерної форми власності на досить великий проміжок часу.

Кінець XVIII початок XIX сторіччя. Створення великої кількості акціонерних компаній у цей час було обумовлено двома факторами: досягненнями науково-технічного прогресу та закінченням війни за незалежність у Сполучених Штатах. За останні 10 років XVIII сторіччя було засновано 259 різних корпорацій (8 з них були промисловими, 29 банківськими, інші – торговими), а приблизно у 20-ті роки XIX такі форми підприємницьких об'єднань, як акціонерне та повне товариство, майже витіснили індивідуальні підприємства у Англії, Франції, Голландії, Італії та Сполучених Штатах.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Середина XIX сторіччя. Подальший розвиток акціонерної форми господарювання пов'язаний з будівництвом та експлуатацією залізниць. Успіх Манчестерсько-Ліверпульської залізниці сприяв виникненню проектів залізниць майже для всіх частин Великобританії. Залізничне будівництво сприяло зміцненню видобувної, металургійної та машинобудівної галузей.

У Франції емісія акцій залізничних компаній у 1847 році досягала 2,5 млрд франків, а реальні вкладення у будівництво становили лише половину цієї суми. Приблизно така ж ситуація склалася у Сполучених Штатах у 60-х роках XIX сторіччя.

У Росії у 1857 році було засновано 3 акціонерні товариства, найбільшим з яких було Головне товариство російських залізниць з капіталом 75 млн рублів.

У 70-ті роки друкарні Германії не встигали друкувати акції залізничних компаній.

Значна прибутковість акцій залізничних компаній та високий рівень попиту на ці акції призвели до масових біржових спекуляцій, а саме створення великої кількості фіктивних акціонерних товариств. Біржові спекуляції з акціями фіктивних залізничних компаній у свій час відбувались у всіх перелічених країнах та обумовили значні біржові та економічні потрясіння. Разом з тим слід відзначити, що кількість фіктивних компаній все ж не перевищувала кількості реальних, якими у цей час була створена дійсно широка мережа залізниць.

Акціонерні товариства в умовах централізації капіталу. Цей етап почався у кінці XIX сторіччя, коли виникають перші ознаки монополізації економіки. Тоді ж з'явилися і перші форми господарських об'єднань на основі акцій. Першим таким об'єднанням став трест «Стандарт Ойл» під керівництвом Джона Рокфеллера. «Стандарт Ойл» у 1905 р. Видобув 1/6 нафти та транспортував 90% усієї нафти, що добувалася у США.

Крім «Стандарт Ойл», у США діяли олійно-бавовняний (1884р.), олійно-льняний (1885), горілчаний, цукровий та інші трести.

У процесі подальшого об'єднання капіталів трести все більше взаємодіяли з різними фінансовими структурами. Так

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

виникли династії американських фінансистів, що контролювали майже всю економіку.

Прийнятий у 1890 році закон Шермана та обумовлені ним судові рішення призвели спочатку до послаблення, а потім до припинення існування трестів у попередньому вигляді.

Новою формою корпоративних об'єднань, що мала можливість обійти цей закон, став холдинг. Вже у 1891 році було утворено 12 великих холдингів. За період з 1898-1902 рр. організовано 168 великих холдингових компаній.

Націоналізація акціонерних товариств. Процес націоналізації акціонерних товариств почався в СРСР після соціалістичної революції. У 20-х роках ХХ ст. акціонерні товариства існували переважно у торгово-виробничій галузі, але на початку 30-х років акціонерні товариства було реорганізовано у державні об'єднання. У невиробничій сфері залишилося тільки два акціонерних товариства – Банк зовнішньої торгівлі СРСР та Всесоюзне акціонерне товариство «Інтурист». В акціонерній формі було також створено велике об'єднання союзного значення «Інгосстрах СРСР», яке стало правонаступником державного управління іноземного страхування.

У Західній Європі націоналізація акціонерних товариств почалася після Другої світової війни. У Англії, Франції, Італії, ФРН було націоналізовано такі провідні галузі економіки, як вугільна промисловість, металургія, машинобудування транспорт, зв'язок, енергетика та фінансові установи.

У незалежній Україні поява перших акціонерних товариств тісно пов'язана з процесами приватизації та роздержавлення.

В Україні період 1991-1994 рр. характеризується первинним розподілом власності серед директорського корпусу та сформованих фінансово-банківських структур. Участь у приватизації через приватизаційні сертифікати та оренду з правом викупу створила підґрунтя для створення перших корпорацій, але відсутність акціонерного права, недооцінка майна, непідготовленість персоналу підприємств звели корпоративне управління до традиційних для колишнього СРСР методів ведення бізнесу, що стало причиною банкрутства

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

багатьох підприємств і передумовою перерозподілу власності.

Цей період також характеризується початком формування певного корпоративного стилю взаємин між окремими структурами. Саме в цей період було закладено засади корпоративності серед нових підприємницьких структур, створених підприємцями нового покоління, які стали привносити у бізнес-середовище досвід роботи зарубіжних корпорацій, знання, одержані за кордоном у сферах фінансового та фондового ринку, ринку зобов'язань, в менеджменті та маркетингу.

У період 1994-1997 рр. набуває розвитку грошова приватизація, удосконалюється нормативно-правова база існування акціонерних товариств. Активно формується ринкова інфраструктура. Створюються інвестиційні компанії та фонди, депозитарії та реєстратори, пайові інвестиційні фонди, страхові компанії, аудиторські та консалтингові компанії, пенсійні фонди тощо. Власні представництва відкривають в Україні іноземні компанії, створюються спільні підприємства.

Період з 1997 р. і по теперішній час характеризується розвитком другої хвилі приватизації, зміною власників. В країні відбуваються злиття та поглинання, у більшість інвестиційно-привабливих галузей приходять іноземні інвестори, розпочинають свою роботу на Україні транснаціональні корпорації. Набуває розвитку ринок цінних паперів.

Акціонерні товариства у світовій економіці у другій половині XX сторіччя.

Сьогодні корпоративний сектор виступає базовим елементом світової економіки. Саме корпораціями забезпечується більш ніж 50% обсягу світового промислового виробництва та 100% світової торгівлі. Великі корпорації сприяють постійному економічному прогресу, підвищенню рівня життя та науковому розвитку.

Експерти вважають, що корпоративна власність є найбільш ефективною з позиції залучення додаткових капіталовкладень, можливостей використання нових управлінських методів, підвищення продуктивності праці та вдосконалення трудових відносин.

Сьогодні національний корпоративний сектор економіки

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

України представлений такими його складовими:

– акціонерний – у вигляді первинних його елементів, зокрема, публічних і приватних акціонерних товариств, державних акціонерних компаній;

– похідний – інтеграційні формування (асоціації, корпорації, концерни, холдинги, дочірні підприємства та ін.);

– неакціонерний корпоративний сектор – включає інші господарські формування та підприємства, котрі підпадають під визначення корпоративних підприємств відповідно до вітчизняного законодавства.

1.4. Заснування акціонерного товариства та органи управління ним. Правовий статус засновників та учасників акціонерного товариства

Акціонерне товариство може бути створене юридичними та фізичними особами.

Мета створення корпорації полягає у максимізації добробуту акціонерів за рахунок зростання ринкової вартості акцій товариства, а також отримання акціонерами дивідендів.

Товариство повинно забезпечувати інвестиційну привабливість емітованих ним акцій протягом усього періоду своєї діяльності. Для цього товариство повинно збільшувати власний капітал, налагоджувати ефективні відносини із зацікавленими особами та забезпечувати виконання умов для включення акцій товариства до лістингу фондових бірж і торговельно-інформаційних систем та їх обігу на організованому фондовому ринку.

Мета створення товариства визначається у статуті товариства.

Для досягнення мети товариства органи товариства повинні здійснювати управління таким чином, щоб забезпечити як розвиток товариства в цілому, так і реалізацію права кожного акціонера. Поряд із цим товариство повинно здійснювати свою діяльність відповідно до правил ділової етики та враховувати інтереси суспільства в цілому.

Відповідно до Закону України «Про акціонерні товариства» для створення акціонерного товариства засновники

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

повинні провести закрите (приватне) розміщення його акцій, установчі збори та здійснити державну реєстрацію акціонерного товариства.

Засновницький договір не є установчим документом товариства і діє до дати реєстрації Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати закритого (приватного) розміщення акцій.

Засновницький договір укладається в письмовій формі. У разі заснування акціонерного товариства його акції підлягають розміщенню виключно серед його засновників шляхом приватного розміщення.

Створення акціонерного товариства здійснюється за такими етапами:

1) прийняття зборами засновників рішення про створення акціонерного товариства та про закрите (приватне) розміщення акцій;

2) подання заяви та всіх необхідних документів на реєстрацію випуску акцій до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку;

3) реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску акцій та видача тимчасового свідоцтва про реєстрацію випуску акцій;

4) присвоєння акціям міжнародного ідентифікаційного номера цінних паперів;

5) укладення з депозитарієм цінних паперів договору про обслуговування емісії акцій або з реєстратором іменних цінних паперів договору про ведення реєстру власників іменних цінних паперів;

6) закрите (приватне) розміщення акцій серед засновників товариства;

7) оплата засновниками повної номінальної вартості акцій;

8) затвердження установчими зборами товариства результатів закритого (приватного) розміщення акцій серед засновників товариства, затвердження статуту товариства, а також прийняття інших рішень, передбачених законом;

9) реєстрація товариства та його статуту в органах державної реєстрації;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

10) подання Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати закритого (приватного) розміщення акцій;

11) реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати закритого (приватного) розміщення акцій;

12) отримання свідоцтва про державну реєстрацію випуску акцій;

13) видача засновникам товариства документів, що підтверджують право власності на акції.

Установчі збори акціонерного товариства мають бути проведені протягом трьох місяців з дати повної оплати акцій засновниками.

Кількість голосів засновника на установчих зборах акціонерного товариства визначається кількістю акцій товариства, які підлягають придбанню цим засновником.

На установчих зборах акціонерного товариства вирішуються питання про:

1) заснування товариства;

2) затвердження оцінки майна, що вноситься засновниками в рахунок оплати акцій товариства;

3) затвердження статуту товариства;

4) утворення органів товариства;

5) уповноваження представника (представників) на здійснення подальшої діяльності щодо утворення товариства;

6) обрання членів наглядової ради, голови колегіального виконавчого органу товариства (особи, яка здійснює повноваження одноосібного виконавчого органу товариства), членів ревізійної комісії (ревізора);

7) затвердження результатів розміщення акцій;

8) вчинення інших дій, необхідних для створення товариства.

Незатвердження установчими зборами статуту акціонерного товариства вважається відмовою засновників від створення цього товариства та є підставою для повернення засновникам внесків, зроблених ними в рахунок оплати акцій. Повернення внесків здійснюється протягом 20 робочих днів з дати проведення установчих зборів, на яких не було прийнято

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

рішення про затвердження статуту акціонерного товариства.

Оплата вартості акцій, що розміщуються під час заснування акціонерного товариства, може здійснюватися грошовими коштами або майном, майновими і немайновими правами, що мають оцінку, цінними паперами (крім боргових емісійних цінних паперів, емітентом яких є засновник, та векселів).

Товариство створюється без обмеження строку діяльності, якщо інше не встановлено його статутом.

Товариство вважається створеним і набуває прав юридичної особи з дати його державної реєстрації в установленому законодавством порядку.

Повне найменування акціонерного товариства українською мовою повинне містити назву його типу (публічне чи приватне) і організаційно-правової форми (акціонерне товариство).

Акціонерами товариства визнаються фізичні і юридичні особи, а також держава в особі органу, уповноваженого управляти державним майном, або територіальна громада в особі органу, уповноваженого управляти комунальним майном, які є власниками акцій товариства.

Можливості акціонерів здійснювати значний вплив на діяльність корпорації та висувати високі вимоги до органів управління обумовлені такими факторами:

1. Акціонерам належить найбільша влада в АТ, яка реалізується шляхом участі й голосування на зборах акціонерів та дозволяє здійснювати основний контроль та регулювання діяльності суспільства.

2. Акціонери є основними інвесторами акціонерного товариства.

3. Акціонерам належить вирішальна роль в обранні членів органів управління АТ.

4. Цілі та економічні інтереси власників акціонерного товариства, як правило, найбільш наближені до інтересів підприємства як такого.

З погляду корпоративного управління акціонери діляться на такі основні групи (табл. 1.6).

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Таблиця 1.6

Класифікація акціонерів з позиції корпоративного управління

Визначальний фактор	Види
Можливість брати участь в управлінні	– власники простих акцій; – власники привілейованих акцій.
Розмір пакета акцій	– дрібні акціонери; – власники великих пакетів.
Стосовно акціонерного товариства	– внутрішні акціонери (інсайдери); – зовнішні акціонери (аутсайдери).
Наявність взаємозв'язків з акціонерним товариством	– акціонери, що пов'язані з АТ (банки, кредитори, постачальники, замовники, торгові посередники та ін.); – акціонери, що не пов'язані з АТ (дрібні акціонери, фінансові посередники, власники великих пакетів акцій, держава).

Переліченим групам акціонерів притаманні наступні риси.

Брати участь в управлінні акціонерним товариством, як правило, можуть акціонери – власники простих акцій.

Власники привілейованих акцій мають переважне право на одержання дивідендів і пріоритет у разі розподілу майна акціонерного товариства у випадку його ліквідації. Вони мають право брати участь в управлінні акціонерним товариством лише в окремих випадках, передбачених Законом України «Про акціонерні товариства» та статутом АТ.

Фізичні особи, що придбали незначну кількість акцій практично не впливають на діяльність акціонерного товариства. Особливо це стосується власників акцій, які є акціонерами підприємств, розташованих за межами проживання акціонера.

Практика показує, що провідну роль у корпоративному управлінні відіграють: керівники АТ, фінансові посередники, інші юридичні особи і власники великих пакетів акцій.

Залежно від ступеня впливу й зацікавленості в стабільній роботі АТ необхідно виділити дві основні групи акціонерів, які

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

мають найбільше значення для корпоративного управління. Це внутрішні акціонери (інсайдери) і зовнішні акціонери (аутсайдери).

Внутрішні акціонери – це акціонери, які є працівниками АТ. Інтереси цієї групи акціонерів є досить суперечливими. З одного боку, як власники акцій вони зацікавлені у підвищенні ефективності роботи товариства, з іншого, – працюючи на підприємстві, вони зацікавлені у збереженні чисельності працюючих, виплаті й підвищенні заробітної плати, яка, як правило, є основним джерелом доходу працівників, що не завжди сприяє підвищенню ефективності діяльності.

Внутрішні акціонери діляться, у свою чергу, на дві групи: керівники АТ й інші члени колективу, інтереси яких у більшості випадків не збігаються.

Керівники АТ і пов'язані з ними особи, як правило, прагнуть до одержання контролю над голосами інших членів трудового колективу, у тому числі шляхом придбання акцій. Керівництво може консолідувати пакети акцій інших членів трудового колективу шляхом створення закритих акціонерних товариств, акції яких розподіляються між членами трудового колективу й оплачуються акціями відкритого АТ.

Низька ефективність діяльності більшості АТ і відповідно відсутність виплати дивідендів або виплата їх у незначних розмірах сприяють у внутрішніх акціонерів перевазі інтересів працівників над інтересами власників.

Зовнішні акціонери діляться на такі основні групи: непов'язані (незалежні) акціонери й пов'язані акціонери.

Незалежні акціонери – акціонери, які не пов'язані з діяльністю АТ. Це фізичні і юридичні особи, які придбали акції з використанням різних інструментів приватизації в акціонерів, а також акціонери – колишні працівники АТ.

Дрібні акціонери – це фізичні або юридичні особи які мають невеликий пакет акцій. Вплив дрібних акціонерів на корпоративне управління є незначним. Важливість і необхідність аналізу даної групи акціонерів пов'язана з їх великою кількістю.

Великі акціонери – фізичні і юридичні особи, які здобувають пакети акцій з метою встановлення контролю за

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

діяльністю акціонерних товариств.

Держава як власник корпоративних прав може відігравати важливу роль у формуванні органів управління й акціонерних товариств, у роботі наглядових рад. Однак недостатнє законодавче регулювання прав, обов'язків і відповідальності представників держави й наглядових рад, їхня правова незахищеність призводять до невисокої ефективності їхньої діяльності.

Пов'язані акціонери – акціонери, які тісно пов'язані з діяльністю АТ договірними й іншими правовими відносинами. Їх поділяють на такі основні групи:

- фінансово пов'язані акціонери;
- технологічно пов'язані акціонери;
- інші пов'язані акціонери.

В економічно розвинених країнах сильний зовнішній контроль, особливо з боку фінансово пов'язані акціонерів, є важливим принципом корпоративного управління.

Фінансово пов'язані акціонери: акціонери – банки, які кредитують емітента; акціонери – власники облігацій підприємства. У розвинених країнах фінансово зв'язані акціонери беруть активну участь в управлінні АТ, оскільки вони найбільше ризикують – на відміну від інших акціонерів, які ризикують лише втратою коштів, вкладених в акції. Вони ризикують втратою не лише своїх акцій, але й виданих кредитів і наданих позик. Рівень контролю за діяльністю акціонерного товариства з боку фінансово пов'язаних акціонерів відносно високий, оскільки він складається з акціонерного й кредиторського контролю.

Технологічно пов'язаними акціонерами є:

- акціонери – постачальники сировини, матеріалів, комплектуючих, напівфабрикатів тощо;
- акціонери – покупці продукції даного АТ, що використовують її у виробничих цілях. Коло інтересів цих акціонерів також спрямоване на довгострокове співробітництво, вони, як і фінансово пов'язані акціонери, зацікавлені у стабільній роботі й розвитку АТ.

Відповідно до Закону України «Про акціонерні

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

товариства» акціонерне товариство не може мати єдиним учасником інше підприємницьке товариство, учасником якого є одна особа. Акціонерне товариство не може мати у своєму складі лише акціонерів-юридичних осіб, єдиним учасником яких є одна й та ж особа.

Акціонерне товариство може бути створене однією особою чи може складатися з однієї особи у разі придбання одним акціонером усіх акцій товариства. Відомості про це підлягають реєстрації і опублікуванню для загального відома в порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Засновниками акціонерного товариства визнаються держава в особі органу, уповноваженого управляти державним майном, територіальна громада в особі органу, уповноваженого управляти комунальним майном, а також фізичні та/або юридичні особи, що прийняли рішення про його заснування.

Засновниками може укладатися засновницький договір, у якому визначаються порядок провадження спільної діяльності щодо створення акціонерного товариства, кількість, тип і клас акцій, що підлягають придбанню кожним засновником, номінальна вартість і вартість придбання цих акцій, строк і форма оплати вартості акцій, строк дії договору.

Акціонери публічного акціонерного товариства можуть відчувувати належні їм акції без згоди інших акціонерів та товариства.

Статутом приватного акціонерного товариства може бути передбачено переважне право його акціонерів та самого товариства на придбання акцій цього товариства, що пропонуються їх власником до продажу третій особі.

Статутом приватного акціонерного товариства може бути передбачено переважне право придбання товариством акцій, що продаються його акціонерами, якщо акціонери не використали своє переважне право на придбання акцій.

Переважне право товариства на придбання акцій, що продаються акціонерами цього товариства, може бути реалізовано протягом 10 днів після закінчення строку дії переважного права на придбання цих акцій акціонерами товариства, якщо коротший строк не передбачено статутом

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

товариства.

Строк переважного права, передбачений статутом товариства, не може бути меншим ніж 20 днів з дня отримання товариством відповідного повідомлення. Строк переважного права припиняється у разі, якщо до його спливу від усіх акціонерів товариства та самого товариства отримані письмові заяви про використання або про відмову від використання переважного права на купівлю акцій.

Основними органами управління акціонерним товариством є: загальні збори учасників(акціонерів), наглядова рада та виконавчий орган акціонерного товариства. Розглянемо детальніше функції кожного з них (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Органи управління акціонерним товариством

Загальні збори як вищий орган акціонерного товариства

Загальні збори є вищим органом акціонерного. Акціонерне товариство зобов'язане щороку скликати загальні збори (річні загальні збори).

Річні загальні збори товариства проводяться не пізніше 30 квітня наступного за звітним року.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Усі інші загальні збори, крім річних, вважаються позачерговими. Загальні збори можуть вирішувати будь-які питання діяльності акціонерного товариства. Повноваження з вирішення питань, що належать до виключної компетенції загальних зборів не можуть бути передані іншим органам товариства.

У загальних зборах акціонерного товариства можуть брати участь особи, включені до переліку акціонерів, які мають право на таку участь, або їх представники. На загальних зборах за запрошенням особи, яка скликає загальні збори, також можуть бути присутні представник аудитора товариства та посадові особи товариства незалежно від володіння ними акціями цього товариства, представник органу, який відповідно до статуту представляє права та інтереси трудового колективу.

Перелік акціонерів, які мають право на участь у загальних зборах, складається станом на 24 годину за три робочих дні до дня проведення таких зборів у порядку, встановленому законодавством про депозитарну систему України.

На вимогу акціонера товариство або особа, яка веде облік права власності на акції товариства, зобов'язані надати інформацію про включення його до переліку акціонерів, які мають право на участь у загальних зборах.

Вносити зміни до переліку акціонерів, які мають право на участь у загальних зборах акціонерного товариства, після його складення заборонено.

Порядок денний загальних зборів акціонерного товариства попередньо затверджується наглядовою радою товариства, а в разі скликання позачергових загальних зборів на вимогу акціонерів – акціонерами, які цього вимагають.

Акціонер до проведення зборів за запитом має можливість ознайомитися з проектом (проектами) рішення з питань порядку денного.

Представником акціонера на загальних зборах акціонерного товариства може бути фізична особа або уповноважена особа юридичної особи, а також уповноважена особа держави чи територіальної громади.

Посадові особи органів товариства та їх афілійовані

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

особи не можуть бути представниками інших акціонерів товариства на загальних зборах.

Акціонер має право призначити свого представника постійно або на певний строк. Акціонер має право у будь-який момент замінити свого представника, повідомивши про це виконавчий орган акціонерного товариства.

Довіреність на право участі та голосування на загальних зборах може посвідчуватися реєстратором, депозитарієм, зберігачем, нотаріусом та іншими посадовими особами, які вчиняють нотаріальні дії, чи в іншому передбаченому законодавством порядку.

Одна голосуюча акція надає акціонеру один голос для вирішення кожного з питань, винесених на голосування на загальних зборах акціонерного товариства, крім проведення кумулятивного голосування.

Загальні збори акціонерного товариства мають кворум за умови реєстрації для участі у них акціонерів, які сукупно є власниками не менш як 60 відсотків голосуючих акцій.

Позачергові загальні збори акціонерного товариства скликаються наглядовою радою:

- 1) з власної ініціативи;
- 2) на вимогу виконавчого органу в разі порушення провадження про визнання товариства банкрутом або необхідності вчинення значного правочину;
- 3) на вимогу ревізійної комісії (ревізора);
- 4) на вимогу акціонерів (акціонера), які на день подання вимоги сукупно є власниками 10 і більше відсотків простих акцій товариства;
- 5) в інших випадках, встановлених законом або статутом товариства.

Наглядова рада акціонерного товариства

Наглядова рада акціонерного товариства є органом, що здійснює захист прав акціонерів товариства, і в межах компетенції, визначеної статутом та цим Законом, контролює та регулює діяльність виконавчого органу.

В акціонерних товариствах з кількістю акціонерів – власників простих акцій 10 осіб і більше створення наглядової ради є обов'язковим. У товаристві з кількістю акціонерів -

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

власників простих акцій 9 осіб і менше у разі відсутності наглядової ради її повноваження здійснюються загальними зборами. У такому разі передбачені ЗУ «Про акціонерні товариства» повноваження наглядової ради з підготовки та проведення загальних зборів здійснюються виконавчим органом, якщо інше не встановлено статутом акціонерного товариства.

Порядок роботи, виплати винагороди та відповідальність членів наглядової ради визначається цим Законом, статутом товариства, положенням про наглядову раду акціонерного товариства, а також договором, що укладається з членом наглядової ради. Такий договір від імені товариства підписується головою виконавчого органу чи іншою уповноваженою загальними зборами особою на умовах, затверджених рішенням загальних зборів. Такий цивільно-правовий договір може бути або оплатним, або безоплатним.

Член наглядової ради, який є представником акціонера - юридичної особи або держави, не може передавати свої повноваження іншій особі.

Члени наглядової ради мають право на оплату своєї діяльності за рахунок товариства. Визначення умов оплати покладається на загальні збори за затвердженням зборами кошторисом.

Члени наглядової ради акціонерного товариства обираються з числа фізичних осіб, які мають повну дієздатність. Повноваження члена наглядової ради дійсні з моменту його затвердження рішенням загальних зборів товариства.

Обрання членів наглядової ради публічного товариства здійснюється виключно шляхом кумулятивного голосування. Одна й та сама особа може обиратися до складу наглядової ради неодноразово.

Член наглядової ради не може бути одночасно членом виконавчого органу та/або членом ревізійної комісії (ревізором) цього товариства.

Кількісний склад наглядової ради встановлюється загальними зборами.

Голова наглядової ради акціонерного товариства обирається членами наглядової ради з їх числа простою

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

більшістю голосів від кількісного складу наглядової ради, якщо інше не передбачено статутом товариства або положенням про наглядову раду.

Виконавчий орган акціонерного товариства

Виконавчий орган акціонерного товариства здійснює управління поточною діяльністю товариства. До компетенції виконавчого органу належить вирішення всіх питань, пов'язаних з керівництвом поточною діяльністю товариства, крім питань, що належать до виключної компетенції загальних зборів та наглядової ради.

Виконавчий орган акціонерного товариства підзвітний загальним зборам і наглядовій раді, організовує виконання їх рішень. Виконавчий орган діє від імені акціонерного товариства у межах, встановлених статутом акціонерного товариства і законом.

Виконавчий орган акціонерного товариства може бути колегіальним (правління, дирекція) або одноосібним (директор, генеральний директор).

Членом виконавчого органу акціонерного товариства може бути будь-яка фізична особа, яка має повну дієздатність і не є членом наглядової ради чи ревізійної комісії.

Права та обов'язки членів виконавчого органу акціонерного товариства визначаються ЗУ «Про акціонерні товариства», іншими актами законодавства, статутом товариства або положенням про виконавчий орган товариства, а також трудовим договором, що укладається з кожним членом виконавчого органу. Від імені товариства трудовий договір підписує голова наглядової ради чи особа, уповноважена на те наглядовою радою.

Виконавчий орган на вимогу органів та посадових осіб товариства зобов'язаний надати можливість ознайомитися з інформацією про діяльність товариства в межах, встановлених законом, статутом та внутрішніми положеннями товариства.

Ревізійна комісія

Для проведення перевірки фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства загальні збори обирають ревізійну комісію (ревізора).

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

В акціонерних товариствах з кількістю акціонерів – власників простих акцій товариства до 100 осіб запроваджується посада ревізора (або обирається ревізійна комісія), а в товариствах з кількістю акціонерів – власників простих акцій товариства більш як 100 осіб обов'язково обирається ревізійна комісія.

Члени ревізійної комісії в таких товариствах обираються виключно шляхом кумулятивного голосування з числа фізичних осіб, які мають цивільну дієздатність. Голова ревізійної комісії обирається членами ревізійної комісії з їх числа простою більшістю голосів від кількісного складу ревізійної комісії, якщо інше не передбачено статутом або положенням про ревізійну комісію акціонерного товариства.

Додаткові вимоги щодо обрання ревізійної комісії (ревізора), кількісного складу комісії, порядку її діяльності визначаються статутом, положенням про ревізійну комісію або рішенням загальних зборів акціонерного товариства.

Ревізійна комісія (ревізор) може обиратися для проведення спеціальної перевірки фінансово-господарської діяльності товариства або на визначений період.

Строк повноважень членів ревізійної комісії (ревізора) встановлюється на період до дати проведення чергових річних загальних зборів, якщо статутом товариства, або положенням про ревізійну комісію, або рішенням загальних зборів акціонерного товариства не передбачено інший строк повноважень, але не більше ніж на п'ять років.

Не можуть бути членами ревізійної комісії (ревізором):

- член наглядової ради;
- член виконавчого органу;
- корпоративний секретар;
- особа, яка не має повної цивільної дієздатності;
- члени інших органів товариства.

Члени ревізійної комісії (ревізор) не можуть входити до складу лічильної комісії товариства.

Ревізійна комісія (ревізор) має право вносити пропозиції до порядку денного загальних зборів та вимагати скликання позачергових загальних зборів. Члени ревізійної комісії

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

(ревізор) мають право бути присутніми на загальних зборах та брати участь в обговоренні питань порядку денного з правом дорадчого голосу.

Отже, основними органами управління акціонерним товариством є загальні збори акціонерів, правління та наглядова рада, діяльність яких регулюється Законом України «Про акціонерні товариства».

Для проведення перевірки фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства загальні збори обирають ревізійну комісію (ревізора).

Розглянемо функції основних органів управління акціонерним товариством на основі табл. 1.7.

Таблиця 1.7

Функції органів управління акціонерним товариством

Орган управління	Функції
1	2
Загальні збори акціонерів	До виключної компетенції загальних зборів належить: 1) визначення основних напрямів діяльності акціонерного товариства; 2) внесення змін до статуту товариства; 3) прийняття рішення про анулювання викуплених акцій; 4) прийняття рішення про зміну типу товариства; 5) прийняття рішення про розміщення акцій; 6) прийняття рішення про збільшення статутного капіталу товариства; 7) прийняття рішення про зменшення статутного капіталу товариства; 8) прийняття рішення про дроблення або консолідацію акцій; 9) затвердження положень про загальні збори, наглядову раду, виконавчий орган та ревізійну комісію (ревізора) товариства, а також внесення змін до них; 10) затвердження інших внутрішніх документів товариства, якщо це передбачено статутом товариства.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.7

1	2
Наглядова рада	До виключної компетенції наглядової ради належить: 1) затвердження в межах своєї компетенції положень, якими регулюються питання, пов'язані з діяльністю товариства; 2) підготовка порядку денного загальних зборів; 3) прийняття рішення про анулювання акцій чи продаж раніше викуплених товариством акцій; 4) прийняття рішення про розміщення товариством інших цінних паперів, крім акцій; 5) прийняття рішення про викуп розміщених товариством інших, крім акцій, цінних паперів; 6) затвердження ринкової вартості майна у випадках, передбачених цим Законом; 7) обрання та відкликання повноважень голови і членів виконавчого органу; 8) прийняття рішення про відсторонення голови виконавчого органу від виконання його повноважень та обрання особи, яка тимчасово здійснюватиме повноваження голови виконавчого органу.
Виконавчий орган	До компетенції виконавчого органу належить вирішення всіх питань, пов'язаних з керівництвом поточною діяльністю товариства, крім питань, що належать до виключної компетенції загальних зборів та наглядової ради.
Ревізійна комісія	До компетенції ревізійної комісії належить перевірка фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

1.5. Реорганізація акціонерних товариств та її види

Реорганізація – один з ефективних способів оптимізації підприємницької діяльності. Результатом реорганізації акціонерного товариства є або його розділення на декілька товариств, або об'єднання з іншим товариством, що в будь-якому випадку означає припинення діяльності акціонерного товариства. Відповідно до ЗУ «Про акціонерні товариства», акціонерне товариство припиняється в результаті передання всього свого майна, прав та обов'язків іншим підприємницьким товариствам- правонаступникам (шляхом злиття, приєднання, поділу, перетворення) або в результаті ліквідації.

Злиття, приєднання, поділ, виділ та перетворення акціонерного товариства здійснюються за рішенням загальних зборів, а у випадках, передбачених законом та за рішенням суду або відповідних органів влади.

У випадках, передбачених законом, поділ акціонерного товариства або виділ з його складу одного чи кількох акціонерних товариств здійснюється за рішенням відповідних державних органів або за рішенням суду.

Емісійні цінні папери (крім акцій) акціонерних товариств, що беруть участь у злитті, приєднанні, поділі, виділі або перетворенні, повинні надавати своїм власникам обсяг прав не менший, ніж той, що надавався ними до злиття, приєднання, поділу, виділу або перетворення. Зменшення обсягу прав власників таких цінних паперів не допускається.

При конвертації акцій під час злиття, приєднання, поділу або виділу акціонерного товариства акціонери товариств, що беруть участь у злитті, приєднанні, поділі або виділі, можуть також отримувати грошові виплати, що не повинні перевищувати розміру визначеного статутом товариства.

У результаті реорганізації підприємства необхідно скасувати державну реєстрацію одних суб'єктів господарювання і зареєструвати або переєструвати інших. Як наслідок корпоративної реструктуризації (реорганізації), змінюється правовий статус юридичної особи.

Основні причини реорганізації:

- суттєве розширення діяльності корпорації, її

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

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 посередників на корпоративні права правонаступників²⁴.

За формальними ознаками розглядають три види реорганізації (рис. 1.3): спрямовану на укрупнення підприємства (злиття, приєднання, поглинання) чи його подрібнення (поділ, виділення), а також без змін розмірів підприємства (перетворення).

Основні мотиви, які можуть спонукати до реорганізації шляхом укрупнення такі:

1. Ефект синергізму. Синергізм – умова, за якої загальний результат є більший за суму часток (основний принцип синергізму $2+2=5$). При цьому вартість підприємства після реорганізації перевищує сумарну вартість окремих

²⁴ Мальська М.П. Корпоративне управління: теорія та практика: підруч. / М.П. Мальська, Н.Л. Мандюк, Ю.С. Занько. – К.: Центр учбової літератури, 2012. – 360 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

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.

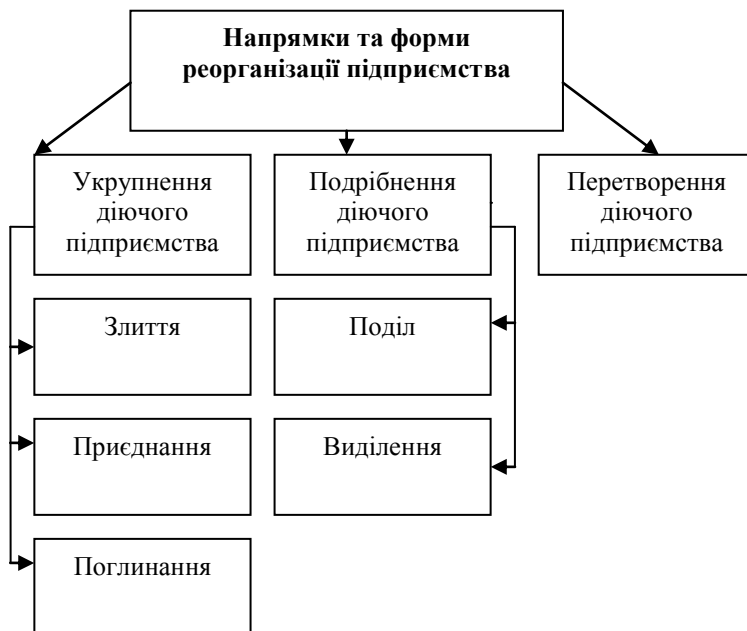


Рис. 1.3. Напрямки та форми реорганізації підприємства

2. Прагнення заволодіти ліцензіями, патентами, ноу-хау, які є в розпорядженні іншого підприємства.

3. Отримання надійного постачальника факторів виробництва.

4. Зменшенн 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

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

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 із 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).

Злиття суб'єктів господарювання – це спосіб реорганізації, за яким два або більше підприємств утворюють одну юридичну особу. При цьому, усі майнові права та обов'язки кожного з них переходять до суб'єкта господарювання, що утворений внаслідок злиття. Організаційно-правова форма новоутвореного суб'єкта може відрізнитися від колишніх форм суб'єктів господарювання, які злилися.

Приєднання одного або кількох підприємств до іншого означає, що до нього переходять права та обов'язки приєднаних підприємств. Нове підприємство внаслідок такої реорганізації не виникає.

Якщо при злитті (приєднанні) деякі учасники виявляють бажання вийти зі складу засновників, то такий вихід доцільно оформити до моменту підписання передавального балансу, який

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

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:

- за величиною чистих активів підприємств (балансова вартість – зобов'язання). Недолік полягає в тому, що балансова вартість відрізняється від ринкової;

- 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;

- на основі дохідного підходу (дисконтування майбутніх грошових потоків і розрахунок вартості капіталізованого доходу). Складність полягає у прогнозуванні майбутніх доходів та визначення ставки дисконтування.

Реорганізація може здійснюватися в результаті придбання значного пакета корпоративних прав інших підприємств – поглинання (аквізиція).

Аквізиція – це скупка корпоративних прав підприємства, у результаті чого покупець набуває контролю над чистими активами та діяльністю такого підприємства. Придбання може здійснюватись в обмін на передачу активів, прийняття покупцем на себе зобов'язань.

Розукрупнення підприємства (поділ, виділення) здійснюється в таких випадках:

- якщо у підприємства поряд з прибутковими секторами діяльності є значна кількість збиткових виробництв;

- якщо у підприємства високий рівень диверсифікації сфер діяльності й до них виявляють інтерес кілька інвесторів;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- за рішенням антимонопольних органів, якщо підприємство зловживає монопольним становищем;
- 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 створюються кілька нових підприємств, оформлених у вигляді самостійних юридичних осіб.

Виділення – це створення в результаті виділення із складу діючого підприємства одного або кількох структурних підрозділів нових підприємств з набуттям статусу юридичних осіб. При виділенні з підприємства за розподільним актом (балансом) до новостворених підприємств переходять у відповідних частинах майнові права та обов'язки реорганізованого підприємства.

Перетворення – це спосіб реорганізації, який передбачає зміну форми власності або організаційно-правової форми юридичної особи без припинення господарської діяльності підприємства.

Найпоширенішими прикладами перетворення є:

- ТОВ у АТ;
- ПП у ТОВ;
- ПАТ у ПрАТ.

Рішення про реорганізацію повинні прийматись $\frac{3}{4}$ 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.

Ключовим документом, який складається під час реорганізації підприємств, є передатний або роздільний баланс (передатний складається у разі злиття чи приєднання

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

підприємств, роздільний – при поділі чи виділенні).

1.6. Моделі корпоративного управління

У кожній країні під впливом, в першу чергу, економічних та правових особливостей і традицій, а також історичних, культурних та інших факторів склалася своя специфічна (індивідуальна) система корпоративного управління. Моделі корпоративного управління в країнах з розвинутою ринковою економікою зв'язані, у першу чергу, зі структурою акціонерного капіталу. Специфічні особливості існуючі моделі корпоративного керування придбали як результат національних особливостей ведення бізнесу і законодавчих методів його регулювання.

Структура управління корпорацією (акціонерним товариством) у конкретній країні визначається декількома факторами:

- законодавством і різними нормативними актами, що регулюють права й обов'язки всіх зацікавлених сторін;
- фактично сформованою структурою управління в даній країні;
- статутом кожного акціонерного товариства.

Модель несе в собі інформацію про якості та характеристики вихідного об'єкта, що мають значення для вирішення поставленого завдання. Загалом, під моделлю розуміється деякий об'єкт-замінник, який при певних умовах замінює об'єкт-оригінал і при цьому висвітлює найбільш суттєві його якості, забезпечуючи легкість оперування інформацією. Тобто модель – це об'єкт будь-якої природи, який створюється дослідником з метою отримання нових знань про об'єкт-оригінал і відображає лише найсуттєвіші його характеристики. Аналізуючи поняття «модель» можна визначити, що:

- будь-яка модель є суб'єктивною, бо несе на собі відбиток індивідуальності дослідника;
- будь-яка модель є гомофонною, тобто в ній відображені лише найсуттєвіші якості оригінала;
- можливе існування великої кількості моделей одного

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

й того самого об'єкта-оригінала, які між собою відрізняються цілями дослідження і ступенем адекватності.

Отже, модель корпоративного управління – це відображення найбільш суттєвих характеристик, властивостей та закономірностей функціонування корпоративного управління як об'єкта соціально-економічної реальності, що створюється з метою отримання нових знань про систему корпоративного управління відповідно до мети дослідження.

Існуючі моделі корпоративного управління можна поділити на чотири категорії²⁵:

1. За ступенем концентрації власності (інсайдерська та аутсайдерська).

2. За функціональним призначенням спостережної ради (англосаксонська, японська та континентальна).

3. За структурою спостережних та виконавчих органів корпоративного управління (унітарна модель і модель подвійних стандартів).

4. За врахуванням інтересів (стейкхолдерська та акціонерна).

У світі переважаючого поширення набули дві управлінські системи корпоративного регулювання, які склалися історично й економічно в тих або інших країнах і характеризують основні підходи до проблем повноважень і відповідно ухвалення рішень і реалізації прав власності. Ці системи отримали назву інсайдерських та аутсайдерських. Аутсайдерські системи характеризуються широкою акціонерною власністю, яка є досить поширеною, і тому вплив на прийняття рішень більшою мірою залежить від менеджерів, уживання різних форм перехоплювання контролю за корпорацією. Аутсайдери – це лише акціонери підприємства. Аутсайдерами можуть бути як юридичні, так і фізичні особи, і держава.

Інсайдерські системи управління існують у випадку, коли власність сконцентрована в руках декількох осіб, які володіють великими частинами корпоративного майна. У цьому

²⁵ Грідчина М.В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): навч. посіб. – 2-ге вид., стереотип / М.В. Грідчина. – К.: МАУП, 2002. – 232 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

разі значна частина функцій управління здійснюється ними (юридичними або фізичними особами) і менеджмент здійснюється під їх прямим впливом. Характерним є те, що інсайдери є одночасно акціонерами і менеджерами таких корпорацій. Вважається, що в країнах континентальної Європи і в Японії більш поширена інсайдерська система корпоративного управління, а в США і Великобританії – аутсайдерська. Такий поділ ґрунтується на рівнях концентрації корпоративної власності і вживанні дворівневих або однорівневих систем управління. Проте наявність різних систем корпоративного управління не знімає існування однакових проблем: забезпечення інтересів дрібних інвесторів, суперечності між коротко- та довгостроковими інтересами інвесторів, між виконавчими та невиконавчими директорами, між різними групами інвесторів, у тому числі державними та іноземними.

Отже, можна виділити три основні (класичні) моделі корпоративного управління: англо-американську, японську та західноєвропейську (німецьку).

Історично першою набула визнання та почала активно аналізуватись **англо-американська (іноді – американська) модель корпоративного управління.**

Ключовими учасниками англо-американської моделі корпоративного управління є управляючі, директори, акціонери, урядові структури, біржі, суспільні організації, консалтингові фірми, що надають консультативні та інші послуги корпораціям або акціонерам щодо питань управління та голосування. Але основними суб'єктами фактично є менеджери, директори та акціонери.

Специфіка їх відносин проявляється через розподіл і володіння управлінських, контрольних повноважень та прав власності в найбільших корпораціях. Це юридичний розподіл, за яким інвестори (акціонери) не несуть юридичної відповідальності за дії корпорації. Вони передають функції з управління менеджерам і платять їм за виконання цих функцій як своїм агентам за ведення цих справ – плата за «агентські послуги».

Структура акціонерів цієї моделі: міноритарії, організації, робітники компанії. В структурі володіння акціями в

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

моделі перевага надається індивідуальним і інституціональним інвесторам (Велика Британія – 65%, США – 60%). При цьому акцент зміщується історично від індивідуальних (переважно дрібних) інвесторів до інституціональних (представлених певними організаційними структурами з великими можливостями капітальних вкладень), а робітники як інвестори стали посередньою ланкою.

Нововведення, забезпечене трансформацією корпоративного управління через допущення до участі в управлінні та власності компанії робітників, має важливу роль: знімає протиріччя між власником засобів виробництва та робочою силою. Відчуження, про яке свого часу писав К. Маркс як про одну з найбільших вад капіталістичного способу виробництва, поступово зникає, в тому що робітник фактично стає співвласником майна і має змогу брати безпосередню участь в управлінні цією власністю та результатами власної праці.

Духовна складова корпоративного управління в американській моделі стає предметом купівлі-продажу. Вона стає не просто частиною компанії і кожного її елемента, не просто складовою маркетингової стратегії, вона перетворюється на рушійну силу швидкого розвитку розширення і виходу на світові ринки.

Американська модель є досить демократичною і плюралістичною щодо структури акціонерів компанії, характеризується значним ступенем регламентації, проте залишає за компанією право вирішення ряду важливих питань, власність має тенденцію до укрупнення (злиття, поглинання чи проста інтеграція без об'єднання в єдину підприємницьку структуру), компанії в ній характеризуються значним інноваційним потенціалом та творчим пошуком для забезпечення ефективного функціонування і розширення меж діяльності.

Моніторинг діяльності: переважно ринковий (за допомогою сигнальних функцій ринку фіктивного капіталу), а форми фінансування: дистанційна – через ринок цінних паперів. Перевага внутрішніх джерел фінансування.

В складі Ради директорів інсайтери – особи, що

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

працюють у корпорації або тісно з нею пов'язані. Аутсайдери – особи, прямо не пов'язані з корпорацією. Кількість – від 13 до 15 чоловік.

Стосовно законодавчої бази, то у США закони штату, федеральні закони, комісія з цінних паперів і бірж, а у Великій Британії парламентські акти, колегія з цінних паперів і інвестицій.

До розкриття інформації існують такі вимоги: у США квартальний та річний звіт, що включає інформацію про директорів, володіння ними акціями, зарплати, дані про акціонерів, що володіють більш як 5% акцій, відомості про можливі злиття і поглинання, а у Великобританії піврічні звіти.

У процесі діяльності акціонерних компаній є дії, що вимагають схвалення акціонерів: обрання директорів, призначення аудиторів, випуск акцій, злиття, поглинання, зміни в Статуті. У США акціонери не мають права голосувати за розміри дивідендів, у Великобританії це питання виноситься на голосування.

У взаєминах між учасниками: акціонери можуть здійснювати своє право голосу поштою або за дорученням. Інституціональні інвестори стежать за діяльністю корпорації (серед них інвестиційні фонди, аудитори).

Німецька (західноєвропейська) модель корпоративного управління – це узагальнений термін для практики корпоративного управління в більшості країн Західної Європи. Поширення також назва – західноєвропейська модель корпоративного управління.

Риси цієї моделі характерні для Німеччини, Нідерландів, Скандинавії, Франції, Бельгії. Певні її елементи характерні для Швеції та Швейцарії. Відмінність моделей корпоративного управління у Швеції та Швейцарії від безпосередньо німецької полягає в тому, що вона має більшу соціальну спрямованість.

Існує три основних особливості німецької моделі, що відрізняють її від інших моделей.

По-перше, особливістю німецької моделі є двоступенева система управління: наявність спостережної ради і виконавчої ради. Спостережна рада повністю складається з незалежних директорів, а виконавча – це менеджмент компанії.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

По-друге, функції спостережної ради полягають у захисті інтересів усіх груп акціонерів і вирішенні протиріч між різноманітними пайовиками (функція нагляду і контролю). Спостережна рада призначає і розпускає правління, затверджує рішення керівника. Функції виконавчої ради полягають у формуванні та реалізації корпоративної політики, яка відповідає інтересам усіх груп акціонерів (функція управління і адміністрування). Кількість членів – від 9 до 20 чоловік. Таке розмежування функцій підвищує свободу дій, владу і силу керівної ради: у більшості випадків спостережна рада просто затверджує рішення керівної команди.

По-третє, основними акціонерами в Німеччині є банки й корпорації. Банки є довгостроковими акціонерами німецьких корпорацій. Однак на відміну від японської моделі, де представники банків залучаються до ради директорів тільки в кризових ситуаціях, у німецьких корпораціях представники банків постійно працюють у раді. Таким чином, у даній моделі банк виконує кілька функцій: він виступає акціонером і кредитором, емітентом цінних паперів і боргових зобов'язань, депозитарієм і голосуючим агентом на щорічних загальних зборах акціонерів.

Правила розкриття інформації відрізняються від прийнятих у США: фінансова інформація повідомляється раз на півроку, а не щокварталу, як у США. У Німеччині надаються сукупні дані про винагороду директорам і менеджерам на відміну від індивідуальних відомостей у США. Не повідомляються відомості про членів Спостережної ради й про володіння акціями компанії. Крім того, існують розбіжності між німецькими й американськими стандартами бухгалтерської звітності.

Корпораціям дозволяється акумулювати частину доходу у резервному фонді та не показувати його на рахунку «нерозподілений прибуток» і не виплачувати дивіденди. До компетенції акціонерів входить розподіл чистого доходу (виплата дивідендів, використання засобів), затвердження звітів Правління й Спостережної ради за минулий фінансовий рік, вибори Спостережної ради, призначення аудиторів.

Існуюча в Німеччині законодавча база враховує інтереси

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

корпорацій, банків і акціонерів. У цілому система орієнтована на основних учасників корпоративних відносин. Разом з тим чимало уваги приділяється й дрібним акціонерам.

Японська модель корпоративного управління є багатосторонньою і базується навколо основного банку і кейрецу (фінансово-промислова сітка (група)). Банк надає своїм корпоративним клієнтам кредити і послуги з випуску цінних паперів, веденню розрахункових рахунків і консалтингові послуги. Цей банк найчастіше і є основним внутрішнім акціонером компанії, що фактично неможливо в англо-американській моделі, оскільки антимонопольне законодавство не дає можливості одному банку відігравати таку важливу роль і мати на компанію такий вплив.

Основними суб'єктами моделі є: головний банк, пов'язана з корпорацією афілійована корпорація або кейрецу, правління та уряд. Незалежні акціонери фактично неспроможні впливати на політику фірми, тому їх кількість є доволі незначною.

Визначальною рисою даної моделі є те, що держава в особі своїх органів бере активну участь в діяльності японських корпорацій і всіляко намагається сприяти вдосконаленню системи корпоративного управління.

З 30-х років ХХ ст. японський уряд проводить активну економічну політику, спрямовану на підтримку національних компаній. Вона виражена в офіційному чи неофіційному представництві уряду в Раді директорів і в допомозі компанії, коли вона знаходиться у важкому фінансовому положенні. При цьому ринок акцій цілком знаходиться в руках фінансових організацій і корпорацій. Рада директорів внаслідок вищевказаної структури акціонерів майже повністю представлена внутрішніми учасниками, тобто виконавчими директорами, керівниками великих відділів, правління.

Якщо протягом тривалого часу фінансові показники компанії будуть низькими, то банк або кейрецу звільняють частину (всіх) директорів і призначають нових.

Крім того, для даної моделі характерною рисою є призначення в раду директорів відставних чиновників різних міністерств і відомств, що мають значний вплив на діяльність

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

компанії, на її орієнтацію щодо виробництва, ринкового сегменту тощо. Саме тому необхідною умовою для таких осіб є зв'язок не лише з займаною посадою, а й зі сферою діяльності корпорації. При цьому рада директорів чисельно перевищує наявну в англо-американській і німецькій моделях і може сягати 50 і більше представників.

Законодавче забезпечення японської моделі корпоративного управління має дві особливості. По-перше, законодавство щодо діяльності корпорацій безпосередньо впливає з тенденцій промислової і торговельної політики держави, що розробляються урядовими міністерствами. А саме ці міністерства і керують корпораціями. Останні кілька десятків років спостерігається певна лібералізація такої політики та прагнення забезпечити образ відкритості при виході на світові ринки, але вони є незначними за світовими стандартами. По-друге, існує незалежне регулювання японського ринку державними агентствами.

Специфічним елементом цієї моделі є менеджмент, що здійснюється в середині компанії. Якщо США та ще ряд країн англо-американської моделі лише в останні роки приходять до розуміння необхідного співіснування традиції та новаторства, то Японія живе за цим принципом.

Суть японського менеджменту полягає в управлінні людьми, причому японці ніколи не мають на увазі однієї людини (особи), на відміну від американців, а орієнтуються на групу людей. Крім того, в Японії існує традиція беззаперечного підкорення старшому за віком, яка знаходить своє широке застосування не тільки в рамках сімей, а й у виробничих групах.

Поведінка людини нерозривно пов'язана з її потребами. Для японців характерною межею є пріоритет соціальних потреб (приналежність до соціальної групи, місце працівника в групі, увага і пошана оточуючих). Тому й винагорода за працю (стимули) вони сприймають через призму соціальних відносин, хоча останнім часом на японські методи управління значний вплив здійснюють американські компанії, що проникають на внутрішній ринок країни.

В цілому японське управління прагне поліпшити людські відносини: узгодженість, групову орієнтацію, моральні

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

якості службовців, стабільність зайнятості і гармонізацію відносин між робітниками і керівниками.

Японська модель корпоративного управління тяжіє до зниження опортунізму, сильного і прямого впливу власника на діяльність компанії, для неї характерне постійне укрупнення бізнесу, значна роль держави у здійсненні управління компанією, внутрішнє середовище діяльності фірми є фактично неринковим, проте присутня постійна конкурентна боротьба між олігополістичними структурами в галузі, характерне недопущення великої кількості іноземних компаній на внутрішні ринки, прагнення вийти на міжнародні ринки збуту, а також менша демократичність у відношенні до дрібних акціонерів.

Перехідна модель корпоративного управління. У країнах з перехідною економікою, до яких належать Україна, Росія та інші країни Центральної і Східної Європи, поки що не сформувалась стійка модель корпоративного управління, але вже можна говорити про своєрідну систему, яка поєднує риси англо-американської і німецько-японської моделей. Найголовнішими факторами, які обумовлюють напрям розвитку корпоративного управління у вказаних регіонах є²⁶:

1. Основною проблемою є забезпечення ефективних механізмів перебудови економічної системи з адміністративною на ринкову. У перехідній моделі інвестори відіграють вирішальну роль у реструктуризації компаній, тому їм треба забезпечити ефективний і безпосередній контроль за вкладеними коштами. Найближчим часом не слід сподіватися на активне пожвавлення одного із найважливіших інструментів зовнішнього контролю – ринку цінних паперів, тому є необхідність пильного нагляду за керівництвом всередині корпорації. Ця ситуація більш властива системі інсайдерів, ніж аутсайдерів.

2. Банківська система в країнах Східної Європи ще досить недосконала, і банки неспроможні виступати вагомими акціонерами, а також здійснювати активний контроль

²⁶ Скібіцький О.М. Організація бізнесу. Менеджмент підприємницької діяльності: навч. посіб. / О.М. Скібіцький, В.В. Матвєєв, Л.І. Скібіцька. – К.: Кондор, 2011. – 912 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

корпоративної діяльності за браком управлінського досвіду з питань управління корпоративною власністю, достатнього інвестиційного капіталу, досвіду оцінки кредитів і практики контролю за позичальниками.

3. Приватизаційні процеси в Східній Європі і особливо у країнах СНД проходили здебільшого повільно і стихійно, з порушеннями прав власників. Після приватизації з'ясувалося, що невідповідність нових власників до управління процесами перебудови підприємств загальмувала розвиток нових акціонерних товариств. Боротьба за власність ще не закінчилась, і справи до розвитку і ефективної діяльності промислових корпорацій ще не дійшли. Як наслідок – неадекватне корпоративне управління й механізми контролю, втрата стимулів як для зовнішніх, так і для внутрішніх власників.

4. Законодавча база країн з перехідною економікою тільки формується, і повільні темпи реформ значною мірою обумовлені відсутністю або недосконалістю законів і нормативних підзаконних актів стосовно управління акціонерними товариствами, функціонування фондового ринку, взаємодії і вирішення конфліктів між всіма зацікавленими сторонами у корпоративних відносинах. Необхідно ще здійснити реформування системи державного регулювання відносин власності, правову, банківську, судову системи.

5. У постсоціалістичних країнах існує недовіра до акціонерної форми власності і пов'язана з цим неможливість залучення коштів вітчизняних та іноземних інвесторів для розвитку фінансово-господарської діяльності акціонерних товариств, що призводить до невдач у їх діяльності, конфлікту інтересів усіх учасників корпоративних відносин та погіршує економічну ситуацію в цілому.

6. У багатьох приватизованих підприємствах держава є акціонером. Користуючись державними механізмами впливу (оподаткування, ліцензування, різні види контролю тощо), вона реалізує інтереси держави всупереч інтересам інших зацікавлених осіб і самого акціонерного товариства, порушує принципи корпоративного управління (наприклад, при нарахуванні та сплаті дивідендів).

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

7. Керівництво новоствореними акціонерними товариствами у переважній більшості продовжує здійснюватись тими ж особами, які стояли на чолі державних підприємств. Нерідко у них не вистачає необхідних для ринкової економіки знань та уміння керувати саме акціонерним товариством. Вони продовжують займати керівні посади, реалізуючи свої власні інтереси всупереч інтересам більшості акціонерів.

8. Переважна більшість акціонерних товариств знаходиться у надзвичайно складному фінансово-економічному становищі, оскільки приватизаційним процесам не передувала реструктуризація підприємств.

Таблиця 1.8

Основні характеристики моделей корпоративного управління

Англо американська модель	Західноєвропейська модель	Японська модель	Змішана модель
1	2	3	4
1. Країни розповсюдження			
США, Велика Британія, Канада, Австралія, Нова Зеландія	Німеччина, Австрія, Нідерланди, Скандинавія, часткова Бельгія, Франція	Японія	Україна, Росія та інші країни Центральної і Східної Європи
2. Сутнісна характеристика			
<ul style="list-style-type: none"> – широке представництво індивідуальних і незалежних акціонерів (аутсайдерів); – велика роль ринку фіктивного капіталу; – наявність інвестиційних і комерційних банків; – чітко розроблена законодавча база. 	<ul style="list-style-type: none"> – ключова роль банків в представництві і контролі на рівні всіх компонентів корпоративного управління і фінансування; – структура управління на основі контактів банків і корпорацій. 	<ul style="list-style-type: none"> – акцент на банківський і між-корпоративний контроль і представництво; – законодавство підтримує «кейрецу» (групи корпорацій зі спільним володінням позиковими коштами і власним капіталом). 	<ul style="list-style-type: none"> – недостатньо дієва система законодавчого регулювання корпоративного управління; – малофункціонуючий ринок цінних паперів; – наявність великої кількості комерційних банків, що відіграють головну роль в запозиченні коштів акціонерними товариствами.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.8

1	2	3	4
3. Учасники реалізації моделі			
<ul style="list-style-type: none"> – акціонери; – керівники; – рада директорів; – біржі; – уряд. 	<ul style="list-style-type: none"> – банк; – правління; – спостережна рада; – робітники. 	<ul style="list-style-type: none"> – ключовий банк; – фінансово-промислова мережа; – афілійовані корпоративні акціонери; – правління; – уряд. 	<ul style="list-style-type: none"> – мажоритарні акціонери; – спостережна рада; – правління; – банки; – уряд.
4. Структура володіння акціями			
<p>Перевага індивідуальних і інституційних інвесторів (Велика Британія – 65%, США – 60%).</p>	<p>Перевага банків і корпорацій (як пов'язаних). Фінансові інститути контролюють понад 60% акцій корпорацій.</p>	<p>Абсолютна перевага афілійованих банків і корпорацій. Фінансові інститути контролюють понад 70% акцій корпорацій. Представництво зовнішніх акціонерів незначне.</p>	<p>Велика кількість міноритарних інвесторів, які були задіяні в процесі приватизації та корпоратизації. Доля фінансових посередників, що контролюють акції акціонерних товариств, незначна.</p>
5. Моніторинг діяльності			
<p>Переважно ринковий (за допомогою сигнальних функцій ринку фіктивного капіталу)</p>	<p>Переважно банківський, на постійній основі</p>	<p>Переважно банківський і міжкорпоративний.</p>	<p>Переважно урядовий</p>
6. Форми фінансування			
<p>Дистанційне – через ринок цінних паперів. Перевага внутрішніх джерел фінансування.</p>	<p>Орієнтоване на контроль (опосередковане) – на основі контролю за прийняттям інвестиційних рішень. Достатня представленість банківського кредитування серед джерел фінансування.</p>	<p>Орієнтоване на контроль (опосередковане) – на основі контролю за прийняттям інвестиційних рішень. Достатня представленість банківського кредитування серед джерел фінансування.</p>	<p>Орієнтоване на контроль (опосередковане) – на основі контролю за прийняттям інвестиційних рішень. Достатня представленість банківського кредитування серед джерел фінансування.</p>

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.8

1	2	3	4
7. Склад ради директорів			
Інсайдери – особи, які працюють в корпорації або тісно з нею зв'язані. Аутсайдери – особи, прямо не зв'язані з корпорацією. Кількість – від 13 до 15 осіб.	Двопалатна рада директорів. Спостережна рада призначає і розпускає правління, затверджує рішення керівника. Кількість членів – від 9 до 20 осіб.	Практично цілком складається з внутрішніх учасників. Держава також може призначити свого представника. Кількість – до 50 осіб.	Дворівнева структура управління акціонерним товариством: наглядова рада та правління, що переважно складаються з інсайдерів. Держава може призначити свого володіє певною долею 28 корпоративних прав в акціонерному товаристві. Кількість – від 5 до 15 осіб.
8. Законодавча база			
У США закони штату, федеральні закони, комісія з цінних паперів і бірж. У Великій Британії парламентські акти, колегія з цінних паперів і інвестицій	Федеральні й місцеві закони, Федеральне агентство з цінних паперів.	Практично скопійована з американської. Уряд традиційно впливає на діяльність корпорацій через своїх представників.	Законодавчі документи, Кодекси корпоративного управління, Принципи корпоративного управління та міжнародні норми (носять рекомендаційний характер)
9. Вимоги до розкриття інформації			
У США кварталний та річний звіт, що включає інформацію про директорів, володіння ними акціонерів, що володіють більш як 5% акцій, відомості про можливі злиття і поглинання. У Великобританії піврічні звіти.	Піврічний звіт із зазначеною структурою капіталу, дані про акціонерів, що володіють більш як 5% акцій корпорації, інформація про можливі злиття і поглинання.	Піврічний звіт, з інформацією про структуру капіталу, членів ради директорів, зарплатня, відомості про передбачувані злиття, зміни в статуті, список 10 найбільших акціонерів корпорації.	Річні звіти з указаною структурою капіталу, членів ради директорів, дані про акціонерів, що володіють більш як 5% акцій корпорації, інформація про можливі злиття і поглинання.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.8

1	2	3	4
10. Дії, що вимагають схвалення акціонерів			
Обрання директорів, призначення аудиторів, випуск акцій, злиття, поглинання, зміни в Статуті. У США акціонери не мають права голосувати за розміри дивідендів, у Великобританії це питання виноситься на голосування.	Розподіл доходу, ратифікація рішень спостережної ради і правління, вибори спостережної ради.	Виплата дивідендів, вибори ради директорів, призначення аудиторів, внесення змін у статут, злиття, поглинання.	Розподіл доходу, ратифікація рішень спостережної ради і правління, вибори спостережної ради виплата дивідендів, внесення змін у статут, злиття, поглинання.
11. Взаємини між учасниками			
Акціонери можуть здійснювати своє право голосу поштою або за дорученням. Інституційні інвестори стежать за діяльністю корпорації (серед них інвестиційні фонди, аудитори).	Більшість акцій німецьких корпорацій – акції на пред'явника. Банки розпоряджаються голосами за їх згодою. Неможливість заочного голосування. Особиста присутність на зборах або доручення цього права банку.	Корпорація зацікавлені в довгострокових і афілійованих акціонерах. Щорічні збори акціонерів носять формальний характер.	Акціонери можуть здійснювати своє право голосу за дорученням. Недостатньо розроблена система заочного голосування. Неврахування інтересів міноритарних акціонерів.

Не можна залишити поза увагою становлення, особливості, основні напрямки подальшого розвитку вітчизняної системи корпоративного управління, яку науковці характеризують наступним чином (табл. 1.9).

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Таблиця 1.9

Особливості становлення системи корпоративного управління в Україні

Автор	Суть, особливості та передумови розвитку вітчизняної системи корпоративного управління
1	2
Васюткіна Н. ²⁷	<p>– необхідно проаналізувати особливості корпоративного контролю, під яким розуміють схему, що описує процес здійснення контролю в акціонерних товариствах, принциповим для розуміння сутності цього механізму є багатоваріантність контролюючого впливу. Контроль може здійснюватися різними способами. У країнах з перехідною економікою більше поширені жорсткі, директивні способи реалізації контролю, тоді як у західних корпораціях – поєднання прямих і непрямих важелів впливу: удосконалення корпоративного законодавства; програми щодо залучення вітчизняних та іноземних інвесторів; активізація консалтингових та юридичних послуг;</p> <p>– перетворення необхідно починати з внутрішньої корпоративної системи– управління. Збалансована система управління в середині корпорації можлива тільки за рахунок досягнення внутрішнього співробітництва, що являє собою концентрацію внутрішньої інтеграційних зв'язків, що будуються на внутрішній інтеграції, культурі співробітництва. Корпоративна культура, у тому числі й культура спілкування як її основа, – сьогодні один з найважливіших ресурсів збереження і розвитку підприємства; потребує удосконалення система стосунків між власниками статутного капіталу, менеджерами підприємства та місцевою владою.</p>

²⁷ Васюткіна Н. Особливості формування моделі корпоративного управління в Україні. Назва з екрану / Н. Васюткіна [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2011_4/index.html

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.9

1	2
<p>Домашенко Т., Мендрул О. Г.²⁸</p>	<ul style="list-style-type: none"> – велика розпорошеність акціонерних капіталів між громадянами країни, які несвідомо стали власниками і, поряд з цим, високий рівень концентрації власності у промислово-фінансових групах; – значна частка держави в акціонерному капіталі та її переважне право на управління, в тому числі некорпоративними методами; – недостатня розвиненість вартісного мислення у керуючих та в акціонерів-фізичних осіб; – перманентний процес перерозподілу власності в середині корпорації і забезпечення його потрібними механізмами; – специфічна мотивація інсайдерів на використання грошових потоків і– факторів виробництва для особистого забезпечення всупереч інтересам акціонерів; – слабкий вплив традиційних зовнішніх механізмів контролю – аудиту, банків, ринку цінних паперів, банкрутству; – інформаційна закритість корпорацій; – неповне охоплення акціонерних товариств корпоративним управлінням.
<p>Карачина Н.П., Мороз О.В., Халімон Т.М.²⁹</p>	<p>Модель корпоративного управління в Україні поєднала риси 3-х найпоширеніших у світі, зокрема:</p> <ul style="list-style-type: none"> – від англо-американської – розпорошеність акціонерного капіталу, трирівневе управління товариством (загальні збори, спостережна рада, правління), важлива роль топ-менеджера;

²⁸ Мендрул О.Г. Становлення вітчизняної моделі корпоративного управління / О.Г. Мендрул, Т.С. Домашенко // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.google.com.ua/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0C CIQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.kneu.kiev.ua%2Fdata%2Fupload%2Fpublication%2Fmain%2Fua%2F717%2F432jym24.doc&ei=nNiT66iD42bOp7iJQB&usg=AFQjCNEIBcqHOz0aIBFf1LK5JqJVS4Ld9Q&sig2=Ngz1Ll5X2fJlftz0ssAPg>

²⁹ Мороз О.В. Корпоративне управління на підприємствах України: постприватизаційний етап еволюції: Монографія. / О.В. Мороз. – Вінниця: Універсум-Вінниця, 2008. – 180 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.9

1	2
	<p>– від німецької – незначний розвиток фондового ринку;</p> <p>– від японської – ключовими учасниками є фінансово-промислові групи та банки, управління здійснюється афілійованими особами, держава діючий акціонер, незалежне регулювання ринку державними органами є неефективним, відсутність серйозного впливу індивідуальних інвесторів на справи корпорації, трирівневе управління товариством (загальні збори, спостережна рада, правління).</p>
Суржик В. ³⁰	<p>– розмежування повноважень органів управління (чіткий розподіл функцій і обов'язків між органами корпоративного управління);</p> <p>– створення умов для працездатності, незалежності і відповідальності– наглядової ради (стратегічне управління АТ, ефективний контроль з боку наглядової ради, підвищення відповідальності перед акціонерами);</p> <p>– врахування законних інтересів соціально-економічних груп (працівників, кредиторів, споживачів, постачальників і органів влади);</p> <p>– розкриття інформації (забезпечення своєчасного і повного розкриття– інформації з усіх важливих питань стосовно АТ);</p> <p>– захист прав та інтересів акціонерів (визначення обсягу корпоративних прав – акціонерів та механізмів їх захисту).</p>
Уманців Ю. ³¹	<p>Українська модель корпоративного управління перебуває у стадії формування і є перехідною конструкцією, в якій формально представлено елементи різних моделей. Ідеться, зокрема:</p> <p>– про відносно розпорошену власність, що є ознакою аутсайдерської моделі;</p>

³⁰ Суржик В.Г. Роль корпоративного управління в умовах трансформації економіки / В.Г. Суржик // Науковий вісник ЧДДЕУ. – 2011. – № 2 (10). – С. 139-144.

³¹ Уманців Ю.М. Формування української моделі корпоративного управління / Ю.М. Уманців // Економіка. Фінанси. Право. – 2010. – № 3. – С. 10-13.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 1.9

1	2
	<p>– про існування низьколіквідного ринку цінних паперів та нерозвиненої– фондової інфраструктури є стримувальним чинником становлення корпоративного управління як системи реалізації прав акціонерів;</p> <p>– про тенденції до зростання концентрації власності, становлення елементів– інсайдерського контролю, впровадження схем перехресного володіння акціями та формування складних корпоративних структур різного типу (притаманні інсайдерським моделям);</p> <p>недостатньо дієва система моніторингу діяльності менеджерів.</p>
Чихачова Ю. ³²	<p>Національну модель корпоративного управління визначають такі основні чинники:</p> <p>– особливості проведення приватизації, законодавча регламентація процесів управління, рівень розвитку фондового ринку, рівень участі держави в корпоративному управлінні;</p> <p>– особливості моделі корпоративного управління в Україні передусім пов'язані з метою проведення приватизації. На початкових етапах ця мета полягала у структуруванні всього виробничого сектору (було визначено, які підприємства слід було залишати у державній власності, які приватизувати повністю, а в яких зберегти за державою можливість корпоративної участі у підприємницькій діяльності).</p>

Рекомендації щодо подальшого формування та розвитку української моделі корпоративного управління можна визначити наступним чином:

1. Реформування та розвиток фондового ринку в Україні:
 - розробка і прийняття законодавчих актів, що

³² Чихачова Ю.С. Особливості становлення національної моделі корпоративного управління в контексті приватизації / Ю.С. Чихачова // Актуальні Проблеми Економіки. – 2009. – № 7(97). – С. 77-85.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

сприяють розвитку фондового ринку;

- забезпечення прозорості та відкритості функціонування фондового ринку;

- (забезпечення відкритого доступу до внутрішньої звітності вітчизняних та іноземних підприємств, що здійснюють господарську діяльність в Україні);

- забезпечення жорсткого (всеосяжного) контролю та відповідальності до компаній порушників законодавства;

- необхідно розробити механізм, що законодавчо регламентує виплату дивідендів своїм акціонерам (стимулюючий переважну частину вітчизняних підприємств виплачувати дивіденди).

2. Створення умов для підвищення ефективності роботи фондового ринку:

- дозволить більшості дрібних акціонерів корпорацій перетворитися з «формальних», які часто володіють слабо ліквідними акціями підприємств у «реальних», які отримують частину прибутку у вигляді дивідендів, зацікавлені у розвитку підприємств, і інвестуванні заощаджень в акції підприємств;

- дозволить стимулювати фінансування вітчизняних підприємств населенням України і залучити заощадження населення з тіньової економіки і банківської сфери у виробництво;

- дозволить вітчизняним корпораціям акумулювати кошти дрібних акціонерів (населення) і направити їх на модернізацію та будівництво нових підприємств і створення нових робочих місць шляхом фінансування компаній за рахунок випуску і продажу нових емісій акцій;

- дозволить знизити пріоритет банківського фінансування корпорацій і підприємств, і їх залежність від позик на вітчизняному та зарубіжному фінансових ринках.

3. Удосконалення корпоративного законодавства, розробка та прийняття Кодексу корпоративного управління.

4. Держава повинна законодавчо і фінансово (через механізм вільного продажу акцій на біржі і реструктуризації) гарантувати захист і повернення інвестицій, їх збереження і захист від інфляції.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

5. Підвищення доходів та платоспроможності населення, тим самим створення ресурсів для інвестування в акції корпорацій.

1.7. Побудова системи внутрішньокорпоративного управління. Система корпоративного контролю. Корпоративна культура

В акціонерних товариствах крім загальної системи управління, яка базується на положеннях законодавчої бази і не виходить за її рамки, регламентуючи основні підходи до управління, в багатьох випадках створюються елементи власної внутрішньокорпоративної системи управління. Внутрішня система управління являє собою систему заходів, але для того, щоб ці заходи були обґрунтованими, в корпораціях розробляють систему приписів, які мають форму певних документів, або, як їх часто називають, положень.

Внутрішньокорпоративна система управління – це сукупність елементів законодавчо обов'язкових норм і специфічних розроблених приписів, притаманних для даної корпорації. Усі ці приписи перебувають у єдності та взаємозв'язку, взаємодоповнюючи один одного. Така система управління має певну структуру і повинна набувати певної документарної форми. Значна частина корпоративних підприємств застосовує ряд розроблених положень, що регламентують ті чи інші напрями управління і є основою для прийняття управлінських рішень.

Отже, внутрішньокорпоративна структура управління базується на ряді пов'язаних між собою положень, які стосуються тих чи інших відносин учасників і різних сторін господарського життя. Усі без винятку корпорації мають внутрішньокорпоративну структуру управління, але вона може значно відрізнятися, бути організаційно оформленою чи ні, регламентувати більше чи менше сторін діяльності фірми. В практиці внутрішньокорпоративна структура управління є традиційною: збори – рада акціонерного товариства – виконавчий орган. Проте функції і компетенція цих органів визначаються шляхом розробки і затвердження ряду офіційних

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

положень, які мають юридичну силу всередині фірми. Таких положень може бути небагато – до десяти, може бути й більше – до півсотні. Є корпорації, які користуються лише обов'язковими установчим документом – статутом.

Внутрішньокорпоративна система управління та її побудова залежать від багатьох чинників. Основним методологічним підходом до формування такої системи є те, що із зовнішньої сфери вона регулюється чинним законодавством і не повинна суперечити йому. Інші принципи її побудови й особливості залежать від ряду наведених нижче чинників:

1. Розміри корпоративного підприємства і масштаби його завдань. Зрозуміло, що невелика корпорація з незначною кількістю учасників, стабільно працюючими управлінцями не має потреби створювати об'ємну та громістку систему внутрішньокорпоративного управління з великою кількістю положень, які регламентують практично усі напрями господарського життя. Водночас великі акціонерні товариства, особливо ті, що були створені в результаті приватизації особливо великих підприємств, мають створювати систему управління з досить чіткою регламентацією управління, повноважень, руху цінних паперів, виплати дивідендів тощо.

2. Врегулювання відносин власності. Зокрема, залежно від чітко структурованих відносин контролю, наявності в корпорації власників, які ставлять за мету налагодження ефективної діяльності акціонерного товариства. За умов неструктурованої власності створення ефективної системи управління на підприємстві залежить від інтересів, які отримують перевагу в той чи інший момент. Проблема впливу акціонерів-власників на діяльність менеджерів залишається дотепер нерозв'язаною, оскільки наслідками слабого контролю є прийняття некомпетентних, а іноді корисливих рішень менеджерами, сильний контроль призводить до надмірної обережності в поточній діяльності корпорації, особливо щодо прийняття інвестиційних рішень та здійснення ризикованих проєктів.

3. Фінансово-економічний стан корпорації. Як свідчить практика, підприємства, що перебувають у передкризовому чи кризовому стані, вирішують проблеми виживання, тому система

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

внутрішньо корпоративного менеджменту відступає на другий план.

4. Особливості психологічного стану акціонерів, їх обізнаність зі специфікою діяльності підприємства, можливостями побачити його стратегічні потреби і необхідність побудови під них ефективної управлінської системи. На практиці, в корпораціях із розпорошеною власністю де переважають дрібні акціонери, практично неможливо вирішити питання стратегічного управління, оскільки першочерговим питанням, що розглядаються і вирішуються на загальних зборах акціонерів завжди є негайна оплата дивідендів³³.

Тому створення внутрішньокорпоративної системи управління залежить насамперед від власників з урахуванням наведених вище чинників і проходить етапи розробки і прийняття тими чи іншими органами управління обов'язкових документів. Розробкою такої системи мають займатися реально працюючі на підприємстві менеджери, які відчувають потребу в прийнятті тих чи інших положень. Тому велика роль у формуванні системи внутрішньокорпоративного управління належить правлінню. Така ситуація не є однозначною, оскільки досить часто якраз правління може бути незацікавлене у наведенні порядку. У такому разі формалізацію діяльності виконавчих органів і корпорації у цілому ініціює більш високий орган управління – збори або рада товариства.

В такому випадку внутрішньокорпоративні положення, які формалізовано закріплюють систему управління розробляються виконавчими органами корпорації або консалтинговими організаціями за замовленням, а затверджуються різними органами управління.

Існує ряд положень, що визначають базові засади функціонування корпорації і затверджуються, як правило, загальними зборами акціонерів. До таких положень можна віднести Положення про загальні збори, Положення про наглядову раду акціонерного товариства, Положення про

³³ Мальська М.П. Корпоративне управління: теорія та практика: підруч. / М.П. Мальська, Н.Л. Мандюк, Ю.С. Занько. – К.: Центр учбової літератури, 2012. – 360 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

виконавчий орган, Положення про ревізійну комісію.

Як свідчить практика, ця частина положень має обов'язково затверджуватися загальними зборами акціонерів, оскільки вони конкретизують ті питання, які є компетенцією загальних зборів. Також загальними зборами можуть затверджуватися інші положення. Такі ситуації виникають за умов значної ролі загальних зборів, особливо якщо існує дійовий контроль. У таких випадках на збори може бути покладено право затверджувати усі внутрішньо корпоративні положення.

Частина положень, особливо та, що більшою мірою стосується оперативної діяльності, може бути покладена на наглядову раду товариства, а іноді й на виконавчий орган. Таке право надається рішенням вищого органу товариства для більш оперативного вирішення проблем і знаходить своє відображення або у статуті, або у рішеннях загальних зборів.

Наприклад, наглядовій раді товариства може бути надане право затверджувати положення «Про оплату праці членів правління», «Про цінні папери товариства», «Про інтелектуальну власність у товаристві», «Про комерційну таємницю» та ін., і зміни до них, оскільки в чинні положення могли бути внесені пункти, які терміново потребують коригування.

На правління акціонерного товариства може бути покладені право і обов'язок затверджувати і вносити зміни до положень «Про внутрішній трудовий розпорядок», «Про персонал», «Про відділи в корпорації» та ін.

Важливо, щоб усі проекти внутрішньо нормативних документів були узгоджені з акціонерами-учасниками. Крім того, слід знати позицію менеджменту підприємства – не тільки вищого рівня, а й у відділах, діяльності яких стосується те чи інше пониження.

Прийняття положень залежить від узгодженої роботи юридичного та фінансового відділів, оскільки потрібно не допустити незаконних норм, а всі положення мають бути економічно обґрунтованими. Особливо це стосується положень, що регулюють трансформації корпорації, пов'язані зі створенням дочірніх підприємств, філій, представництв, участю

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

в господарських товариствах. Також сюди слід віднести положення, що регулюють розміри угод, які можуть укласти члени правління та його голова (такі положення регулюють значні матеріальні та фінансові потоки і тому повинні бути ретельно проаналізовані у фінансових та економічних службах).

Прийняття внутрішньо корпоративних документів супроводжується відповідними діями щодо їх реєстрації в правлінні або канцелярії. Зміна положень, їх нова редакція повинні здійснюватись тим самим органом, який прийняв (затвердив) ці документа, або вищестоящим органом. Про прийняті внутрішньо корпоративні документи слід сповістити акціонерів і персонал корпорації.

Система корпоративного контролю

Досліджуючи питання системи корпоративного управління варто відмітити різні погляди на її визначення, серед яких на особливу увагу заслуговують дослідження Мальської М.П., Мандюк Н.Л., Занько Ю.С.³⁴, а також Ігнатєвої І.А., Гарафонової О.І.³⁵.

На думку першої групи вчених **корпоративний контроль** являє собою управлінську функцію корпорації, що полягає у відстеженні відхилень та корекції управлінських рішень, які впливають на баланс інтересів учасників корпоративних взаємовідносин.

Також корпоративний контроль можна визначити як володіння такою кількістю прав в акціонерному товаристві, яка забезпечує постійний вплив на прийняття стратегічних управлінських рішень, а також визначення та формулювання таких рішень. Таким чином, контроль в цьому визначенні асоціюється з власністю на акції та можливістю управління такою власністю.

Основними об'єктами корпоративного контролю при цьому є:

- використання людських, фінансових, матеріальних,

³⁴ Мальська М.П. Корпоративне управління: теорія та практика: підруч. / М.П. Мальська, Н.Л. Мандюк, Ю.С. Занько. – К.: Центр учбової літератури, 2012. – 360 с.

³⁵ Ігнатєва І.А. Корпоративне управління: підруч. / І.А. Ігнатєва, О.І. Гарафорова. – К.: Центр учбової літератури, 2013. – 600 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

нематеріальних, часових та інформаційних ресурсів корпорації в інтересах суб'єктів корпоративного контролю;

- інформаційне поле корпорації відповідно до потреб суб'єктів корпоративного контролю;

- захист (безпека) матеріальних та інформаційних ресурсів корпорації;

- наявність конфлікту інтересів у посадових осіб акціонерного товариства;

- процеси у внутрішньому та зовнішньому середовищі корпорації, які можуть призвести до порушення балансу інтересів суб'єктів корпоративного контролю, вплинути на стан конкуренції в галузі та результати фінансово- господарської діяльності товариства, нести соціальні наслідки;

- результати функціонування корпорації;

- дотримання стандартів корпоративної поведінки, норм чинного законодавства тощо.

В свою чергу, система корпоративного контролю це складова система корпоративного управління, призначена для збалансування інтересів учасників корпоративних взаємовідносин у процесі їх участі в корпоративній діяльності.

Система внутрішнього контролю в корпорації включає:

- структуру управління, яка сприяє обміну інформацією і певній ко- легіальності під час прийняття рішень, що дозволяє уникнути зайвої концентрації влади, що може підвищити ризик зловживань або шахрайства;

- порядок виявлення конфлікту інтересів, який стосується керівників або інших посадових осіб корпорації та інформування про це органів управління та у відповідних випадках акціонерів;

- порядок, який забезпечує керівництву ефективний контроль за діяльністю компанії та, зокрема, за рухом грошових коштів;

- наявність кваліфікованих внутрішніх ревізорів і контролерів, які відповідають за перевірку дотримання встановленого внутрішнього розпорядку, підзвітних органам управління товариством, а також контроль над всіма аспектами

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

дотримання нормативних актів Належної професійної поведінки та сумлінної ділової практики;

– участь незалежних зовнішніх аудиторів, які беруть на себе відповідальність за аудиторську перевірку звітності корпорації, аналіз і підтвердження належного стану фінансових систем, а також контроль за дотриманням правил, що застосовуються.

Фактично систему корпоративного контролю можна також розглядати як систему «стримувань і противаг», яка необхідна для забезпечення консолідованої управлінської конфігурації підприємства, за якої дотримується принцип інституційного розподілу та функціональної взаємодії гілок влади.

Ефективна система стримувань і противаг, що визначає повноваження кожного учасника корпоративних взаємовідносин та рівність їх прав є складовою частиною корпоративного управління і побудована на загальних принципах розкриття інформації, підзвітності керівництва, розподілу обов'язків і належного внутрішнього контролю.

Досягнення вищезгаданих цілей системи внутрішнього контролю можливе за умови впровадження в корпорації системи контролінгу, яка передбачає ефективне поєднання управлінських функцій планування, регулювання та контролю.

Натомість Ігнат'єва І.А. та Гарафонова О.І. розглядають **корпоративний контроль** як специфічну форму контролю в корпораціях, яка охоплює не лише внутрішні управлінські взаємовідносини, а й зовнішні. На думку вчених корпоративний контроль неможливо трактувати у вузькому значенні, його слід розглядати з позицій діалектичного розвитку різних точок зору і у взаємозв'язку з іншими управлінськими функціями.

Корпоративний контроль може базуватися як на матеріальних засадах (власності – володінні певним пакетом акцій, фінансових ресурсах), так і на нематеріальних засадах (владі, інтелекті та робочій силі). Причому найвпливовіші учасники корпоративних взаємовідносин зазвичай мають як матеріальні, так і нематеріальні права для здійснення корпоративного контролю.

При цьому вчені до об'єктів контролю відносяться:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- контроль за виконанням найважливіших бізнес-процесів і бюджетів;
- контроль за виконанням норм статуту й інших важливих корпоративних нормативних актів (положень і регламентів);
- контроль за рухом найбільш ліквідних активів, що не відносяться до розряду сировини, матеріалів і готової продукції (цінні папери, об'єкти нерухомості і т.д.);
- контроль за угодами і ключовими кадровими рішеннями;
- контроль за виконанням рішень загальних зборів акціонерів, ради директорів, а також найважливіших рішень правління і наказів по компанії.

Під системою корпоративного контролю варто розуміти сукупність видів контролю фінансово-господарської діяльності підприємств з боку власників. Контроль за діяльністю підприємств здійснюється як ззовні, так і з середини.

Зовнішній контроль поділяється на зовнішній нагляд (з боку зовнішніх інвесторів та державних органів корпоративного контролю) та зовнішній аудит.

До завдань зовнішнього нагляду належать:

- забезпечення надійності та раціональності господарських операцій;
- досягнення оптимальної пропорційності капіталів;
- резервування коштів, достатніх для управління комерційними ризиками.

Основна мета нагляду – мінімізація ризику фінансових втрат власників і кредиторів, а також підтримка надійності підприємства.

Зовнішній аудит з'ясовує: дотримання правил бухгалтерського обліку та звітності з операцій, що здійснює корпоративне підприємство; стан внутрішнього контролю в умовах корпоративного підприємства та його оцінку; дотримання корпоративним підприємством положень законодавчих та нормативних актів України; виконання економічних завдань, встановлених рішенням загальних зборів власників.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Внутрішній контроль корпоративного підприємства здійснюють: спостережна рада, ревізійна комісія, правління (рада директорів), функціональні підрозділи, служба внутрішнього аудиту.

Таким чином, комплексний підхід до визначення ситсеми корпоративного контролю дає змогу тракувати її:

– з одного боку як складову система корпоративного управління, призначену для збалансування інтересів учасників корпоративних взаємовідносин у процесі їх участі в корпоративній діяльності;

– з іншого боку як сукупність зовнішнього та внутрішнього контролю фінансово-господарської діяльності підприємств з боку власників.

Корпоративна культура

Термін «корпоративна культура» виник у ХІХ столітті. Його було сформульовано і застосовано німецьким фельдмаршалом Мольтке, який застосовував його, характеризуючи відносини у офіцерському середовищі. Тоді взаємовідносини регулювалися не тільки статутами, судами честі, а й дуелями: шрам був обов'язковим атрибутом приналежності до офіцерської «корпорації». Правила поведінки, як написані, і неписані, склалися всередині професійних співтовариств ще середньовічних гільдій, причому порушення цих правил могли спричинити виключення з членів співтовариств.

Нині під корпоративною культурою розуміють атмосферу або соціальний клімат організації. У цьому формування корпоративної культури – складне й багатоаспектне завдання. Від його рішення (тобто від успішності формування корпоративної культури) великою мірою залежить бізнесовий успіх.

Однією із завдань внутрішнього PR є формування корпоративної культури – засобів управління, які підвищують продуктивність праці співробітників корпорації і допомагають створенню в очах світової громадськості позитивного іміджу, хорошої репутації підприємства.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Корпоративна культура є комплексом вироблених і визнаних колективом організації соціальних норм, установок, орієнтацій, стереотипів поведінки, вірувань, звичаїв, що змушують людину, групу людей поводитись у тих чи інших ситуаціях належним чином. На видимому рівні культура групи людей набуває форми ритуалів, символів, міфів, легенд, мовних символів і артефактів.

За сучасних умов керівництво корпорації зацікавлене у тому, щоб гнучкість і новаторство були невід'ємними складовими корпоративної культури.

У сучасній вітчизняній економічній літературі корпоративну культуру практично ототожнюють з організаційною. Проте, необхідно пам'ятати, що корпорація – це об'єднання капіталів, вкладених багатьма власниками.

З погляду культури взаємодії цих власників корпоративна культура має специфічні форми прояву.

Відповідно можна виділити наступні базові елементи навколо яких відбувається формування корпоративної культури:

- систему особистих цінностей засновників акціонерних товариств і товариств з обмеженою відповідальністю та специфічних індивідуальних засобів їх реалізації;

- засоби, форми і структуру організації діяльності, які об'єктивно втілюють певні цінності, в тому числі особисті цінності акціонерів та керівників підприємства;

- уявлення про оптимальну і допустиму модель поведінки працівників у колективі, які відображають систему внутрішньогрупових цінностей, що склалися на підприємстві.

В цілому корпоративна культура розглядається як специфічна форма існування взаємопов'язаної системи, яка включає:

- ієрархію цінностей, що домінує серед власників та працівників корпорації;

- сукупність засобів їх реалізації, які переважають в корпорації на певному етапі її розвитку.

Можна виділити декілька основних елементів корпоративної культури:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

1. Відносини власників «крупних» пакетів акцій з дрібними акціонерами. По суті, визначення місії корпорації залежить від особистої культури засновників та власників контрольного пакета акцій. В існуючих моделях корпоративного управління регуляторні норми намагаються захистити права дрібного акціонера, проте, завжди залишаються можливості зменшити або розширити впливовість дрібних акціонерів на управління.

2. Доступність, прозорість та достовірність інформації про товариство, яку отримують акціонери, особливо дрібні. Особливо важливим є забезпечення доступності інформації відносно проведення загальних зборів акціонерів та можливості подання пропозицій, доведення до всіх акціонерів інформації про важливі зміни в корпорації та завчасне попередження про них.

3. Оптимальна дивідендна політика в корпорації. Дивіденди в організації з високою корпоративною культурою повинні виплачуватися нехай і не у великих розмірах, але регулярно. Випадки, коли є необхідність інвестування всього прибутку в розвиток виробництва, повинні з відповідним тактом і вмінням бути пояснені всім дрібним акціонерам.

4. Оптимальна взаємодія акціонерів і менеджменту підприємства та інших його працівників. Саме тут проявляються елементи організаційної культури. Не слід забувати, що саме від менеджменту залежить формування внутрішньої культури корпорації. У деяких моделях корпоративного управління обов'язковою вимогою є участь працівників підприємства у роботі наглядової ради акціонерного товариства, але реальне здійснення ними управлінських функцій значним чином залежить від рівня корпоративної культури. Крім того, високий рівень корпоративної культури сприятиме зменшенню проблеми конфлікту інтересів, полегшенню її вирішення.

5. Відносини корпорації з навколишнім середовищем. Це відносини насамперед з державою та громадськістю, територіальними громадами, з постачальниками та споживачами, екологічна культура, відношення до культури та традицій місцевого населення. Корпоративна культура має включати високий рівень культури в галузі виробництва,

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

екології, фінансів, маркетингу. Особливо важливим елементом корпоративної культури є реакція корпорації на справедливі вимоги, які можуть стосуватися участі акціонерного товариства в охоронні доквілля, освітніх програмах, програмах охорони здоров'я тощо.

Звичайно, зазначені вище елементи корпоративної культури не є вичерпними, вони можуть бути доповнені із врахуванням специфіки діяльності підприємств, місця їх розташування, форм контролю над корпорацією тощо.

Загалом, впровадження корпоративної культури акціонерних товариств виступає тим інструментом, що забезпечить можливість удосконалення сфери корпоративного управління, запобігання виникнення конфліктів, як в серединні самої корпорації, так і з зовнішнім середовищем.

1.8. Проблеми формування та розвитку корпоративних відносин в Україні. Зарубіжний досвід розвитку корпоративного управління

Процес формування корпоративних структур у вітчизняній економіці має досить суперечливий та непослідовний характер. Особливості їх формування у перехідній економіці зумовлені, насамперед, двома групами обставин: по-перше, це стереотипи свідомості людей, що звикли до застарілої централізованої системи господарювання; по-друге, це наслідки та результати реалізації визначених державою цільових напрямів і методів проведення ринкової інтеграції та структурної перебудови економіки України.

Як свідчать дослідження вітчизняних авторів, формування корпоративного сектора в Україні після проголошення незалежності відбувалося у трьох напрямках:

- набуття досвіду у процесі розвитку підприємницької діяльності, що бере початок з кінця 80-х років ХХ століття;
- роздержавлення і приватизації невеликих державних підприємств, який отримав назву «малої приватизації»;
- шляхом корпоратизації, тобто приватизацією великих державних підприємств, на базі майна яких

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

створювалися акціонерні товариства.

За даними обстеження 339 акціонерних товариств, проведеного Держкомстатом України та НДЕІ Мінекономіки у 1994 р. – 93,2% акціонерних товариств було створено саме в результаті приватизації та корпоратизації, а 6,8% – шляхом здійснення підприємницької діяльності. Зосереджені в державі значні виробничі потужності і, водночас, неспроможність їх належної експлуатації, через відсутність фінансових ресурсів, зумовлювали прискорення процесів приватизації/

Залежно від форм і методів можна умовно виділити три основних етапи приватизації в Україні:

- 1) приватизація – це корпоратизація державних підприємств (1991-1994 рр.);
- 2) масова сертифікаційна приватизація (1995-1998 рр.);
- 3) індивідуальна грошова приватизація (з 1999 р.).

Так, в Україні офіційно було визначено й заплановано три основних способи приватизації й формування корпоративного сектора: оренда державних підприємств трудовими колективами з наступним їх викупом та перетворенням на неподільне колективне («народне») підприємство чи акціонерне товариство закритого типу; корпоратизація (акціонування) державних підприємств із наступним відкритим продажем акцій через аукціони та комерційні й інвестиційні конкурси; масова безгрошова сертифікатна приватизація з рядом пільг для трудових колективів та керівників підприємств. Специфічні особливості розвитку України, її соціально-економічні, ідеологічні та політичні реалії, трансформаційні процеси, відсутність недержавного сектора економіки (85,5% підприємств були власністю держави); необхідність прискорення темпів приватизації зумовили актуальність зазначених способів та етапів приватизації й корпоратизації .

Слід зазначити, що в основу моделі було покладено принципи соціальної справедливості та рівності розподілу й продажу державного майна, гарантування рівності прав громадян у приватизаційному процесі. Початковим способом великої приватизації став вищезазначений перший варіант, але через ряд недоліків та головним чином із політичних міркувань

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

був нереалізований. Примусова корпоратизація підприємств, тобто створення відкритих акціонерних товариств із 100%-м пакетом акцій на початку в руках держави торкнулася підприємств, що повністю перебували у державній власності й включалися до приватизаційних програм, а також орендних підприємств зі змішаною формою власності, у якій державі належало понад 75% статутного капіталу.

Підприємці прагнули освоїти нерозвинений ринок споживчих товарів і послуг. Це стало чинником первісного нагромадження значного приватного капіталу в Україні. Таким чином, розпочався другий етап – масова сертифікаційна приватизація, яка тривала з 1995 до 2000 р. У 1995 р. було випущено приватизаційні майнові сертифікати, а у 1998 р. близько 45,7 млн. українських громадян отримали їх, що становило 87,98% від загальної кількості населення. Згідно з планами всі громадяни мали використати право на свій пай у державній власності. Загалом за сертифікатними схемами було приватизовано 7074 підприємства, тобто 99,3% виставлених на аукціони. Це становить 47% від вартості державного майна.

У 1998 р. розпочався третій трансформаційний етап – перехід від масової до індивідуальної грошової приватизації великих об'єктів та залишкових пакетів акцій держави. На відміну від інших країн, український приватизаційний процес мав інший напрям, були допущені великі помилки сертифікатної приватизації. Програмою було передбачено індивідуальний підхід до приватизації, що означає підвищення інвестиційної привабливості об'єктів і ліквідності емітованих цінних паперів шляхом застосування процедури реструктуризації організаційної структури підприємств та їх боргів. Об'єктами приватизації, насамперед, стали промислові гіганти, підприємства-монополісти, що належали до галузей, приватизацію яких планували здійснити пізніше. Лише 25% майна отримали номінальні власники сертифікатів, які не були працівниками приватизованих підприємств, а дві третини великих і середніх підприємств потрапили у власність керівників і працівників підприємств. Таким чином, 80% населення одержали лише 25% державної власності, відповідно, про рівність і справедливість такого розподілу прав власності

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

говорити не доводиться. Після закінчення сертифікатних аукціонів значна кількість приватизаційних сертифікатів, так само, як і житлових чеків, «зависла» в системі аукціонних центрів та обслуговуючих їх банках, а процедури їх погашення або повернення населенню були відсутні. Обмінявши сертифікати на акції, кілька десятків мільйонів акціонерів були позбавлені можливості вільно реалізувати належні їм акції, не говорячи вже про інші задекларовані фундаментальні права акціонера.

Відповідно до зарубіжних моделей, першочерговими об'єктами приватизації мали бути торгівля, побутове обслуговування та громадське харчування, щоб забезпечити формування ринкової інфраструктури в Україні. Слушною є думка дослідника проблеми А. Сірко стосовно того, що практика широкомасштабної корпоратизації й приватизації підприємств в Україні фактично не мала соціально орієнтованої спрямованості, а тому дискредитувала саму ідею трансформації власності в інтересах суспільства. Клас нових власників сформувався переважно за рахунок галузевої й регіональної номенклатури, адміністрації підприємств, трудових колективів, нових підприємців і тільки частково за рахунок працівників і утриманців бюджетної сфери.

Отже, можна зробити висновок, що у ході приватизації акціонерна форма організації підприємництва була використана з метою, прямо протилежною тій, заради якої вона створювалася. Приватизація мала бути прозорою і носити соціально-орієнтований характер. Насправді, вийшло так, що керівники підприємств після роздержавлення останніх, маніпулюючи своїми підлеглими, скуповували у них за безцінь акції, формували контрольний пакет та ставали власниками підприємства. Що стосується розпорядження населенням приватизаційними майновими сертифікатами, то і тут спостерігалася негативна тенденція, коли певне коло осіб за низькими цінами скуповувало приватизаційні майнові сертифікати у необізнаного населення та в подальшому їх використовувало у власних цілях. Резюмуючи вищесказане, можна зазначити, що це стало можливим лише за рахунок поганої обізнаності населення на той час, безробіття та невиплат

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

заробітних плат. Значну кількість підприємств було приватизовано шляхом оренди з наступним викупом, котрі як організаційно-правові форми господарювання частіше вибирали закрите акціонерне товариство або товариство з обмеженою відповідальністю. Процес утворення великих корпоративних структур в Україні просувався повільно, оскільки великі підприємства тривалий час залишалися у державній власності, інвестиційних компаній на той час не було, оскільки не виникало потреби в акумулюванні капіталу. Тому, спочатку у формі відкритих акціонерних товариств створювалися лише комерційні банки та окремі підприємницькі структури³⁶.

Регулювання державою корпоративних відносин відбувається у двох аспектах – законодавчому та економічному. Одним з визначальних чинників впливу держави на практику корпоративних відносин є законодавство, яке спрямоване на регулювання відносин щодо створення та діяльності акціонерних товариств.

Правове закріплення акціонерні товариства одержали з прийняттям законів України «Про господарські товариства» і «Про цінні папери та фондову біржу», якими було закладено підвалини формування ринку цінних паперів в Україні. Закон України «Про господарські товариства» зокрема врегулював правила створення, діяльності, права і обов'язки учасників та засновників акціонерних товариств.

На початок 2001 року форму власності змінили близько 102,6 тис. об'єктів, із них 32,8% – цілісні майнові комплекси (при цьому найбільш інтенсивно цей процес здійснювався протягом 1992-1998 рр., коли їх кількість становила 95,6% загальної кількості підприємств, приватизованих за весь період), 62,8% – структурні підрозділи підприємств та 4,4% – об'єкти незавершеного будівництва³⁷.

До початку 2004 року в Україні загальні правила та умови діяльності акціонерних товариств регламентувалися

³⁶ Коваленко О.В. Розвиток корпоративно-інтегрованих агроформувань: зарубіжний досвід і українська практика / О.В. Коваленко // Економіка та управління. – 2011. – № 1. – С. 116-120.

³⁷ Корпоративні структури в національній інноваційній системі України / [під ред. д-ра екон. наук Л.І. Федулової]. – К.: Вид-во УкрІНТЕІ, 2007. – 812 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

також Цивільним кодексом Української РСР (ст.23-40) та основоположними актами з питань підприємницької діяльності, зокрема: Законами України «Про підприємництво» і «Про підприємства в Україні», які з 1 січня 2004 року втратили чинність.

З 1 січня 2004 року в Україні діяли нормативні акти, якими регулювалися правила створення та діяльності акціонерних товариств.

Так, у Господарському кодексі України, загальним питанням створення підприємств присвячувалось ст.ст. 62-72, господарським товариствам - ст.ст. 79-92, а акціонерним товариствам ст. 81.

У Цивільному кодексі України загальним положенням про діяльність господарських товариств відводились ст.ст. 113-118, а спеціальним нормам щодо акціонерних товариств - ст.ст. 152-162.

Закон України «Про акціонерні товариства» (далі – Закон про акціонерні товариства), опублікований в офіційному друкованому виданні - газеті «Урядовий кур'єр» № 202 від 29.10.2008 року, набрав чинності 30.04.2009 року (через шість місяців з дня опублікування закону).

Через два роки з дня набрання чинності цим Законом втратили чинність статті 1-49 Закону України «Про господарські товариства» у частині, що стосується акціонерних товариств.

Аналізуючи стан нормативного регулювання, потрібно врахувати, що правовий статус багатьох підприємств корпоративного типу визначається також банківським, страховим, інвестиційним та валютним законодавством, а також законодавством, що регулює професійну діяльність на ринку цінних паперів.

Найсуттєвіші зміни щодо правового регулювання діяльності акціонерних товариств містили в собі наступні положення:

- поділ акціонерних товариств на публічні та приватні;
- обмеження кількості акціонерів у приватних акціонерних товариствах та вимога обов'язкового лістингу публічних акціонерних товариств;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- існування акцій виключно в бездокументарній формі;
- новий порядок визначення розміру та порядку виплати дивідендів;
- нові правила скликання та проведення загальних зборів акціонерів;
- запровадження кумулятивного голосування під час обрання членів наглядової ради та ревізійної комісії;
- особливий порядок придбання значного та контрольного пакетів акцій акціонерного товариства;
- запровадження правил вчинення акціонерним товариством значних правочинів та правочинів із заінтересованістю;
- суттєво оновлений механізм здійснення реорганізаційних процедур та інші.

Великий внесок у формування цивілізованих корпоративних відносин у країні зробила Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. До основних її завдань у цій сфері належать:

- формування та реалізація єдиної державної політики щодо корпоративного управління, сприяння відповідності національного корпоративного законодавства міжнародним стандартам;
- державне регулювання і контроль за випуском та обігом цінних паперів, дотриманням законодавства в цій сфері;
- захист прав акціонерів шляхом вжиття заходів щодо запобігання порушенням законодавства на ринку цінних паперів, застосування санкцій у межах повноважень комісії.

Аналіз господарської практики дає змогу зробити висновок про те, що в Україні співіснує кілька моделей корпоративного управління, зокрема: модель «приватного підприємства», модель «колективної власності менеджерів», модель «концентрованого зовнішнього володіння», модель «розпорошеного володіння», модель «переважаючого державного контролю». Цілком очевидно, що українська модель корпоративного управління перебуває у стадії формування і є

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

перехідною конструкцією, в якій формально представлено елементи різних моделей. Йдеться, зокрема: про відносно розпорошену власність, що є ознакою аутсайдерської моделі. Ця особливість (за умови існування низьколіквідного ринку цінних паперів) нерозвиненої фондової інфраструктури є стримувальним чинником становлення корпоративного управління як системи реалізації прав акціонерів.

Серед найбільш важливих специфічних проблем, що притаманні більшості країн та створюють додаткові труднощі при формуванні відповідного сучасним умовам рівня корпоративного управління та контролю, слід зазначити:

- відносно нестабільну макроекономічну і політичну ситуації; несприятливий фінансовий стан великого числа новостворених корпорацій;
- недостатньо розвинуте і відносно суперечливе законодавство в цілому;
- слабкість інфраструктури для забезпечення виконання корпоративного законодавства;
- значну первинну «розпорошеність» володіння акціями;
- особливу роль менеджерів (директорів) у корпоративному контролі;
- тривалу боротьбу за контроль у корпораціях і відповідно нестабільність системи прав власності;
- соціально-політичні перешкоди для проведення реальних процедур банкрутства збиткових корпорацій;
- слабкі і неліквідні ринки корпоративних цінних паперів;
- нерозвинену систему фінансових інститутів;
- проблему «прозорості» емітентів і ринків;
- недостатній зовнішній контроль за менеджерами колишніх державних підприємств; відсутність традицій корпоративної етики і культури;
- збереження значної частки власності в державному секторі.

Не є винятком і Україна. Таким чином, серед ключових проблем у розвитку корпоративного управління в Україні варто

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

зазначити наступні:

- українські акціонерні товариства на етапі свого становлення не в повній мірі сприймають сучасні тенденції розвитку корпоративного управління, засновані на побудові якісно нових взаємин суб'єктів корпоративного управління;

- акціонерні товариства слабо сприймають так звану «соціальну функцію» як необхідний елемент існування корпорацій;

- акціонерний капітал не став основним джерелом росту загальноукраїнського організованого фондового ринку;

- сучасний рівень українського законодавства в сфері корпоративного управління не повністю відповідає міжнародним стандартам. У ньому немає ефективно діючих норм, регулюючих відповідальність керівників корпорацій за свої дії на шкоду акціонерному товариству, закріплюючих відповідальність за зловживання акціонерів;

- наявність специфічних «тісних» відносин між керівництвом і власниками великих пакетів акцій. Формування такої структури акціонерного капіталу затвердило орієнтацію не на ріст капіталізації, а на збереження існуючих взаємин з підприємством.

В таких умовах цілком логічним постає питання вдосконалення системи корпоративного управління в Україні. Ефективність корпоративного управління стає вирішальним фактором успішної роботи компаній в ринкових умовах. Для багатьох компаній, фінансових інститутів, бірж і урядів країн ця вимога ринку є на сьогодні однією з головних.

За відсутності ефективної структури, що визначає взаємини ради директорів, виконавчого органу та акціонерів, українські компанії та економіка в цілому будуть постійно стримуватися в своєму розвитку нестачею капіталу. Українські компанії мали б змогу конкурувати зі своїми західними колегами на основі позитивного досвіду. Основна умова – інвестування у відновлення інфраструктури, модернізацію виробництва, впровадження управлінських інформаційних систем з метою протистояти впливам зовнішнього ринку та політичних потрясінь. Недостатній розвиток корпоративного

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

управління є інституційною перешкодою залучення зарубіжних інвестицій та активізації вітчизняної інвестиційної ініціативи. Поліпшення рівня корпоративного управління є чинником підвищення інвестиційної привабливості та формування вторинного ринку цінних паперів.

Подальше вдосконалення ефективності корпоративного управління в Україні повинно здійснюватися за наступними напрямками:

- захист прав акціонерів: придбання і продаж компанією своїх акцій, обов'язковий викуп акцій на вимогу акціонерів у разі їхньої незгоди з резолюцією загальних зборів акціонерів, придбання контрольного пакета акцій акціонерного товариства;

- рівноправне ставлення до всіх акціонерів і захист акціонерів, які володіють меншою часткою акцій компанії;

- забезпечення реалізації права акціонерів на участь в управлінні акціонерним товариством;

- покращення процедури розкриття інформації та збільшення рівня прозорості;

- чіткий розподіл влади, повноважень та відповідальності в акціонерному товаристві;

- культивування відповідної етики компанії;

- підбір кваліфікованого персоналу.

З метою підвищення рівня корпоративного управління в Україні є доцільним:

- поширення міжнародних стандартів корпоративного управління;

- вироблення виваженої державної політики корпоративного управління, насамперед шляхом удосконалення його нормативно-правової бази;

- посилення державного контролю за додержанням прав акціонерів і всіх учасників корпоративних відносин;

- удосконалення системи управління корпоративними правами держави;

- забезпечення моніторингу і створення національних методик оцінки стану корпоративного управління;

- подальше формування та розвиток інфраструктури

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

фондового ринку, яка б відповідала світовому рівню і забезпечувала ефективний обіг цінних паперів.

Отже, розвиток системи внутрішньокорпоративного управління, мотивація найманих працівників, узгодження інтересів різних груп акціонерів потребують оптимізації та теоретичного обґрунтування. Сучасна економічна ситуація призводить до суттєвого загострення проблем, що характерні для внутрішньокорпоративних відносин.

Світова практика функціонування корпорацій створила вагому базу для вироблення загальних принципів і рекомендацій в сфері корпоративного менеджменту. Американський, європейський і японський досвід розвитку корпоративного менеджменту дає можливість виявлення сутності корпоративних відносин і урахування інтересів різних структурних категорій суспільства. Однак, досягнення балансу інтересів учасників корпоративних відношень як основи прийняття ефективних корпоративних рішень пов'язано з існуванням низки проблем, зумовлених особливостями економічного і соціального розвитку українського суспільства, ступенем готовності українських громадян до сприйняття ідей корпоративного управління.

У зв'язку з цим, очевидно є необхідність застосування існуючих зарубіжних моделей корпоративного управління з урахуванням характерних рис української ринкової економіки, культурних традицій і історичних умов, специфіки формування корпоративних взаємовідношень. Детальніше моделі корпоративного управління розглянуто в попередніх розділах посібника.

Зарубіжні корпорації використовують наступні принципи корпоративного управління, що сприяють забезпеченню максимальної відкритості і справедливості процесу корпоративного управління стосовно всіх учасників корпоративних відносин:

- 1) звітність, що передбачає підзвітність членів ради директорів і менеджменту корпорації акціонерам;
- 2) відкритість щодо інформованості акціонерів з питань стану справ в корпорації і способу дії адміністративної команди;
- 3) нагляд, який забезпечує як можливість аналізу радою

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

директорів ефективності діяльності менеджерів, так і аналогічну можливість інвесторів здійснювати нагляд за діяльністю правління;

4) прозорість для інвесторів з точки зору одержання достовірної інформації про ринок і компанії, з якими вони співпрацюють;

5) справедливість компанії по відношенню до всіх акціонерів, як вітчизняних так і зарубіжних;

б) методика голосування (технології, підрахунок голосів, матеріали для акціонерів за дорученням) повинна реалізувати активну участь акціонерів в діяльності корпорації;

7) кодекси принципів, що регламентують взаємовідносини з акціонерами, повинні носити обов'язковий характер як для директора, так і для менеджменту корпорацій;

8) стратегічне планування, що зумовлює превалювання стратегічних інтересів в діяльності корпорації для забезпечення росту акціонерної вартості.

На відміну від зарубіжних корпорацій, що відкрито заявляють про свою філософію і принципи, впровадження корпоративного менеджменту на українських підприємствах супроводжується інформаційною закритістю і непрозорістю, небажанням афішувати свою місію і стратегію розвитку.

Ця ситуація зумовлюється нестабільністю зовнішнього середовища, що породжує невпевненість у реакції акціонерів і інвесторів у випадку порушення термінів виконання зобов'язань, але, з іншої сторони, викликає сумніви у потенціальних акціонерів і інвесторів з точки зору доцільності вкладень капіталу і інвестицій.

Як вважають зарубіжні експерти в сфері корпоративного менеджменту, основними зобов'язаннями корпорації мають бути:

1) задоволення потреб споживача в товарах і послугах, що є превалюючими в діяльності корпорацій;

2) одержання достатнього рівня доходності вкладів інвесторів, що є наслідком повної реалізації основного, першого, зобов'язання;

3) створення нових цінностей, що є невід'ємною умовою одержання дивідендів;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

4) соціальна відповідальність перед суспільством, що реалізується, насамперед, шляхом створення нових робочих місць;

5) стимулювання економічної діяльності за рахунок демонстрування результатів ініціативної праці;

6) сприяння винахідництву і новаторству як стержню підприємництва;

7) диверсифікація інтересів населення шляхом розподілення практичних знань громадян по різних секторам суспільства.

Першим кроком на цьому шляху повинне стати усвідомлення необхідності чіткого формулювання місії корпорації як основи розроблення і здійснення її стратегії. Як свідчить статистика, біля 86% сучасних організацій США мають формальні стратегічні місії; для фірм-лідерів, як правило, є характерним більш чітке визначення місії, на відміну від фірм, що функціонують недостатньо ефективно.

Застосовується два підходи до формування стратегічної місії: широкий і вузький. При широкому підході до формування стратегічної місії, компанія уникає чіткої орієнтації на конкретну групу споживачів чи певну номенклатуру продукції; при вузькому підході здійснюється жорстка прив'язка до певних сегментів ринку, до виробництва конкретної продукції.

Як свідчить практика, на вибір того чи іншого підходу впливає ряд чинників, пов'язаних зі ступенем стабільності навколишнього середовища, обсягом операцій на ринку, економічним станом компанії. По мірі нарощування корпорацією своїх ресурсів, наявність формальних процедур щодо визначення місії і стратегії розвитку перетворюється в необхідні умови здійснення корпоративного менеджменту.

Запитання та завдання для самоконтролю знань студентів

1. Дайте визначення корпоративним фінансам.
2. Назвіть принципи організації корпоративних фінансів.
3. Назвіть основні організаційно-правові форми підприємств.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

4. Що таке корпорація?
5. Які основні ознаки характеризують корпорацію?
6. Назвіть переваги та недоліки корпорацій.
7. Що таке модель корпоративного управління?
8. Які основні (класичні) моделі корпоративного управління набули найбільшого розповсюдження?
9. У чому полягають особливості англо-американської моделі корпоративного управління.
10. Які особи виступають ключовими учасниками англо-американської моделі корпоративного управління ?
11. Які характерні ознаки механізму взаємодії між ключовими учасниками японської моделі?
12. Які ключові особливості німецької моделі корпоративного управління?
13. Охарактеризуйте перехідну модель корпоративного управління?
14. Які типи корпорацій відомі?
15. У чому полягають особливості створення акціонерних товариств?
16. Які суб'єкти можуть бути акціонерами та засновниками акціонерного товариства?
17. Назвіть органи управління акціонерного товариства
18. Які основні елементи корпоративної культури?
19. Назвіть види реорганізації корпорацій.
20. Охарактеризуйте систему корпоративного контролю.

Тестові завдання

1. Акціонерне товариство – це...
 - а) підприємство, організація або установа, заснована на засадах угоди двох чи більше осіб (у тому числі юридичних) шляхом об'єднання фінансових ресурсів і підприємницької діяльності, з метою одержання та розподілу прибутків, а також розподілу ризику і збитків;
 - б) підприємство, власником якого є одна особа або сім'я, що самостійно веде справу з урахуванням своїх інтересів, одержуючи весь дохід і ризикуючи своїм майном і грошима;
 - в) засноване на пайовій участі в капіталі об'єднання, юридичні права якого відособлені від прав і зобов'язань його учасників;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

г) немає правильної відповіді.

2. Характерною рисою корпоративної власності в США є:

- а) наявність домінантних інвесторів;
- б) належність найбільшої частки акцій кожної корпорації іншим корпораціям;
- в) відсутність домінантних інвесторів;
- г) всі вище названі відповіді.

3. Недоліками корпорацій вважають:

- а) складніший і довший порядок створення та обмежені можливості розширення капіталу корпорації;
- б) складніший і довший порядок створення та подвійний характер оподаткування;
- в) власники капіталу не беруть безпосередньої участі в його діяльності й існує подвійний характер оподаткування;
- г) правильні відповіді б та в.

4. Яке з перелічених тверджень є хибним?

- а) акціонерне товариство не відповідає за зобов'язаннями акціонерів;
- б) акціонери не відповідають за зобов'язаннями товариства і несуть ризик збитків, пов'язаних з діяльністю товариства, тільки в межах належних їм акцій;
- в) до акціонерів не можуть застосовуватися будь-які санкції, що обмежують їх права, у разі вчинення протиправних дій товариством або іншими акціонерами;
- г) акціонери відповідають за зобов'язаннями товариства усім своїм майном.

5. Переважне право товариства на придбання акцій, що продаються акціонерами цього товариства, може бути реалізовано протягом...

- а) 20 днів після закінчення строку дії переважного права на придбання цих акцій акціонерами товариства, якщо коротший строк не передбачено статутом товариства;
- б) 10 днів після закінчення строку дії переважного права на придбання цих акцій акціонерами товариства, якщо коротший строк не передбачено статутом товариства;
- в) 5 днів після закінчення строку дії переважного права на придбання цих акцій акціонерами товариства, якщо коротший строк не передбачено статутом товариства;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- г) немає правильної відповіді.
6. Вищий орган управління акціонерним товариством в Україні:
- а) загальні збори акціонерів;
 - б) директор корпорації;
 - в) голова правління;
 - г) наглядова рада.
7. Переваги корпорації над іншими організаційно-правовими утвореннями полягають у тому, що:
- а) значно простіше постійно збільшувати обсяги виробництва або послуг;
 - б) існують ширші можливості залучення капіталу з різних джерел;
 - в) власники корпорацій при бажанні можуть просто позбутися своєї частки капіталу;
 - г) усі відповіді правильні.
8. На установчих зборах акціонерного товариства вирішуються питання про:
- а) заснування товариства;
 - б) затвердження статуту товариства;
 - в) обрання лічильної комісії;
 - г) усі відповіді правильні.
9. Засновниками корпорації можуть бути:
- а) юридичні особи;
 - б) фізичні особи;
 - в) держава;
 - г) усі відповіді правильні.
10. Реорганізація, спрямована на укрупнення, має такі форми:
- а) злиття, приєднання, поглинання;
 - б) поділ, виділення;
 - в) злиття, приєднання, перетворення;
 - г) перетворення.
11. Реорганізація, спрямована на розукрупнення, має такі форми:
- а) злиття, приєднання, поглинання;
 - б) поділ, виділення;
 - в) злиття, приєднання, перетворення;
 - г) перетворення.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

12. Німецька модель корпоративного управління характеризується тим, що:

- а) спирається на зовнішній контроль за фінансовою діяльністю корпорації через систему зовнішніх перевірок і противаг;
- б) орієнтується на внутрішні чинники впливу на корпорацію через мережу внутрішніх контактів між основними учасниками корпоративних відносин;
- в) найбільша частка акцій кожної корпорації належить іншим корпораціям;
- г) правильні відповіді б і в.

13. Американська модель корпоративного управління характеризується тим, що:

- а) спирається на зовнішній контроль за фінансовою діяльністю корпорації через систему зовнішніх перевірок і противаг;
- б) орієнтується на внутрішні чинники впливу на корпорацію через мережу внутрішніх контактів між основними учасниками корпоративних відносин;
- в) найбільша частка акцій кожної корпорації належить іншим корпораціям;
- г) правильні відповіді б і в.

14. Для створення акціонерного товариства засновники повинні провести:

- а) закрите (приватне) розміщення акцій;
- б) відкрите (публічне) розміщення акцій;
- в) закрите (приватне) або відкрите (публічне) розміщення акцій залежно від типу акціонерного товариства;
- г) немає правильної відповіді.

15. Установчі збори акціонерного товариства повинні бути проведені:

- а) протягом трьох місяців з дати повної оплати акцій засновниками;
- б) протягом шести місяців з дати повної оплати акцій засновниками;
- в) протягом дев'яти місяців з дати повної оплати акцій засновниками;
- г) немає правильної відповіді.

16. Перевірка фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства належить до компетенції:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- а) загальних зборів акціонерів;
- б) виконавчого органу акціонерного товариства;
- в) ревізійної комісії;
- г) наглядової ради.

17. Внутрішньокорпоративна система управління – це:

- а) сукупність елементів законодавчо обов'язкових норм і специфічних розроблених приписів, притаманних для даної корпорації;
- б) сукупність законодавчо обов'язкових норм стосовно корпоративних відносин у корпорації;
- в) система органів управління на підприємствах корпоративного типу;
- г) сукупність зовнішнього та внутрішнього контролю фінансово-господарської діяльності.

18. Корпоративний контроль розглядають як:

- а) сукупність зовнішнього та внутрішнього контролю фінансово-господарської діяльності;
- б) як складову систему корпоративного управління, призначену для збалансування інтересів учасників корпоративних взаємовідносин;
- в) як сукупність зовнішнього та внутрішнього контролю фінансово-господарської діяльності підприємств з боку власників;
- г) правильні відповідь б і в.

19. Що є елементами корпоративної культури:

- а) доступність, прозорість та достовірність інформації про товариство, яку отримують акціонери;
- б) оптимальна взаємодія акціонерів і менеджменту підприємства та інших його працівників;
- в) відносини корпорації з навколишнім середовищем;
- г) всі відповіді правильні.

20. Переважно урядовий моніторинг діяльності корпорацій характерний для:

- а) англо-американської моделі корпоративного управління;
- б) японської моделі корпоративного управління;
- в) змішаної моделі корпоративного управління;
- г) правильні відповіді б і в.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

ТЕМА 2. ДІЯЛЬНІСТЬ КОРПОРАЦІЇ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

- 1. Роль корпорацій на фінансовому ринку.*
- 2. Корпоративні цінні папери: види, характеристика.*
- 3. Операції з корпоративними цінними паперами на фондовому ринку.*
- 4. Показники, що визначають положення корпорації на фінансовому ринку.*
- 5. Формування та розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні.*
- 6. Державне регулювання випуску та обігу корпоративних паперів в Україні та в зарубіжних країнах.*
- 7. НКЦПФР: завдання і функції регулювання ринку корпоративних цінних паперів*

Ключові слова: фінансовий ринок, первинний фондовий ринок, вторинний ринок цінних паперів, місткість фінансового ринку, структуризація та сегментація фінансового ринку, учасники фінансового ринку, емісія цінних паперів, розміщення цінних паперів, серед, адеррайтинг шляхом фірмового зобов'язання, андеррайтинг за принципом найкращих умов на ринку, подрібнення акцій, консолідація акцій, рефінансування облігацій, етапи розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні.

2.1. Роль корпорацій на фінансовому ринку

Розвиток економіки не можливий без розвинутого, стабільного, надійного та ефективного фінансового ринку нашої держави. Таким чином, однією з найважливіших цілей нинішнього етапу розвитку економіки країни є втілення обґрунтованих та системних реформ у фінансовому секторі для забезпечення додаткових джерел фінансування економічного зростання. Це в свою чергу потребує розробки та послідовного впровадження довготермінової комплексної стратегії розвитку

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

фінансового сектора України, враховуючи існуючі економічні реалії та стратегічні пріоритети України в умовах глобалізації світових фінансових ринків.

Фінансовий сектор є однією з найважливіших ланок національної економіки. Фінансовий ринок – це вся система економічних відносин, що виникають між його прямими учасниками при формуванні попиту і пропозиції на специфічні послуги – фінансові послуги, пов'язані з процесом купівлі-продажу, розподілу та перерозподілу фінансових активів, які знаходяться у власності економічних суб'єктів національної, регіональної та світової економіки³⁸.

У зарубіжній та вітчизняній науковій літературі існує багато визначень поняття «фінансовий ринок», іноді взаємозаперечливих, що відображає складність даної категорії, тому для більш повного розуміння сутності фінансового ринку та його складових необхідно розглянути різні точки зору науковців у тлумаченні цього поняття (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Трактування поняття «фінансовий ринок»

Автор	Визначення поняття
1	2
Бланк І.А. ³⁹	Фінансовий ринок у найбільш загальному вигляді є ринком, на якому об'єктом купівлі-продажу виступають різноманітні фінансові інструменти і фінансові послуги.
Шелудько В.М. ⁴⁰	Фінансовий ринок являє собою систему економічних та правових відносин, пов'язаних із купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів.

³⁸ Запоточний В.І. Тенденції розвитку ринку корпоративних цінних паперів в умовах світової фінансової кризи / В.І. Запоточний // Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України: зб. Матер. ІХ Міжнар. наук.-практ. конференції, 25-26 жовтня 2012 р. Київський національний університет імені Тараса Шевченка. – Київ, 2012 р. – С. 187-189.

³⁹ Бланк І.А. Основи фінансового менеджмента / І.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 1999. – Т.1. – 185-259 с.

⁴⁰ Шелудько В.М. Фінансовий ринок: навч. посіб. – 3-те вид., випр. і доп. / В.М. Шелудько. – К.: Знання-Прес, 2008. – 535 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 2.1

1	2
Смолянська О.Ю. ⁴¹	Фінансовий ринок є механізмом нагромадження та перерозподілу фінансових ресурсів країни; організованою або неформальною системою торгівлі фінансовими інструментами, основну роль в якій відіграють фінансові інститути, які направляють потоки грошових коштів від власників до позичальників.
Опарін В.М. ⁴²	Фінансовий ринок – це сукупність обмінно-перерозподільних відносин, пов'язаних з процесами купівлі-продажу фінансових ресурсів, необхідних для здійснення виробничої та фінансової діяльності.
Василик О.Д. ⁴³	Фінансовий ринок – це механізм перерозподілу фінансових ресурсів між окремими суб'єктами підприємницької діяльності, державою і населенням, між учасниками бюджетного процесу, деякими міжнародними фінансовими інститутами.
Павлова Л.М. ⁴⁴	Фінансовий ринок – це механізм управління потоками грошових ресурсів, платіжних засобів, що приносять прибуток і об'єднують емітентів та інвесторів.
Ходаківська В.П. ⁴⁵	Фінансовий ринок – це саморегулююча система ринків, де концентрується попит і пропозиція на різні фінансові активи та послуги пов'язані з придбанням активів; це сфера економічних відносин між суб'єктами ринку в процесі формування та реалізації попиту і пропозиції фінансових активів.

⁴¹ Смолянська О.Ю. Фінансовий ринок: навч. посіб. / О.Ю. Смолянська. – Київ: Центр навчальної літератури, 2005. – 384 с.

⁴² Опарін В.М. Фінанси (Загальна теорія): навч. посібник. / В.М. Опарін. – К.: КНЕУ, 2002. – 240 с.

⁴³ Василик О.Д. Теорія фінансів: підруч. / О.Д. Василик. – К.: Ніус, 2003. – с.416.

⁴⁴ Павлова Л.Н. Финансовый менеджмент: учебник для вузов / Л.Н. Павлова.– М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 269 с.

⁴⁵ Ходаківська В.П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика: Навч. посіб. / В.П. Ходаківська, В.В. Беляев – Київ: ЦУЛ, 2002. – 616 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Отже, фінансовий ринок – це сукупність економіко-правових відносин, які виникають з приводу купівлі-продажу та обігу фінансових активів на ринку; є ефективним механізмом перерозподілу фінансових ресурсів між різними сферами економіки та суб'єктами господарювання, який дозволяє швидко мобілізувати додаткові кошти для здійснення виробничо-господарської діяльності корпораціями.

Метою утворення та функціонування фінансового ринку є акумулювання та ефективне розміщення заощаджень в економіці, стан якої значною мірою зумовлений ефективністю перетікання інвестиційних коштів від тих, хто має заощадження, до тих, у кого на цей момент є потреба в капіталі.

Фінансовий ринок є об'єктом управління з боку держави. Як об'єкт управління він характеризується такими параметрами:

- 1) місткістю і кон'юнктурою ринку;
- 2) збалансованістю попиту і пропозиції на фінансові інструменти;
- 3) умовами їх реалізації;
- 4) рівнем фінансового ризику й дохідністю цінних паперів.

Під місткістю фінансового ринку розуміють річний (місячний) обсяг продажу певного виду цінних паперів за поточного співвідношення попиту й пропозиції на нього.

Попит і пропозиція мають перебувати у динамічному розвитку, який забезпечує сприятливу реалізацію запропонованих на ринку фінансових інструментів при одночасному задоволенні попиту на них. На розвиненому фондовому ринку фінансові активи мають часто більшу ліквідність, ніж багато промислових товарів, їх можна одразу ж купити й продати, що створює сприятливі умови для «гри» на зростання або зниження курсів цінних паперів. Тому один і той самий суб'єкт фінансового ринку може виступати в ролі продавця або покупця цінних паперів (через укладання строкових контрактів-опціонів і ф'ючерсів).

Між ризиком і дохідністю цінних паперів існує прямий зв'язок. Чим ризикованіший цінний папір (наприклад акція

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

«молодої» компанії), тим вищим має бути очікуваний за ним дохід.

В основі первинного поділу (структуризації) фінансового ринку лежить певна група фінансових активів. Це пояснюється тим, що саме фінансовий актив визначає зміст поняття «фінансового ринку». Тоді структура фінансового ринку набуває наступного вигляду: грошовий ринок, ринок позичкових капіталів, ринок цінних паперів, валютний ринок, ринок дорогоцінних металів і каміння, страховий ринок, ринок інструментів нерухомості. Кожен із вказаних сегментів фінансового ринку є самостійною ланкою національного фінансового ринку. Для кожного сегмента фінансового ринку характерна своя специфіка, особливості функціонування, власні правила укладання угод із фінансовими активами тощо. Для розвитку означених структурних сегментів фінансового ринку в регіонах країни повинна створюватись відповідна інфраструктура.

В основі вторинного поділу (сегментації) фінансового ринку лежить певний вид фінансових активів. Так, кожен виділений структурний сегмент фінансового ринку можна розбити на окремі сектори (мікросегменти). В основу виділення того чи іншого сектора покладено конкретний вид фінансового активу: конкретна послуга (як товар); ф'ючерс; акція конкретного емітента; золото, діаманти тощо. Наприклад, ринок цінних паперів поділяється на такі сегменти: ринок корпоративних; державних; муніципальних цінних паперів; ринок інших видів цінних паперів та деривативів. Один і той самий фінансовий актив може бути товаром декількох ринків. Наприклад, кредит у гривнях – це об'єкт діяльності грошового, кредитного, а також валютного ринку.

Сегментація також передбачає визначення меж територіальних ділянок ринку. З цією метою він розбивається на географічні зони (країна, регіон, район, область, місто, населений пункт). Критерії сегментації фінансового ринку: види фінансових активів (інструментів, послуг); галузева приналежність споживачів; місцезнаходження споживачів; оцінка й прогнозування фінансового стану та кредитоспроможності споживачів. При виборі оптимальних

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

сегментів ринку перевага надається великим сегментам, сегментам з чітко окресленими межами, фінансовою стабільністю, сегментам з інтенсивним розвитком попиту на фінансові послуги.

Процес переливання фінансових ресурсів з одного виду фінансового ринку чи сегмента на інші називається сек'юритизацією. В останні роки процес сек'юритизації характеризується переміщенням операцій з ринку позикових капіталів на ринок цінних паперів (передусім, ринок облігацій) і забезпечує зниження витрат у залученні кредитів. Це сприяє тісній взаємозалежності між

Фінансовий ринок – це механізм перерозподілу фінансових ресурсів між окремими суб'єктами господарювання, державою та населенням, а також міжнародними фінансовими інститутами.

Основними **суб'єктами ринку** виступають інститути позафінансової сфери, держава, населення, професійні учасники ринку – фінансові інститути та інститути інфраструктури, а також іноземні учасники ринку (рис. 2.1).

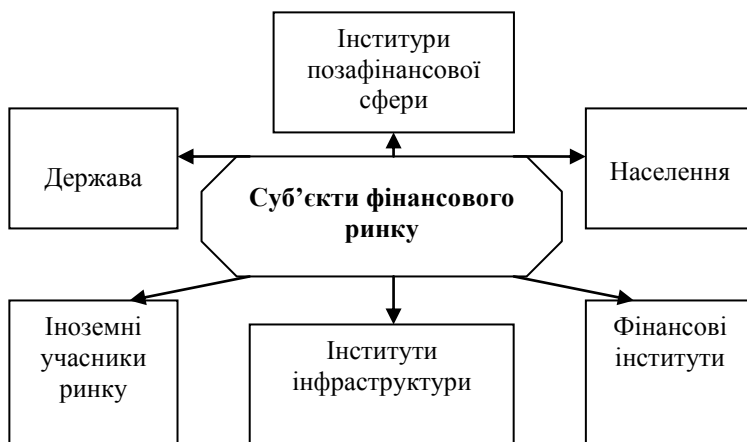


Рис. 2.1. Суб'єкти фінансового ринку

Отже, основними суб'єктами ринку є:

- 1) *інститути позафінансової сфери* – це юридичні

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

особи-резиденти певної держави, які займаються виробництвом різноманітних товарів та наданням послуг, включаючи і фінансові послуги. До інститутів позафінансової сфери належать промислові і сільськогосподарські підприємства, корпорації, установи, організації тощо. Основним джерелом фінансування для нефінансових інститутів виступають банківські кредити, інші види позичок, облігації та акції;

2) *держава*, як суб'єкт, виступає на фінансовому ринку позичальником, регулярно розміщуючи на зовнішньому та внутрішньому ринках свої боргові зобов'язання, а також виконує специфічну і дуже важливу функцію – регулювання фінансового ринку. Державний сектор пов'язаний з усією економічною системою через податки, державні закупівлі і через позики;

3) *населення*, як суб'єкт, виконує на ринку роль інвестора під час придбання цінних паперів або запозичуючи кошти на кредитному ринку. У країнах з розвинутою ринковою економікою близько 70% населення вкладає кошти в різноманітні фінансові активи. Значна частина населення отримує довгострокові кредити на придбання житла та на інші цілі. В Україні тільки незначна частина населення займається інвестуванням у цінні папери. Практично відсутнє також довгострокове кредитування населення банківськими установами, що є ознакою перехідного періоду з нестабільним і нерозвиненим фінансовим ринком. Населення, як соціальний елемент інфраструктури ринку, формує менталітет довіри до фінансових установ, до посередників, що діють на ринку, до послуг, які вони надають;

4) *фінансові інститути*, як суб'єкти фінансового ринку, представлені комерційними банками, кредитними спілками, пенсійними фондами, страховими та інвестиційними компаніями, біржами тощо;

5) *інститути інфраструктури*, як суб'єкти, відіграють значну роль на фондовому сегменті фінансового ринку і включають біржі та позабіржові системи, клірингові центри, інформаційні та рейтингові агентства, депозитарії, реєстратори тощо. Саме вони забезпечують стабільне функціонування ринку, купівлю-продаж фінансових активів, контроль за якістю

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

фінансових активів, що перебувають в обігу;

б) **іноземні учасники ринку** – це міжнародні організації, іноземні уряди, корпорації, фінансові інститути, фізичні особи, які є суб'єктом фінансового ринку і також беруть участь у купівлі-продажу фінансових активів.

Один з найактивніших суб'єктів фінансового ринку – корпорація. Вона відіграє на ньому роль як великого емітента цінних паперів, так і роль інвестора, вкладаючи свої вільні кошти в цінні папери, що обертаються на ринку. У корпорації емісійна діяльність превалює над інвестиційною, тому вона є нетто-позичальником на фінансовому ринку.

Корпорація активно функціонує в усіх сферах фінансового ринку – на фондовому та грошовому ринках, на ринку банківських позичок. Вибір ринку визначається оперативними і стратегічними цілями, які ставлять перед собою фінансові менеджери корпорацій.

На грошовому ринку корпорація емітує короткострокові цінні папери для фінансування поточних потреб оборотного капіталу, на ринку банківських позик корпорація є позичальником короткострокового (інколи середньострокового) капіталу з метою покриття поточних потреб у оборотному капіталі, на фондовому – емітує довгострокові або безстрокові цінні папери з метою фінансування довгострокових проектів розвитку.

Отже, корпорації відіграють важливу роль на фінансовому ринку, є активними учасниками даного сегменту.

Емісії акцій і облігацій відбуваються на первинному ринку через відкритий продаж або за допомогою інвестиційних банків, що є андеррайтерами, тобто гарантами первинного розміщення цінних паперів. На вторинному ринку перебувають в обігу раніше випущені цінні папери корпорацій. Безпосередньої участі на цьому ринку корпорація не бере, проте фінансові менеджери постійно одержують інформацію й аналізують її для визначення можливості нових емісій, структури капіталу, дивідендної політики та викупу акцій.

Тенденції розвитку світового ринку корпоративних цінних паперів свідчать про існування певної залежності між рівнем розвитку фондового ринку та розвитком реального

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

сектора економіки, оскільки залучення фінансових ресурсів за рахунок випуску корпоративних цінних паперів дозволяє суб'єктам підприємницької діяльності активно розвиватися, збільшувати доходи і, в кінцевому підсумку, призводить до зростання економічного потенціалу держави загалом.

Незважаючи на динамічний розвиток даного сегменту ринку фінансових послуг в Україні корпорації дуже слабо реалізують свої можливості щодо залучення фінансових ресурсів через випуск корпоративних цінних паперів. Складнощі з залученням ресурсів на фондовому ринку у цьому сегменті пов'язані значною мірою з серією банкрутств емітентів або простроченнями виконання своїх зобов'язань.

У промислово розвинутих країнах в ролі інституційних власників виступають акціонерні компанії (корпорації). Взаємодія між корпорацією і фінансовим ринком представлена на рис. 2.2.

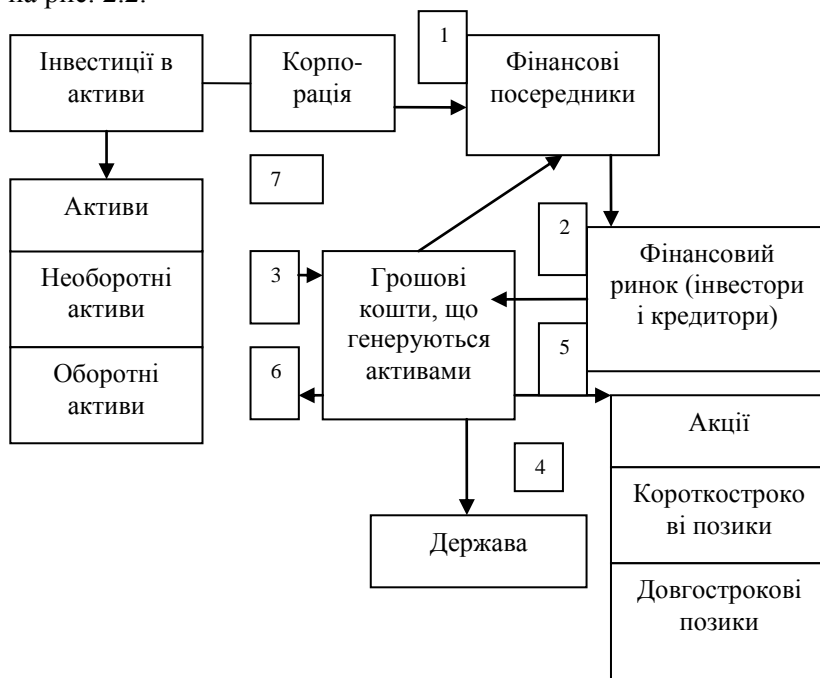


Рис. 2.2. Грошові потоки між корпорацією та фінансовим ринком

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

1. Емісія цінних паперів для залучення грошових коштів.
2. Грошові кошти, залучені за рахунок емісії цінних паперів.
3. Грошові кошти, що генеруються активами.
4. Податки і збори на користь держави.
5. Дивіденди і проценти, що виплачуються інвесторам і кредиторам.
6. Після сплати податків, дивідендів і процентів частина коштів реінвестується в активи корпорації.
7. Комісійна винагорода, яка має бути сплачена фінансовим посередникам (може сплачуватися готівкою).

Отже, корпорація є активним учасником фінансового ринку, що діє практично на кожному із його сегментів. Доцільно розглянути види корпоративних цінних паперів, що обертаються на фінансовому ринку.

2.2. Корпоративні цінні папери: види, характеристика

З метою залучення капіталу на тривалий термін корпорація випускає на первинному ринку два класичних інструменти: акції і облигації. Ці цінні папери В. Суторміна вважає корпоративними⁴⁶. У «Фінансово-економічному словнику» А. Загороднього та Г. Вознюка дано таке визначення корпоративних цінних паперів – «цінні папери, емісію яких здійснюють підприємства з метою фінансування поточних корпоративних потреб»⁴⁷.

Ринок, на якому обертаються цінні папери, емітентами котрих є акціонерні товариства, підприємства та організації інших організаційно-правових форм власності, в т. ч. банки та інвестиційні компанії, доцільно вважати ринком корпоративних цінних паперів (до того ж, випускати корпоративні цінні папери

⁴⁶ Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій / М.В. Суторміна. – К.: КНЕУ, 2004. – 566 с.

⁴⁷ Загородній А.Г. Фінансово-економічний словник / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк. – Львів: Видавництво національного університету «Львівська політехніка», 2005. – 714 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

можуть підприємства незалежно від форм власності, у т. ч. державні).

Кожен цінний папір має визначені властивості, характерні риси, особливості, що впливають на привабливість для емітентів та інвесторів. Наведемо коротку характеристику основних цінних паперів, які належать до корпоративних. Головним інструментом на ринку корпоративних цінних паперів є акція.

Акція – це цінний папір без встановленого терміну обігу, що засвідчує пайову участь у статутному капіталі акціонерного товариства, підтверджує членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним, дає право його власнику на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства⁴⁸.

Реєстрація випуску (випусків) акцій оформлюється відповідним рішенням реєструвального органу, на підставі якого структурним підрозділом центрального апарату Комісії оформлюється та видається тимчасове свідоцтво (тимчасові свідоцтва) про реєстрацію випуску (випусків) акцій.

Відмова в реєстрації випуску (випусків) акцій оформлюється відповідним рішенням реєструвального органу, на підставі якого структурним підрозділом центрального апарату Комісії оформлюється розпорядження про відмову в реєстрації випуску (випусків) акцій.

Підставами для відмови в реєстрації випуску (випусків) акцій є:

- 1) невідповідність поданих документів вимогам законодавства;
- 2) відсутність будь-якого з необхідних документів;
- 3) недостовірність інформації у поданих документах та/або порушення встановленого законодавством порядку прийняття рішення про розміщення цінних паперів.

Розпорядження про відмову в реєстрації випуску (випусків) акцій доводиться до товариства (засновника

⁴⁸ Десєва Н.М. Управління корпоративними фінансами: навч. посіб. / Н.М. Десєва. – К.: Центр учбової літератури, 2007. – 200с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

(засновників) або уповноваженої(их) особи (осіб) засновника (засновників)) письмово та має містити правове обґрунтування такої відмови. Рішення про реєстрацію або про відмову в реєстрації випуску (випусків) акцій приймається протягом 25 робочих днів після отримання підрозділом центрального апарату Комісії, який виконує функції реєстрації вхідної кореспонденції, заяви та всіх необхідних документів для реєстрації випуску (випусків) акцій⁴⁹.

При публічному або приватному розміщенні додаткових акцій у разі збільшення статутного капіталу товариства із залученням додаткових внесків здійснюється реєстрація випуску акцій, проспекту емісії акцій та реєстрація звіту про результати публічного або приватного розміщення акцій. Реєстрація випуску акцій та проспекту емісії акцій здійснюється одночасно.

При збільшенні статутного капіталу товариства за рахунок спрямування до статутного капіталу додаткового капіталу (його частини) або спрямування до статутного капіталу прибутку (його частини) здійснюється реєстрація випуску акцій, звіт про результати розміщення акцій до реєструвального органу для реєстрації не подається.

При зменшенні статутного капіталу товариства шляхом зменшення номінальної вартості акцій або шляхом анулювання раніше викуплених товариством акцій та зменшення їх загальної кількості здійснюється реєстрація випуску акцій, звіт про результати розміщення акцій до реєструвального органу для реєстрації не подається⁵⁰.

Право на випуск акцій в Україні мають тільки акціонерні товариства. Акції, що випускаються товариством, класифікуються:

- 1) за типами:
 - іменні. Пайові цінні папери з вказівкою власника,

⁴⁹Порядок реєстрації випуску (випусків) акцій при заснуванні акціонерних товариств від 27.05.2014 року № 692 / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Рішення. Із змінами і доповненнями.

⁵⁰Про затвердження Порядку реєстрації випуску акцій при зміні розміру статутного капіталу акціонерного товариства та Змін до Порядку скасування реєстрації випусків акцій та анулювання свідочств про реєстрацію випусків акцій: від 31.07.2012 року № 1073 / НКЦПФР, Рішення. Із змінами і доповненнями.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

якому належать права, засвідчені цінним папером;

– на пред'явника. Пайові цінні папери без вказівки власника. Права, засвідчені цінним папером, належать пред'явникові акції.

2) за формами випуску:

- випущені в документарній формі;
- випущені в бездокументарній формі.

Згідно закону України «Про акціонерні товариства» (далі – «Закон про АТ») усі іменні акції акціонерних товариств існують виключно в бездокументарній формі. Усі акціонерні товариства повинні були привести свою діяльність у відповідність із цією вимогою до 29 жовтня 2010 року.

Для акції того чи іншого товариства характерний ряд властивостей, а саме:

- є пайовим цінним папером;
- наділена певною вартістю;
- акція є неподільною;
- може брати участь в обігу;
- не має строку обігу;
- є прибутковою⁵¹.

Акціонерне товариство має право розмішувати тільки іменні акції, які можуть бути двох типів: прості та привілейовані.

Прості акції надають їх власникам право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації та інші права, передбачені законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств. Прості акції надають їх власникам однакові права⁵².

Привілейовані акції дають власникові переважне право на одержання дивідендів, а також на пріоритетну участь у розподілі майна акціонерного товариства у разі його ліквідації.

⁵¹ Мальська М.П. Корпоративне управління: теорія та практика: підруч. / М.П. Мальська, Н.Л. Мандок, Ю.С. Занько. – К.: Центр учбової літератури, 2012. – 360 с.

⁵² Штерн Т.Ю. Корпоративне управління: навч. посібник для студентів спеціальності 8.050201 «Менеджмент організацій» / Т.Ю. Штерн. – Харків: ХНАМТ, 2009. – 278 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Власники привілейованих акцій не мають права брати участь в управлінні акціонерним товариством, якщо інше не передбачено його статутом. Оскільки корпоративні права передбачають і управління ними, то ця риса визначає їх особливість. Вони насамперед дають права матеріального порядку, оскільки можуть випускатися із фіксованим у відсотках до їх номінальної вартості дивідендом, що щороку виплачується. Крім того, виплата дивідендів провадиться у розмірі, зазначеному в акції, незалежно від розміру одержаного товариством прибутку у відповідному році. У тому разі, коли прибуток відповідного року є недостатнім, виплата дивідендів по привілейованих акціях провадиться за рахунок резервного фонду. Якщо розмір дивідендів, що виплачуються акціонерам, по простих акціях перевищує розмір дивідендів по привілейованих акціях, власникам останніх може провадитися доплата до розміру дивідендів, виплачених іншим акціонерам.

Однак це не означає, що привілейовані акції можуть бути лише «безголосі», які не дають права управління. Світова практика показує можливість випусків привілейованих акцій різних типів, серед яких можуть бути також такі, що дають право голосу. Розробка умов обігу таких акцій потребує здійснення їх аналізу і відповідного втілення у статутних документах.

Західні професіонали поділяють акції на такі категорії⁵³:

1) акції «з блакитними корінцями» (blue chip stocks).

Ці акції випускають найпотужніші й солідні компанії (у США, скажімо, це General Electric Co., Walt Disney Co., General Motors, McDonald's Corp. тощо), які є лідерами у своїх галузях, а головне – упродовж усієї своєї історії стабільно сплачували дивіденди акціонерам. Вкладання заощаджень у придбання цих акцій є мало ризиковим. Першокласні акції популярні серед більшості інвесторів, унаслідок чого їхні курси часто високі, особливо якщо ринок нестабільний і інвестори занепокоєні якістю своїх інвестицій;

⁵³ Ігнат'єва І.А. Корпоративне управління: підруч. / І.А. Ігнат'єва, О.І. Гарафонова. – К.: Центр учбової літератури, 2013. – 600 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

2) дохідні акції (income stocks).

Це акції телефонних корпорацій, корпорацій водо-, газо-, електропостачання, а також інших комунальних компаній, дивіденди за якими перевищують середній рівень. Це пояснюється тим, що такі корпорації потрібні завжди, працюють стабільно і мають добре прогнозовані джерела доходів. Інвестори купують ці акції, бо впевнені, що їхня вартість із часом лише зростатиме;

3) акції зростання (growth stocks).

Це акції корпорацій, доходи і прибуток яких вище середнього рівня, однак сплата за дивідендами найчастіше не перевищує 35%. Пояснюється така дивідендна політика прагненням корпорації передусім фінансувати наукові та інші дослідження, а також розширенням масштабів виробництва і можливостей збуту. Тож, попри низькі поточні дивіденди, чимало інвесторів віддають перевагу саме цим акціям у надії, що в майбутньому вони принеситимуть великі доходи і їхня ринкова вартість значно зросте;

4) циклічні акції (cyclical stocks).

Їхня ціна зростає і знижується синхронно зі спадами і піднесеннями в економіці, тобто відповідно до ритму ділової активності. Здебільшого це акції корпорацій базових галузей економіки – важкої (особливо металургійної), автомобілебудування, целюлозно-паперової тощо. Інвестори намагаються придбати такі акції, коли йдеться про розширення виробництва, і встигнути продати їх до початку спаду;

5) захищені (антициклічні) акції (defensive or countercyclical stocks).

Це акції корпорацій, ціна на які відносно стабільна навіть у разі спаду в економіці загалом. Такі корпорації не змінюють своєї дивідендної політики залежно від циклів в економічному розвитку і тому сплачують своїм акціонерам практично постійні дивіденди. Багато акцій цього виду одночасно класифікуються як дохідні;

б) спекулятивні акції (speculative (penny) stocks).

Таку назву мають акції «молодих» корпорацій. Ці акції найчастіше продають «з-під прилавку», обминаючи біржу, або на спеціальних («спекулятивних») біржах. Вони коштують

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

набагато менше за акції добре відомих корпорацій, проте, купуючи їх, вкладник має знати, на що він йде: маленька ціна – великий ризик.

Акція – це грошовий документ, що має певну вартість. Ціна акції – це грошовий вираз вартості, що сплачується за одну акцію. Акція має такі форми ціни: номінальну, курсову (ринкову), емісійну, балансову.

Ринкова ціна або курс акцій (від лат. *cursus* – біг, рух, і *actio* – дія, вчинок) фактична продажна ціна акцій на ринку цінних паперів. Тобто це ціна, за якою акція конвертується у грошовий вираз на вторинному ринку цінних паперів. Як правило, її розмір відрізняється від номінальної вартості, тому що прямо пропорційний отриманому дивідендові з урахуванням перспектив його зростання у майбутньому. Одночасно курс акцій знаходиться у зворотній залежності від величини позичкового процента:

$$K_a = \frac{D}{ПП} * 100, \quad (2.1)$$

де K_a – курс акцій;

D – дивіденди;

$ПП$ – позиковий процент.

Розрахований на підставі цих основних показників курс акцій піддається впливові багатьох економічних, політичних, екологічних та інших чинників.

Найважливішими чинниками відхилення ринкової ціни в ту чи іншу сторону є співвідношення попиту і пропозиції на ринку цінних паперів. Водночас у кожний конкретний момент ціни акцій на ринку складаються під впливом таких факторів:

- 1) обсягів сплачених і очікуваних дивідендів у перспективі;
- 2) розмірів банківської відсоткової ставки (позикового відсотка);
- 3) рівня прибутковості операцій на альтернативних ринках, в тому числі і на облігаційному ринку;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

4) ціни на коштовні метали, паливо, товари і нерухомість за умов, що вкладання у них коштів стає альтернативою інвестиціям у акції;

5) рівня ліквідності акцій. Тобто можливість перетворювання їх у грошову форму без особливих втрат;

6) біржової спекуляції, очікуваних тенденцій в кон'юктурі ринку цінних паперів;

7) рівня інфляції та тенденцій очікуваних змін у перебігу інфляційного процесу.

Найважливішим ринковим показником ціни акції є коефіцієнт «Ціна/Прибуток». Він визначається як відношення ринкової ціни акції до прибутку на акцію:

$$\text{"Ціна / Дохід"} = \frac{Ц_k}{П_б}, \quad (2.2)$$

де "Ціна/Дохід" – коефіцієнт «Ціна/Прибуток»;

$Ц_k$ – ринкова ціна (курсова ціна);

$П_б$ – прибуток на 1 акцію.

Вказана на лицьовому боці акції або задекларована у статуті АТ вартість акції називається номінальною ціною. Вона розраховується як часточка колективної вартості, що припадає на акцію:

$$Нц = \frac{Сф}{Ка} * 100, \quad (2.3)$$

де Нц – номінальна ціна;

$Сф$ – статутний фонд;

$Ка$ – кількість акцій.

Абсолютна більшість акцій мають номінальну ціну, тому що вона є підставою, з якої визначається розмір дивідендів. Водночас бувають деякі випуски акцій без зазначення номінальної ціни. Приміром, у акції вказано, що це - стотисячна частка акціонерного товариства.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Емісійна ціна виражає вартість акції на первинному ринку. Як правило, вона є дещо вищою, ніж номінальна, щоб покривати видатки на емісію і сформувати емісійну надбавку, яка визначається як сума перевищення емісійної ціни над номінальною:

$$E_{\text{ц}} = N_{\text{ц}} + V_{\text{е}}, \quad (2.4)$$

де $E_{\text{ц}}$ – емісійна ціна;

$N_{\text{ц}}$ – номінальна ціна;

$V_{\text{е}}$ – затрати на емісію та емісійний дохід.

Балансова (книжкова) ціна акції визначається на основі документів, фінансової звітності і встановлюється під час аудиторської перевірки, як реальна вартість капіталу, що припадає на одну акцію. Її вартісну основу становить підсумковий аналіз фінансової звітності за активами та пасивами акціонерного товариства в процесі аудиторської перевірки:

$$B_{\text{ц}} = O\phi + O\delta / K, \quad (2.5)$$

де $B_{\text{ц}}$ – балансова ціна;

$O\phi$ – основний капітал на день перевірки;

$O\delta$ – оборотний капітал;

K – кількість акцій, що емітовані АТ на день аудиторської перевірки.

Одним з особливих корпоративних цінних паперів є облигація, яку випускають за умови наступного обміну на акції акціонерного товариства.

Облігація – цінний папір, що посвідчує внесення його власником грошей, визначає відносини позики між власником облигації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облигації її номінальну вартість у передбачений умовами розміщення облигацій строк та виплатити дохід за облигацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Випуск облігацій здійснюють у разі виникнення таких потреб:

- залучити додатковий капітал, не зменшуючи вже існуючих часток акціонерів;
- отримати капітал при нижчих відсотках, ніж надають банки та інші фінансові джерела;
- забезпечити довгострокове надання фіксованих відсотків;
- ефективно та в доступній формі отримати кредит безпосередньо у потенційних кредиторів;
- розширити та урізноманітнити кредитні ресурси товариства;
- встановити кредитний рейтинг товариства, що свідчить про рівень його кредитоспроможності (платоспроможності).

Облігації підприємств розміщуються юридичними особами тільки після повної сплати свого статутного капіталу. Не допускається розміщення облігацій для формування і поповнення статутного капіталу емітента, а також покриття збитків від господарської діяльності шляхом зарахування доходу від продажу облігацій як результату поточної господарської діяльності. Розміщення та продаж облігацій здійснюються в національній валюті, а якщо це передбачено законодавством та проспектом емісії відповідного випуску облігацій, – в іноземній валюті з урахуванням законодавства про валютне регулювання. Мінімальна номінальна вартість облігації не може бути меншою, ніж одна копійка, якщо номінальна вартість облігації визначена в національній валюті.

Емісія облігацій шляхом їх публічного розміщення здійснюється за такими етапами:

- 1) прийняття загальними зборами або іншим уповноваженим органом емітента рішення про:
 - публічне розміщення облігацій;
 - визначення за потреби органу емітента (виконавчого органу, наглядової ради), якщо це не визначено статутом, якому надаються повноваження щодо:
 - залучення до розміщення андеррайтера;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- зміни дат початку та закінчення укладення договорів з першими власниками у процесі публічного розміщення облігацій;
- внесення змін до проспекту емісії облігацій;
- прийняття рішення про дострокове закінчення укладення договорів з першими власниками в процесі публічного розміщення облігацій;
- затвердження результатів укладення договорів з першими власниками у процесі публічного розміщення облігацій;
- затвердження результатів розміщення облігацій;
- затвердження звіту про результати публічного розміщення облігацій;
- прийняття рішення про відмову від розміщення облігацій;
- прийняття рішення про проведення конвертації облігацій;
- прийняття рішення про випуск облігацій з метою проведення конвертації облігацій існуючого випуску (серії);
- затвердження результатів конвертації облігацій;
- прийняття рішення про відмову від проведення конвертації облігацій;
- прийняття рішення про анулювання викуплених облігацій;
- прийняття рішення про дострокове погашення облігацій;
- прийняття рішення про продовження строків обігу та погашення облігацій;
- повернення внесків, внесених в оплату за облігації, у разі визнання емісії недійсною або у разі незатвердження у встановлені законодавством строки результатів укладення договорів з першими власниками у процесі публічного розміщення облігацій;
- визначення розміру відсоткового доходу за відсотковими облігаціями під час розміщення таких облігацій у межах, визначених рішенням про публічне розміщення облігацій та проспектом емісії облігацій;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

2) прийняття уповноваженим органом емітента у разі потреби рішення про залучення андеррайтера (ів) до розміщення облігацій;

3) укладення у разі потреби попереднього договору з андеррайтером;

4) укладення у разі потреби попереднього договору з Центральним депозитарієм цінних паперів про обслуговування випусків цінних паперів;

5) подання НКЦПФР заяви і всіх необхідних документів для реєстрації випуску облігацій та проспекту їх емісії;

6) реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску облігацій, проспекту їх емісії та видача тимчасового свідоцтва про реєстрацію випуску облігацій;

7) внесення за потреби уповноваженим органом емітента змін до проспекту емісії облігацій;

8) подання Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку заяви та всіх необхідних документів для реєстрації змін до проспекту емісії облігацій;

9) реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку змін до проспекту емісії облігацій;

10) укладення у разі потреби договору з андеррайтером;

11) присвоєння облігаціям міжнародного ідентифікаційного номера;

12) укладення з Центральним депозитарієм цінних паперів договору про обслуговування випусків цінних паперів;

13) надання до Центрального депозитарію цінних паперів копій зареєстрованого проспекту емісії облігацій, зареєстрованих змін до проспекту емісії облігацій (у разі наявності) та оформлення і депонування тимчасового глобального сертифіката в Центральному депозитарії цінних паперів;

14) розкриття емітентом інформації, що міститься в зареєстрованому проспекті емісії облігацій та змінах до проспекту емісії облігацій (у разі внесення таких змін), у повному обсязі відповідно до нормативно-правового акта Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, що встановлює порядок розкриття інформації на фондовому ринку;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

15) укладення договорів з першими власниками у процесі публічного розміщення облігацій;

16) затвердження результатів укладення договорів з першими власниками у процесі публічного розміщення облігацій уповноваженим органом емітента;

17) затвердження результатів публічного розміщення облігацій уповноваженим органом емітента;

18) затвердження звіту про результати публічного розміщення облігацій уповноваженим органом емітента;

19) подання НКЦПФР звіту про результати публічного розміщення облігацій;

20) реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати публічного розміщення облігацій та анулювання тимчасового свідоцтва про реєстрацію випуску облігацій;

21) отримання свідоцтва про реєстрацію випуску облігацій;

22) оформлення та депонування глобального сертифіката в Центральному депозитарії цінних паперів;

23) розкриття інформації, що міститься у зареєстрованому звіті про результати публічного розміщення облігацій, у повному обсязі відповідно до нормативно-правового акта Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, що встановлює порядок розкриття інформації на фондовому ринку.

Корпоративні облігації – це свідоцтво про надання їх власникам довгострокової позички корпорації, фірмі, підприємству, тобто це облігації, емітовані юридичними особами. Випуск облігацій – більш вигідний спосіб формування додаткового капіталу, ніж випуск акцій, тому що проценти за облігаціями сплачуються з прибутку корпорацій до виплати податків. Крім того, власники облігацій не одержують права голосу, оскільки вони не співвласники корпорації, а її кредитори. Корпоративні облігації більше піддаються ризику, ніж державні облігації, проте доходи за ними значно вищі. Можна вважати, що власник отримує корпоративні права при безпосередньому обміні облігацій на акції.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Залежно від характеру забезпечення облігації поділяються на заставні та беззаставні. Заставні емітуються під застави майна корпорації та цінних паперів. Заставна облігація - це юридичний документ, що підтверджує згоду корпорації заставити під свій борг землю, споруду та інше майно, яке їй належить і дає право кредитору на оволодіння заставленими активами у разі несплати боргу. Облігації під заставу інших цінних паперів забезпечуються не майном, а іншими акціями та борговими зобов'язаннями фірми. У разі несплати боргу заставні цінні папери стають власністю того, хто володіє заставними облігаціями. Забезпеченням беззаставних облігацій виступає загальна платоспроможність корпорації. Такі облігації випускають, звичайно, фінансове сталі корпорації, які мають високий кредитний рейтинг.

За порядком оплати розрізняють облігації з правом дострокового відкликання та облігації без такого права (безвідкличні) – за аналогією із зворотними із беззворотними акціями.

Існують також облігації конвертовані та неконвертовані. Конвертовані облігації можна обміняти на прості акції тієї ж корпорації, коли це буде вигідно. Враховуючи цю пільгу, процент на конвертовані облігації устанавлюється нижчим, ніж на неконвертовані. Власники неконвертованих облігацій, з одного боку, одержують стале джерело доходу у вигляді процента, а з іншого боку, мають можливість (яку дають акції) примножити капітал.

В Україні облігації підприємств можуть бути випущені лише після реєстрації цього випуску в Національній комісії цінних паперів та фондового ринку. Якщо облігації пропонуються для відкритого продажу, емітент зобов'язаний подати до НКЦПФР для реєстрації також інформацію про випуск таких облігацій. Облігації можуть, випускатися підприємствами усіх передбачених законодавством України форм власності: об'єднаннями підприємств, акціонерними та іншими товариствами.

Облігації можуть випускатися іменними і на пред'явника, процентними і безпроцентними, що вільно

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

обертаються або з обмеженим колом обігу⁵⁴.

В Україні спостерігається підвищена первинна фрагментарність фінансового ринку. Така ситуація характерна й для ринку корпоративних облігацій. Так, біржовий обіг корпоративних облігацій в період кризи становив менше 10% від загального обсягу обігу облігацій, а переважна більшість операцій здійснювалася на неорганізованому ринку. Переважна більшість різновидів облігацій вільно обертаються на ринку позичкового капіталу та мають три різновиди цін: номінальну, викупну і курсову) ціну.

Номінальна ціна вказана на лицьовому боці облігації і є основою для подальших розрахунків, а також базою нарахування процентів. Згідно з чинним законодавством номінальна ціна облігації мінімально має становити 50 грн., а всі вищі номінали повинні бути кратними мінімуму.

Викупна ціна означає ціну, за якою емітент викупує облігацію після збігу терміну позики. Вона може співпадати з номіналом, у процентних облігаціях є вищою номіналу, а в дисконтних – наближатися до нього.

Курсова ціна складається на ринку цінних паперів під впливом умов позики та прибутковості облігації і ринкової кон'юнктури на кожний даний момент. Значення ринкової ціни виражається у відсотках до номіналу і може виражатися, приміром, так: 77,90. Це означає що ринкова ціна облігації складає 77,90% від номіналу. Проаналізуємо переваги і недоліки акцій та облігацій (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Переваги та недоліки використання акцій та облігацій

Цінний папір	Переваги	Недоліки
1	2	3
Акції	- кошти залучаються на термін діяльності компанії, що усуває необхідність їхнього повернення;	- важлива максимальна відкритість та прозорість компанії;

⁵⁴ Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу: від 27.12.2013 року № 2998 // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Рішення. Із змінами і доповненнями.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 2.2

1	2	3
	<ul style="list-style-type: none"> - залучаються значні суми фінансування; - сума дивідендів по акціях може встановлюватися з врахуванням фінансового стану еміента; - покращують бізнес-імідж компаній, що збільшує можливості для подальшого розвитку. 	<ul style="list-style-type: none"> - можливість блокування емісії власниками контрольного пакету акцій; - небажання компанії знижувати показник «прибуток на акцію»; - в Україні випуском акцій неможливо залучити великі суми коштів.
Облігації	<ul style="list-style-type: none"> - не потребують забезпечення; - залучаються значні суми фінансування; - тривалий термін фінансування; - при великих обсягах емісії витрати менші, ніж за отримання кредиту; - гарантування стабільних умов довготермінового фінансування; - можливість гнучкого податкового та фінансового планування; - рішення про емісію облігацій не належить до загальних зборів акціонерів, а може прийматися радою директорів. 	<ul style="list-style-type: none"> - на невеликих сумах витрати більші ніж за кредитами; - важлива максимальна відкритість та прозорість; - емісія корпоративних облігацій можлива тільки після повної виплати статутного капіталу; - обсяг залучених коштів обмежений трикратного розміру власного капіталу або розміром забезпечення, яке надається компанії третіми особами.

Фінансові інструменти, що знаходяться в обігу на ринку корпоративних цінних паперів характеризуються рядом **ознак**, а саме: дохідністю, номінальною і курсовою вартістю, ризиками придбання/інвестування, ліквідністю, капіталізацією, галузевою приналежністю тощо. Проаналізуємо основні з них:

1) *дохідність* – один з ключових показників, за яким оцінюють вигідність та доцільність інвестування коштів. Зазвичай, використовують спарені параметри ризиковість-дохідність. Адже чим вищі ризики за фінансовими інструментами, тим вища дохідність, і навпаки, чим надійніші інвестиції – тим нижчий прибуток за ними. Залежність між дохідністю фінансових інструментів від ризиків за ними розглядають за допомогою моделі оцінювання дохідності фінансових активів САРМ (Capital Asset Pricing Model). Згідно даної моделі ціна окремих активів залежить від 28 конкретного капіталовкладення та рівня зв'язаного з ним систематичного

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

ризик;

2) *ризик* властиві усім фінансовим інструментам, однак рівень та характеристики цих ризиків різні. Існують різні види ризиків: систематичні, специфічні, відсоткові, ліквідності, фінансові, проектні, інвестиційні, підприємницькі, валютні, портфельні тощо. З позиції інвесторів уникати чи мінімізувати дію ризиків дає змогу диверсифікація інвестиційного портфелю. Однак диверсифікація не може гарантувати безпеку в разі дії систематичних ризиків, які чинять вплив на весь портфель, наприклад, зниження темпів економічного зростання на макрорівні. Якщо порівнювати акції та облігації, то останні вважаються менш ризикованим фінансовим інструментом, тому що в силу свого боргового характеру вони більшою мірою забезпечують захист інтересів інвесторів. Це проявляється у великих гарантіях для інвесторів з боку емітента, як у здійсненні поточних купонних платежів, так і повернення суми інвестованого капіталу. Акції ж є фінансовим інструментом з вищим рівнем ризикованості. Дійсно, поточні платежі по акціях у вигляді дивідендів не гарантовані, а з точки зору захисту капіталу акціонери, як власники компанії, знаходяться в гірших умовах, аніж власники облігацій, так як у разі банкрутства компанії спочатку будуть задоволені вимоги кредиторів, до яких належать і власники облігацій;

3) *вартість фінансового інструмента (номінальна чи курсова)*. Номінальна вартість визначається під час емісії цінних паперів, має суто інформаційний характер та не впливає на формування ціну при подальшому обізі фінансового інструменту. Курсова ж, або ринкова, співвідношенням попиту та пропозиції на цінні папери. Курсова вартість залежить від багатьох чинників: в разі випуску боргових цінних паперів – розміром облікової ставки, рейтингом емітента, тривалістю залучення тощо. У випадку ж емісії пайових цінних паперів – фінансовим станом емітента, очікуваннями інвесторів, ринковою кон'юнктурою тощо.

4) *ліквідність фінансового інструменту* – «...спроможність окремих об'єктів інвестування бути реалізованими протягом короткого часу без втрати їхньої реальної вартості у разі зміни раніше прийнятих інвестиційних

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

рішень...». В умовах розвинутого ринку корпоративних цінних паперів купівля акцій компанії, яка публічно котирується на фондовій біржі, є високоліквідним капіталовкладенням. Акції ж приватних (закритих) акціонерних товариств – менш ліквідна інвестиція, оскільки їхній продаж може зайняти більше часу, а пошук покупця може бути пов'язаний з певними витратами.

Підсумовуючи зазначимо, що висока ліквідність фінансових інструментів підвищує їхню вартість та інвестиційну привабливість. Комплексна оцінка даних характеристик, дасть змогу для економічних суб'єктів та інвесторів обґрунтувати перспективи та компаративну доцільність вибору джерел фінансування/інвестування. До прикладу, фінансові інструменти, які характеризуються наявністю більших ризиків водночас мають вищу дохідність, а менш ліквідні фінансові інструменти – нижчу дохідність. Оцінювання даних характеристик фінансових інструментів з врахуванням змін кон'юнктури на фінансових ринках передую вибору типу фінансування компанією: боргове чи пайове/акціонерне.

2.3. Операції з корпоративними цінними паперами на фондовому ринку

Розглянемо операції, які здійснюються на фондовому ринку корпорації з власними цінними паперами (рис. 2.3).

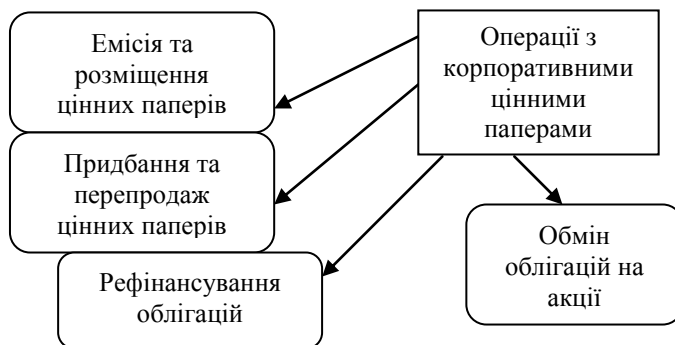


Рис. 2.3. Операції з корпоративними цінними паперами

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Отже, основні операції з корпоративними цінними паперами – це:

- емісія (первинна і додаткова) і розміщення цінних паперів на первинному ринку;
- придбання і перепродаж власних цінних паперів на вторинному ринку;
- обмін облігацій на акції;
- рефінансування облігацій.

Емісія (первинна та додаткова) і розміщення цінних паперів – основна операція, що забезпечує корпорацію джерелами фінансування. Цю емісію називають виробничою, оскільки вона створює умови для інвестиційної та виробничої діяльності емітентів.

Виробничу емісію акцій здійснюють у таких випадках:

- 1) у разі заснування нового АТ;
- 2) збільшення статутного фонду АТ;
- 3) перетворення закритого АТ на відкрите.

Емісію боргових цінних паперів (корпоративних облігацій) здійснюють після прийняття рішення про залучення додаткового капіталу шляхом облігаційної позики. Зазвичай публічна (відкрита) емісія цінних паперів потребує реєстрації інформації про емісію. Для цього необхідно підготувати певні документи.

Зазвичай публічна (відкрита) емісія цінних паперів потребує реєстрації інформації про емісію. Для цього необхідно підготувати певні документи. Наприклад, у США потрібно скласти так званий реєстраційний документ для подання до Комісії з цінних паперів і бірж (SEC). Це великий за обсягом документ, який містить інформацію про історію фірми, особливості діяльності, плани на майбутнє і попередній проспект емісії. Комісія вивчає цей документ і в разі потреби надсилає компанії Меморандум про недоліки. Виправлений варіант документа комісія реєструє. До речі, деякі публічні емісії у США не потребують складання реєстраційного документа, зокрема на суму менш як 1,5 млн дол.

В Україні діє порядок реєстрації випуску (випусків)

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

акцій при заснуванні акціонерних товариств⁵⁵, порядок реєстрації випуску акцій при зміні розміру статутного капіталу акціонерного товариств⁵⁶, порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу⁵⁷, затверджені рішеннями НКЦПФР.

Відповідальною процедурою є первинне розміщення випуску акцій і облігацій, адже від цього залежить поповнення фінансових ресурсів корпорації (а в разі першої емісії акцій – заснування ПАТ).

Можливі два способи публічного розміщення акцій і облігацій: безпосередній продаж інвесторам за допомогою андеррайтерів або підписки. Законом України «Про акціонерні товариства» в Україні передбачене розміщення акцій шляхом закритого (приватного) розміщення при заснуванні як приватного, так і публічного акціонерного товариства. У 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. Кожний засновник акціонерного товариства повинен оплатити повну вартість придбаних акцій до дати затвердження результатів розміщення першого випуску акцій. У разі неоплати (неповної оплати) вартості придбаних акцій до дати затвердження результатів розміщення першого випуску акцій акціонерне товариство вважається не заснованим. До оплати 50 відсотків статутного капіталу товариство не має права здійснювати операції, не пов'язані з його заснуванням.

Підписка на додатково випущені акції здійснюється у такому ж порядку, як і на акції, випущені вперше. Акціонери

⁵⁵ Порядок реєстрації випуску (випусків) акцій при заснуванні акціонерних товариств від 27.05.2014 року № 692 / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Рішення. Із змінами і доповненнями.

⁵⁶ Про затвердження Порядку реєстрації випуску акцій при зміні розміру статутного капіталу акціонерного товариства та Змін до Порядку скасування реєстрації випусків акцій та анулювання свідоцтва про реєстрацію випусків акцій: від 31.07.2012 року № 1073 / НКЦПФР, Рішення. Із змінами і доповненнями.

⁵⁷ Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу: від 27.12.2013 року № 2998 // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Рішення. Із змінами і доповненнями.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

користуються переважним правом на придбання додатково випущених акцій.

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

Якщо планується випустити великий обсяг цінних паперів, то кілька інвестиційних банків утворюють синдикат для того, щоб спільно здійснювати андеррайтинг з метою диверсифікації ризику при реалізації цінних паперів.

Всесвітньо відомими інвестиційними банківськими фірмами США є «Merrill Lynch», «Morgan Stanley», «Salomon Brothers», «First Boston Corporation» та «Goldman Sachs». За обсягом розміщених акцій і облігацій перше місце посідає фірма «Merrill Lynch». Наприклад, тільки протягом 1991 р. ця фірма керувала розміщенням 561 емісії на загальну суму понад 100 млрд дол.⁵⁸

Існують дві основні форми андеррайтингу – фірмове зобов'язання і розміщення за принципом найкращих умов на ринку. Андеррайтинг за принципом фірмового зобов'язання передбачає, що андеррайтер викуповує в емітента весь обсяг емісії за договірною ціною, а потім продає цінні папери за ринковою ціною; спред (різниця між ринковою та договірною цінами), що виникає при цьому, є платою за послуги андеррайтера.

Розміщення за принципом найкращих умов на ринку передбачає, що андеррайтер діє як агент емітента і отримує комісійну винагороду за фактичне розміщення цінних паперів. Згідно з угодою андеррайтер зобов'язується всебічно сприяти

⁵⁸ Євтушевський В.А. Основи корпоративного управління: навч. посібник / В.А. Євтушевський. – К.: Знання-Прес, 2002. – 317 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

продажу цінних паперів за обумовлену ціну, але він не гарантує, що емітент отримає певну суму грошей. Якщо андеррайтер не має змоги розмістити всю емісію за ціною пропозиції, то залишок цінних паперів вилучається з продажу, переоцінюється, може бути запропонований інвесторам пізніше або повернутий емітенту. Таку форму розміщення андеррайтингу використовують переважно для порівняно невеликих емісій.

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

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

Наведемо основні витрати, пов'язані з продажем акцій:

- спред – прямі витрати емітента, тобто різниця між ціною, яку отримує за акції емітент, і ціною, за якою андеррайтери продають акції;
- інші прямі витрати емітента (не пов'язані з компенсацією за послуги андеррайтерів);
- витрати на реєстрацію, оплату праці юристів, аудиторів; податкові платежі; витрати на публікацію інформації про емісію;
- непрямі витрати керівництва компанії на організацію нової емісії;
- заниження цін розміщення – у разі первинного публічного розміщення цінні папери компанії продаються за заниженою порівняно з реальною вартістю ціною. Зарубіжний досвід свідчить, що витрати з розміщення цінних паперів у процентному вираженні до обсягу емісії суттєво знижуються при зростанні останнього. Наприклад, при відносно невеликих емісіях (до 10 млн дол.) прямі витрати дещо перевищують 10%

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

коштів, отриманих від реалізації акцій, тобто на 10 млн дол. емісії прями витрати компанії становитимуть 1 млн. дол. При обсягах емісії 10–20 млн дол. прями витрати знижуються до 7%, при 50–100 млн дол. вони становлять 4%.

Сумарні витрати на публічні емісії найвищі, якщо компанія використовує андерайтинг за принципом найкращих умов на ринку; нижчими є сумарні витрати при застосуванні андерайтингу за принципом фірмового зобов'язання. Найнижчі сумарні витрати спостерігаються при розміщенні за підпискою.

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

У рейтингах цінні папери компанії поділяються на класи якості залежно від ризику несплати – від найвищої до найнижчої. При цьому можуть враховуватися різні показники – платоспроможність, обсяг і структура боргу, стабільність грошових потоків, рентабельність активів компанії-емітента та ін. Постійної формули для розрахунку рейтингів не існує. Рейтинг облігацій є показником ризику невиконання боргового зобов'язання, тому він впливає на процентну ставку облігації і вартість боргового капіталу фірми. Більшість інституційних інвесторів (банки, пенсійні та інвестиційні фонди) купують облігації тільки з певними інвестиційними якістьми; у США їм заборонено законом купувати облігації з низьким рейтингом, тобто так звані спекулятивні, або макулатурні. Рейтинги облігацій базуються на аналізі великої кількості якісних і кількісних показників (стабільність збуту і прибутків емітента; ступінь забезпечення облігації заставою; наявність амортизаційного фонду для забезпечення систематичної виплати відсотків; застосування будь-яких антимонопольних дій проти емітента; відсоток збуту і прибуток, який компанія одержує від операцій за кордоном; політичний клімат у країнах здійснення операцій та ін.).

Рейтингові агентства проставляють на облігаціях певні позначки, що показують, до якої категорії вони належать. За позначеннями агентства «Standart and Poor's» найнадійнішими є

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

облігації з позначками «AAA» та «AA», а потім «A» і «BBB». Облігаціями нижчих категорій є «BB», «B», низької якості – «CCC», «CC», спекулятивними (макулатурними) – «DDD», «D». Якщо рейтинг облігацій компанії впаде нижче категорії «BBB», їй буде важко розповсюджувати нові облігації.

Рейтинг облігацій є показником ризику невиконання боргового зобов'язання, тому він впливає на процентну ставку облігації і вартість боргового капіталу фірми. Рейтинги облігацій базуються на аналізі великої кількості якісних і кількісних показників (стабільність збуту і прибутків емітента; ступінь забезпечення облігації заставою; наявність амортизаційного фонду для забезпечення систематичної виплати відсотків тощо).

Наступна операція з корпоративними цінними паперами – придбання АТ власних акцій. Акціонерне товариство може викупити власні акції для їх наступного перепродажу, розповсюдження серед своїх працівників або анулювання. За вітчизняним законодавством ця операція може здійснюватися тільки за рахунок сум, що перевищують статутний фонд; викуплені акції мають бути реалізовані або анульовані протягом року. Розподіл прибутку, а також голосування і визначення кворуму на загальних зборах акціонерів здійснюють без урахування придбаних АТ власних акцій. З'ясуємо основні причини здійснення компаніями операцій з викупу власних акцій.

Основні причини здійснення компаніями операцій з викупу власних акцій:

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

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

2) наявність потужного грошового потоку у поточному році. З метою підтримання виваженої дивідендної політики та уникання ризику зниження дивідендів у наступний період менеджери розподілять кошти у вигляді викуплених акцій;

3) у період зниження цін на свої акції компанія шляхом викупу великих пакетів акцій намагається підвищити їх курс. У багатьох випадках запровадження програм викупу власних акцій справді сприяє встановленню довіри інвесторів, і ціна на акції підвищується, але існує небезпека, що вона знову знизиться після припинення АТ операцій викупу. Як зазначалося, компанії необхідно мати власні акції в портфелі на той час, коли власники опціонів і варантів, випущених на її акції та облігації, зможуть скористатися наданими правами. Отже, реалізація опціонів і варантів так само призводить до необхідності здійснення операцій з викупу власних акцій.

Час від часу компанії можуть здійснювати такі операції, як подрібнення та консолідацію акцій. **Подрібнення акцій** – це збільшення кількості акцій в обігу шляхом заміни однієї акції на кілька, наприклад подрібнення 3:1 означає, що колена акція замінена на три. Якщо акція має номінальну вартість, то подрібнення супроводжується відповідним зниженням їх номінальної вартості. У розглянутому прикладі вона зменшиться втричі. Зазвичай подрібнення акцій не впливає на загальний прибуток компанії і не збільшує її фінансові ресурси, а прибуток, що припадає на кожну акцію в обігу, зменшується. Процедуру подрібнення акцій компанії застосовують дуже часто.

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

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

Рефінансування облігацій – це достроковий викуп випущених облігацій із заміною їх на облігації нового випуску з нижчою процентною ставкою. Ця операція може бути вигідною

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

при зниженні ринкових процентних ставок. За право дострокового викупу компанія має платити; пов'язані з можливістю викупу додаткові витрати складаються зі сплати за під нищені купони як компенсації покупцям облігацій за право викупу, а також виплати премії в разі реалізації цього права⁵⁹.

Є досить широке коло операцій з цінними паперами, які можуть проводити корпорації, проте наразі в Україні вони не є досить поширеними, так як у високорозвинених країнах, що зумовлено недостатнім розвитком ринку корпоративних цінних паперів та фондового ринку загалом.

2.4. Показники, що визначають положення корпорації на фінансовому ринку

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

Під час аналізу фінансової звітності існує вірогідність стикнутися з величезною кількістю розрахункових показників. Тому, як свідчить світовий досвід фінансового управління компаніями, слід використовувати невелику кількість основних коефіцієнтів.

⁵⁹ Грідчина М.В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): навч. посіб. – 2-ге вид., стереотип / М.В. Грідчина. – К.: МАУП, 2002. – 232 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

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

$$ROE = ЧП/ВР * ВР/А * А/ВК, \quad (2.6)$$

де $ЧП$ – чистий прибуток;
 $ВР$ – виручка від реалізації продукції;
 $А$ – активи;
 $ВК$ – власний капітал.

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

Першим показником є співвідношення ринкової ціни та прибутку на 1 акцію, який був розглянутий вище. Так званий коефіцієнт «Ціна/Прибуток»

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

$$ДДа = Да/Ка, \quad (2.7)$$

де $ДДа$ – дивідендна дохідність акції
 $Да$ – дивіденд на одну акцію;
 $Ка$ – курс акції.

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

На погляд Грідчіної М.В. для аналізу українських ПАТ варто застосовувати коефіцієнт “q Tobina”.

$$K_{qTobina} = PBA/OBB, \quad (2.8)$$

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

де PBA – ринкова вартість активів;

OBV – оціночна відтворювальна вартість.

Оскільки акції багатьох ВАТ недооцінені, а рівень інфляції в Україні ще високий, слід очікувати, що ВАТ, у яких $q < 1$, буде багато. Найбільш привабливим з них може загрозувати також перекупівля задешево, злиття, поглинання з боку потужніших компаній, у тому числі транснаціональних.

$$K\delta v = D/Pba, \quad (2.9)$$

де $K\delta v$ – коефіцієнт дивідендних виплат;

D – дивіденди;

Pba – прибуток на акцію.

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

$$ЧРПб = 1 - K\delta v, \quad (2.10)$$

де $ЧРПб$ – частка реінвестованого прибутку.

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

Основним показником ліквідності акцій є спред – відносна різниця між котируваннями на продаж і купівлю у відсотках від ціни купівлі. Акції з найменшим спредом найліквідніші. Показниками ліквідності акцій є також дохідність інвестицій в акції (приріст курсової вартості за період у відсотках) і рівень ринкової капіталізації (добуток курсу акцій

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

компанії та загальної кількості простих акцій). Рівень ринкової капіталізації характеризує активність емітента з просування своїх акцій на вторинному ринку, а також масштаби ринку корпоративних цінних паперів.

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

Розглянемо які етапи ринку корпоративних цінних паперів характерні для України.

2.5. Формування та розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні

Становлення фондового ринку в Україні відбувалося в умовах недостатнього досвіду та супроводжувалось періодичною зміною його моделі, на сучасному етапі розвитку він має елементи як європейської, так і американської моделей фондового ринку. Важливим кроком для розвитку фондового ринку України на сьогоднішньому етапі є інтеграція з Європейським Союзом, що дозволить спростити процедуру розміщення вітчизняних цінних паперів за кордоном, а також сприятиме зменшенню надмірного податкового навантаження на суб'єкти господарювання в Україні.

Сучасний стан світового господарства зумовлює суттєве розширення ролі фінансових ринків в економічних процесах. У високорозвинених державах невід'ємним елементом фінансових ринків є ринок корпоративних цінних паперів – необхідний механізм для вирішення багатьох фінансових, інвестиційних та соціальних проблем. Адже ефективний економічний розвиток

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

передбачає залучення вільних грошових коштів фізичних та юридичних осіб, їх вільне перетікання у різні сфери економічної системи.

Проблема пошуку джерел інвестування для вітчизняних підприємств особливо загострилася на етапі ринкових перетворень. Так, за перші п'ять років незалежності України інвестиції в основний капітал знизились у п'ять разів – до 21,9% від рівня 1990 р. Згодом почалось поступове підвищення даного показника, який в 2005 р. становив 56,8% від рівня 1990 р., а в 2007 р. досягнув свого піку – 87,7% від рівня 1990 р. З початком фінансово-економічної кризи інвестиції в основний капітал показували негативну динаміку, знизившись в 2010 р. до 49,7% від рівня 1990 р.

Як свідчить історія, обіг корпоративних цінних паперів став результатом довготривалого еволюційного розвитку економіки і зростання потреб підприємств, що ефективно працюють, у додаткових фінансових ресурсах, які почали залучатися через фондовий ринок. В Україні ж корпоративні цінні папери з'явилися не з об'єктивних причин, а були штучно ініційовані програмою приватизації та корпоратизації державних підприємств. Іншими словами, більшість первинних емісій акцій не сприяла залученню реальних коштів в економіку, а лише обслуговувала процес приватизації і надходження в бюджет доходів від продажу належних державі часток у корпоративованих підприємствах.

Науковці по-різному підходять до періодизації розвитку ринку цінних паперів України, однак в загальному виділяють чотири основні періоди розвитку ринку корпоративних цінних паперів.

Перший етап – приватизаційний (1989-2002 рр.)
Більшість фахівців виділяють п'ять основних етапів проведення приватизації в Україні:

- 1) підготовчий етап (кінець 1989-х рр.-1991 р.);
- 2) спонтанна приватизація (1992-1994 рр.) – приватизація підприємств через їх оренду з правом наступного викупу або викуп трудовим колективом чи керівництвом;
- 3) масова сертифікатна приватизація (1995-1998 рр.) – з використанням приватизаційних паперів, де передбачалась

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

частка всього населення у придбанні акцій великих і середніх підприємств та малих об'єктів;

4) індивідуальна грошова приватизація (1999-2002 рр.) – через індивідуальні процедури залучення стратегічних інвесторів (національних та іноземних);

5) завершальний етап (з 2003 р.-по сьогодні) – зниження темпів приватизації та роздержавлення великих підприємств, часто стратегічного значення.

Наступним періодом розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні виділяють період активізації ринку (2002-2007 рр). Так, динамічне зростання ринку корпоративних цінних паперів впродовж 2002-2007 рр. збігається з загальними тенденціями на вітчизняному ринку цінних паперів: спостерігається зростання довіри до ринку, збільшується кількість фінансових посередників, підвищується значення ринку як інвестиційного середовища для акумуляції та розміщення фінансових ресурсів, створюються необхідні умови для його функціонування.

З 2004 р. відбувається поступове зростання обсягів емісії корпоративних облігацій. Якщо в 2004 р. обсяг випусків становив 4,11 млрд. грн, то в 2007 р. цей показник збільшився в 10 разів до 44,48 млрд. грн. Частка корпоративних облігацій в ВВП України зростає з 1,19% в 2004 р. до 6,17% в 2007 р. [50].

Становлення масового ринку корпоративних облігацій можна пояснити такими передумовами:

1) альтернативність – значне зростання обсягів кредитування та, як результат, уведення регулятором обмежень щодо обсягів кредитування на одного позичальника призвело до того, що як фінансові установи, так і не фінансові корпорації, розпочали пошуки нових фінансових інструментів для вкладення/залучення капіталу, одним з яких стали саме корпоративні облігації;

2) економічна ефективність – порівняно з банківськими кредитами корпоративні облігації стали дешевшим та ефективнішим інструментом залучення фінансових ресурсів, особливо в разі пошуку значних обсягів фінансування;

3) зростання рівня довіри – стабілізація економічної системи і підвищення фінансової грамотності населення та

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

емітентів посприяло зростанню довіри до національного ринку корпоративних цінних паперів й надало поштовх для використання корпоративних облігацій суб'єктами господарювання.

Впродовж періоду активізації спостерігаємо позитивні тенденції і на ринку акцій, який залишається найбільшим сегментом всього вітчизняного ринку цінних паперів. Поступове зростання обсягу емісії акцій супроводжувалась збільшенням кількості компаній, що котируються на внутрішніх біржах. Так, обсяг емісії акцій зріс з 28,34 млрд. грн в 2004 р. до 50,00 млрд. грн в 2007 р.

Можна виділити і певні недоліки даного періоду, а саме: занижена капіталізація вітчизняних компаній, відсутність інтересу до ринку цінних паперів з боку населення, порівняно мала кількість ліквідних акцій, висока плінність лістингових компаній. Низький коефіцієнт капіталізації зумовлено низькою питомою вагою корпорацій, акції яких торгуються на організованому ринку.

Кризовий період вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів розпочався з настанням глобальної світової кризи 2008 р. та тривав до 2010 р. Різка девальвація національної валюти, збільшення неплатежів у банківському секторі, банкрутство комерційних банків, зниження обсягів виробництва на фоні аналогічних світових тенденцій зумовило проблеми на ринку корпоративних цінних паперів. Так, індекс ПФТС в 2008 році «обвалився» на 74,33%, що стало одним з найбільших падінь серед світових фондових індексів.

Така нестабільність на ринку свідчить високу чутливість до зовнішніх впливів: внутрішні інвестори не маючи достатнього досвіду роботи з ринком в випадку найменших ознак нестабільності намагалися забрати свої заощадження з фондів, що й призвело до стрімкого падіння індексу. Ще однією причиною різкого падіння можна вважати надмірну «роздутість» в багатьох секторах економіки після рекордного зростання більшості макроекономічних індикаторів в 2007 році.

Посткризовий період, що розпочався в 2011 р. та триває по сьогодні характеризується певною невизначеністю державної регуляторної політики ринку цінних паперів. Впродовж 2010-

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

2013 рр. спостерігаємо зростання капіталізації лістингових компаній до ВПП – коефіцієнта капіталізації ринку. Саме даний показник більшість науковців вважають визначальним в відображенні ринку загалом, оскільки він оцінює сукупну ефективність ринку, його конкурентоспроможність щодо зовнішніх ринків.

Проаналізувавши загальні обсяги емісії корпоративних цінних паперів та розміру ВВП, можна дійти висновку, що на початкових етапах тенденції розвитку ринку корпоративних цінних паперів визначала перш за все макроекономічна ситуація в державі. Так, динамічне зростання національної економіки впродовж 2004-2007 рр. стимулювало таке ж стрімке зростання активності на ринку корпоративних цінних паперів, а глобальна економічна криза вплинула як на загальний стан економічної системи, так і на ринок корпоративних цінних паперів, який в 2008-2009 рр. показував негативну динаміку. З початком глобальної фінансової кризи взаємозв'язки між ринком та розвитком економіки стали менш помітними. Так, номінальний ВВП у 2010 р. зріс на 4,2%, тоді як зростання індексу ПФТС становило 70%, індексу УБ – 67,9%. Проте найбільшого спаду ринок зазнав в 2010 році у зв'язку зі зниженням випусків акцій корпораціями з 101,07 млрд. грн. в 2009 р. до 40,59 млрд. грн. в 2010 р. Частка емісії корпоративних цінних паперів в ВВП в 2010 році впала до 4,63% (12,7% в 2009 р.). В 2013 р. показник виріс до 7,10%. Така негативна динаміка пояснюється як внутрішніми інституційними так і зовнішніми чинниками.

На сучасному етапі розвитку фондовий ринок характеризується сукупністю проблем, до яких віднесемо наступні:

1) надмірна кількість фондових бірж (окремі біржі здійснюють операції нерегулярно і в незначних обсягах);

2) низький рівень капіталізації, ліквідності та волатильності ринку (незначний показник free-float акцій українських компаній);

3) висока фрагментарність біржової та депозитарної структури, відсутність досконалого механізму взаємодії бірж з депозитарною системою та єдиних стандартів проведення розрахунків і клірингу;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

4) фондовий ринок не приносить прибутку торговцям, що нівелює їх зацікавленість, знижує ліквідність ринку;

5) обмежена кількість ліквідних та інвестиційно привабливих фінансових інструментів, відсутність ліквідних цінних паперів публічних акціонерних компаній; низький ступінь використання похідних цінних паперів;

6) недостовірність інформації щодо загального обсягу торгів на біржовому ринку (зокрема, стосовно позалістингових цінних паперів), що не сприяє прозорості й відкритості ринку, а отже, й знижує довіру до вітчизняних цінних паперів;

7) незадовільний рівень інформованості населення про діяльність фондового ринку, що призводить

8) до незначної активності фізичних осіб на фондовій біржі, тобто психологічне неприйняття та недооцінка потенціалу фондового ринку;

9) закритість компаній, чії акції проходять лістинг на біржі та в першу чергу тих, хто входить до індексу українських акцій; недостатнє законодавче регулювання ціноутворення;

10) низький рівень гарантії повернення інвестицій для іноземних інвесторів через недосконалість валютного регулювання, як наслідок іноземні інвестори, навіть одноосібні, покидають вітчизняний ринок;

11) масштабний дефіцит внутрішніх грошових ресурсів для інвестицій. Ці проблеми заважають подальшому розвитку фондового ринку України, стримують розвиток економіки, приплив інвестицій, а також істотно обмежують можливості професійних учасників.

Незважаючи на те, що вітчизняний ринок корпоративних цінних паперів існує відносно недавно порівняно з економіками розвинених країн, поступово зростає його роль в інвестиційних процесах. Для подальшого розвитку ринку корпоративних цінних паперів необхідно:

1) розвивати тенденції макроекономічної стабілізації, основними показниками якої є рівень інфляції, банківські процентні ставки, валютні курси;

2) підвищувати реальні доходи населення, оскільки фінансові ринки спираються на заощадження приватних осіб;

3) зміцнювати довіру суспільства до цінних паперів та

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

інституціональних фінансових посередників.

Прямо чи опосередковано на розвиток ринку корпоративних цінних паперів має вплив держава. Розглянемо досвід зарубіжного та вітчизняного державного регулювання випуску та обігу корпоративних паперів.

2.6. Державне регулювання випуску та обігу корпоративних паперів в Україні та в зарубіжних країнах

Одним з найважливіших елементів зовнішнього середовища корпоративного управління є державне регулювання корпоративного сектора. У цілому державне регулювання як один з напрямків корпоративного управління виходить за межі безпосереднього управління державними підприємствами та господарськими товариствами корпоративного виду. Створюючи цілісну організаційно-правову базу функціонування економіки, держава так чи інакше регулює різні сторони діяльності корпоративних підприємств. Але оскільки цей підхід дуже широкий, тому ми зупинимося на деяких аспектах діяльності держави, які безпосередньо відносяться до регулювання діяльності корпоративних господарських товариств.

Основними формами державного регулювання корпоративних відносин є:

- прийняття законодавчих нормативних актів з питань:
- функціонування ринку цінних паперів, діяльності учасників цього ринку, їхніх прав і обов'язків;
- регулювання та реєстрація випуску й обігу цінних паперів;
- контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрацій випусків цінних паперів і їхнім розміщенням;
- розробка норм і контроль за дотриманням антимонопольного законодавства України;
- встановлення правил і стандартів здійснення операцій щодо переходів прав власності на цінні папери, контроль за їхнім виконанням.

До функцій державного регулювання можна

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

віднести:

- створення системи захисту прав власності інвесторів, контроль за дотриманням цих норм з боку емітентів і професійних учасників ринку;
- контроль за наданням достовірної інформації, яку дають емітенти та інші професійні учасники ринку;
- видачу ліцензій на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку.

У цілому управління державним корпоративним сектором в Україні можна розділити на три напрямки:

- створення загальної нормативно-правової бази функціонування економіки;
- пряме управління державними підприємствами;
- управління певною державною частиною в статутному капіталі господарських товариств.

Перший напрямок полягає в розробці законів і підзаконних актів економічної спрямованості, оскільки всі підприємства здійснюють діяльність у цьому нормативно-економічному полі.

Другий напрямок застосовується у випадках, коли держава є єдиним власником акціонерного товариства і керує його діяльністю через менеджмент підприємства.

Третій напрямок державного управління впливає на діяльність товариства згідно з наявним в державі певного пакета корпоративних цінних паперів.

До об'єктів, які підпадають під пряме управління державою, відносять:

- майно державних підприємств, установ і організацій, закріплене за ними на праві повного господарського володіння або оперативного управління;
- акції (паї), які належать державі в майні господарських товариств;
- майно підприємств, які перебувають у процесі приватизації;
- майно, передане в користування органам самоврядування;
- майно, що не ввійшло в статутні капітали

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

господарських товариств, створених у процесі приватизації (корпоратизації) майна державних підприємств⁶⁰.

В Україні регулювання діяльності корпоративного сектору здійснюється органами загальної та спеціальної компетенції та відповідними їх нормативними актами.

Органи загальної компетенції – законодавчі органи, які видають нормативні акти, що мають чинність закону і регламентують загальні основи функціонування корпоративного сектора.

До них відносяться:

- 1) Цивільний кодекс України;
- 2) Господарський кодекс України;
- 3) Податковий кодекс;
- 4) Закон «Про господарські товариства»;
- 5) Закон «Про акціонерні товариства»;
- 6) Закон «Про цінні папери та фондовий ринок»;
- 7) Закон «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»;
- 8) Закон «Про інститути спільного інвестування»;
- 9) Закон «Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» та інші.

Цими нормативними актами регулюється та контролюється господарська діяльність юридичних осіб, визначається порядок ведення звітності (бухгалтерської, статистичної, податкової) за результатами їхньої діяльності.

Органи спеціальної компетенції призначені для забезпечення регулювання та контролю діяльності корпоративних підприємств з урахуванням специфіки цього сектора. До органів спеціальної компетенції відносяться:

- Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
- Фонд державного майна України;
- Антимонопольний комітет у рамках своїх повноважень;

⁶⁰ Ігнатєва І.А. Корпоративне управління: підручник. /Київ. нац. ун-т технологій та дизайну. / І.А. Ігнатєва. – К.: Центр учбової літератури, 2013. – 600 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

– Національна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України;

– Інші уповноважені органи⁶¹.

Розглянемо основні завдання та функції даних органів у сфері регулювання корпоративного сектору.

Згідно ЗУ «Про Фонд державного майна України» **основні повноваження Фонду** у сфері управління корпоративними правами держави наступні⁶²:

1) здійснює управління корпоративними правами держави, що перебувають у сфері його управління;

2) проводить аналіз ефективності управління корпоративними правами держави, що перебувають у сфері його управління;

3) бере участь у методологічному забезпеченні управління корпоративними правами держави;

4) забезпечує погодження договорів застави та фінансових запозичень господарських товариств, що належать до сфери його управління;

5) проводить моніторинг сплати дивідендів до Державного бюджету України господарськими товариствами, що належать до сфери його управління;

6) проводить моніторинг фінансово-економічних показників діяльності господарських товариств, які належать до сфери його управління;

7) здійснює реструктуризацію господарських товариств, у статутних капіталах яких корпоративні права держави перевищують 50 відсотків і які належать до сфери його управління;

8) погоджує мирові угоди, плани санації і переліки ліквідаційних мас та зміни і доповнення до них у справах про банкрутство господарських організацій з корпоративними правами держави понад 50 відсотків їх статутного капіталу, які перебувають у процесі приватизації;

⁶¹ Мальська М.П. Корпоративне управління: теорія та практика: підруч. / М.П. Мальська, Н.Л. Мандюк, Ю.С. Занько. – К.: Центр учбової літератури, 2012. – 360 с.

⁶² Про Фонд державного майна України: Закон від 09.12.2011 року № 4107-VI. Із змінами та доповненнями.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

9) бере участь у провадженні справ про банкрутство господарських товариств з корпоративними правами держави;

10) подає Кабінету Міністрів України пропозиції щодо доцільності відчуження закріплених у державній власності пакетів акцій акціонерних товариств, утворених у процесі приватизації (корпоратизації), або придбання державою відповідних пакетів акцій (часток, паїв) в інших власників та акцій додаткової емісії;

11) погоджує пропозиції уповноважених органів управління щодо:

12) дострокового продажу пакетів акцій (часток, паїв), закріплених у державній власності, або їх частини;

13) передачі повноважень з управління корпоративними правами держави уповноваженим органам управління та господарським структурам;

14) за погодженням з Кабінетом Міністрів України приймає рішення про утворення державних холдингових компаній у процесі приватизації;

15) утворює державні холдингові компанії;

16) виступає засновником державних холдингових компаній у процесі приватизації державних підприємств;

17) сприяє стабільному функціонуванню фондового ринку.

Основним завданням Антимонопольного комітету України є участь у формуванні та реалізації конкурентної політики в частині⁶³:

1) здійснення державного контролю за дотриманням законодавства про захист економічної конкуренції на засадах рівності суб'єктів господарювання перед законом та пріоритету прав споживачів, запобігання, виявлення і припинення порушень законодавства про захист економічної конкуренції;

2) контроль за концентрацією, узгодженими діями суб'єктів господарювання та дотриманням вимог законодавства про захист економічної конкуренції під час регулювання цін (тарифів) на товари, що виробляються (реалізуються)

⁶³ Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон від 12.07.2001 року № 2664-III. Із змінами та доповненнями.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

суб'єктами природних монополій;

3) сприяння розвитку добросовісної конкуренції;

4) методичне забезпечення застосування законодавства про захист економічної конкуренції;

5) здійснення контролю щодо створення конкурентного середовища та захисту конкуренції у сфері державних закупівель.

Нацкомфінпослуг відповідно до покладених на неї завдань⁶⁴:

1) аналізує стан і тенденції розвитку ринків фінансових послуг, розробляє пропозиції щодо формування державної політики у сфері фінансових послуг;

2) визначає вимоги до документів, що подаються для реєстрації Нацкомфінпослуг фізичними та юридичними особами;

3) встановлює плату за реєстрацію документів і видачу ліцензій відповідно до законів з питань регулювання ринків фінансових послуг;

4) здійснює контроль за достовірністю інформації, що надається учасниками ринків фінансових послуг;

5) надсилає:

– правоохоронним органам матеріали стосовно фактів, які містять ознаки правопорушень, застосування заходів впливу щодо яких не входить до компетенції Нацкомфінпослуг;

– органам Антимонопольного комітету України матеріали про факти, які містять ознаки порушень антимонопольного законодавства;

6) повідомляє Національний банк України та Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку про спостереження та висновки, необхідні для виконання покладених на них обов'язків;

7) забезпечує доступ Національного банку України та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку до власної інформаційної бази даних, що ведеться з метою регулювання ринків фінансових послуг;

⁶⁴ Про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг: від 23.11.2011 року № 1070/2011/ Президент України, Указ.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

8) надає інформацію на запити юридичних осіб та інші.

Органи спеціальної компетенції з метою регулювання тієї чи іншої сфери корпоративно діяльності видають положення, постанови, розпорядження та інші нормативно-правові акти.

Значне значення у сфері регулювання фінансового ринку в цілому та ринку корпоративних цінних паперів зокрема здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР).

2.7. НКЦПФР: завдання і функції регулювання ринку корпоративних цінних паперів

Найбільш важливим при визначенні правових засад здійснення державного регулювання ринку цінних паперів став Указ Президента України, яким 12 червня 1995 року утворено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Основні завдання Комісії визначені Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», який прийнято у 1996 році. 14 лютого 1997 року в Положення про Комісію були внесені зміни, якими Комісія оголошувалася державним органом, підпорядкованим Президентові України і підзвітним Верховній Раді України. 7 липня 2011 року орган змінив свою назву на сучасну - Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Указом Президента України від 23 листопада 2011 року затверджена чинна редакція Положення про НКЦПФР.

Сьогодні діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку спрямована на реалізацію заходів, визначених «Комплексною програмою розвитку фінансового сектору України до 2020 року». Головною метою програми є створення фінансової системи, що здатна забезпечувати сталий економічний розвиток за рахунок ефективного перерозподілу фінансових ресурсів в економіці на основі розбудови повноцінного ринкового конкурентоспроможного середовища згідно зі стандартами ЄС.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку є державним колегіальним органом, підпорядкованим

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Президенту України та підзвітним Верховній Раді України. НКЦПФР є юридичною особою, має відокремлене майно, що є державною власністю, самостійний баланс, рахунки в органах Державної казначейської служби України, печатку із зображенням Державного Герба України та своїм найменуванням.

НКЦПФР утворюється у складі Голови Комісії та шести членів Комісії, які призначаються та звільняються з посад згідно до указів Президента України. До системи органу входять: НКЦПФР, її центральний апарат та територіальні органи. Основною формою роботи Комісії є засідання, які проводяться за рішенням Голови Комісії у разі необхідності, але не рідше одного разу на місяць.

НКЦПФР розробляє і затверджує нормативні акти та акти законодавства, обов'язкові для виконання центральними та місцевими органами виконавчої влади, органами місцевого самоврядування, учасниками ринку цінних паперів, їх об'єднаннями та контролює їх виконання з питань, що належать до її компетенції.

Уповноваженими особами НКЦПФР є:

- Голова та члени Комісії;
- працівники центрального апарату - за письмовим дорученням Голови або членів Комісії;
- начальники відповідних територіальних органів Комісії;
- працівники відповідних територіальних органів Комісії – за письмовим дорученням начальника відповідного територіального органу Комісії.

Метою діяльності НКЦПФР є створення, шляхом своїх регуляторних і наглядових функцій, умов для належного та ефективного функціонування ринку цінних паперів, забезпечення грошовим капіталом потреб економіки країни шляхом створення механізму акумулювання, розподілу та перерозподілу фондів коштів від особи, яка володіє вільними інвестиційними ресурсами до особи, якій необхідні такі ресурси для розвитку, створення умов для становлення потужних внутрішніх інвесторів та забезпечення захисту прав інвесторів.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

У своїй діяльності Комісія керується Конституцією та законами України, постановами Верховної Ради, указами і розпорядженнями Президента України, актами Кабінету Міністрів України, міжнародними договорами України.

Основними завданнями НКЦПФР є:

1) формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку і функціонування ринку цінних паперів та похідних (деривативів) в Україні, сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів;

2) координація діяльності державних органів з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів та похідних (деривативів);

3) здійснення державного регулювання та контролю за емісією і обігом цінних паперів та похідних (деривативів) на території України;

4) захист прав інвесторів шляхом здійснення заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів та законодавства про акціонерні товариства, застосування санкцій за порушення законодавства у межах своїх повноважень;

5) сприяння розвитку ринку цінних паперів та похідних (деривативів);

6) узагальнення практики застосування законодавства України з питань емісії (випуску) та обігу цінних паперів в Україні, розроблення пропозицій щодо його вдосконалення;

7) здійснення державного регулювання та контролю у сфері спільного інвестування;

8) здійснення у межах компетенції державного регулювання та контролю у сфері накопичувального пенсійного забезпечення;

9) здійснення у межах компетенції державного регулювання і нагляду у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму;

10) здійснення у межах компетенції заходів щодо запобігання і протидії корупції;

11) здійснення у межах повноважень, визначених

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

законодавством, нагляду на консолідованій та субконсолідованій основі за небанківськими фінансовими групами та їх підгрупами. положення

Комісія активно співпрацює з більшістю міжнародних організацій, які діють в галузі ринку капіталів та фінансових послуг, включаючи Міжнародну організацію комісій з цінних паперів (IOSCO), Міжнародний валютний фонд, Європейський банк реконструкції та розвитку, USAID, німецьке товариство міжнародного співробітництва GIZ. Комісія отримує технічну допомогу по проєктах Європейської Комісії TAIEХ, EU-FINSTAR; а також допомогу від іноземних регуляторів Міжнародного інституту розвитку ринку цінних паперів Комісії з цінних паперів і фондових бірж США (SEC), Комісії з фінансового нагляду Польщі (KNF), Федерального управління з фінансового нагляду Німеччини (BaFin) та ін.

Запитання та завдання для самоконтролю знань студентів

1. Назвіть основних суб'єктів фінансового ринку.
2. Охарактеризуйте роль корпорацій на фінансовому ринку.
3. Дайте коротку характеристику привілейованим акціям.
4. Які фактори визначають ринкову ціну акції?
5. Дайте визначення поняттю корпоративні облигації.
6. Охарактеризуйте облигації залежно від характеру забезпечення.
7. Охарактеризуйте особливості випуску облигацій корпораціями.
8. Назвіть основні переваги та недоліки використання акцій корпораціями.
9. Назвіть основні переваги та недоліки використання облигацій корпораціями.
10. У чому полягає емісія (первинна та додаткова) і розміщення цінних паперів?
11. Охарактеризуйте процедуру первинного розміщення акцій та облигацій.
12. Дайте коротку характеристику формам

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

андерайтингу.

13. Назвіть основні причини здійснення корпораціями операцій з викупу власних акцій.

14. У чому полягає суть подрібнення та консолідації акцій?

15. Дайте коротку характеристику етапам становлення і розвитку фондового ринку в Україні.

16. Зазначте основні проблеми формування ринку корпоративних цінних паперів на сучасному етапі.

17. Охарактеризуйте етапи проведення приватизації в Україні.

18. Які органи здійснюють регулювання корпоративного сектору України?

19. Назвіть основні форми державного регулювання корпоративного сектору.

20. Охарактеризуйте основні завдання НКЦПФР.

Тестові завдання

1. Система економічних та правових відносин, пов'язаних із купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів – це ...

- а) ринок капіталів;
- б) валютний ринок;
- в) грошовий ринок;
- г) фінансовий ринок.

2. Метою утворення та функціонування фінансового ринку є ...

- а) утворення сучасної технічної бази, що обслуговує функціонування фінансового ринку;
- б) ліквідація державної монополії на використання заощаджень населення;
- в) акумулювання та ефективне розміщення заощаджень в економіці;
- г) всі відповіді правильні.

3. Передумовами створення фінансового ринку є ...

- а) утворення інфраструктури фінансового ринку за рахунок різних фінансових посередників;
- б) утворення сучасної технічної бази, що обслуговує

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- функціонування фінансового ринку;
- в) розбіжність між потребою у фінансових ресурсах економічних суб'єктів і джерелами задоволення цієї потреби;
- г) всі відповіді правильні.
4. За часовою ознакою фінансовий ринок поділяється на ...
- а) ринок капіталів та ринок цінних паперів;
- б) валютний ринок та грошовий ринок;
- в) грошовий ринок та ринок капіталів;
- г) первинний та вторинний ринок.
5. Ринок капіталів поділяється на ...
- а) валютний ринок та ринок цінних паперів;
- б) біржовий та позабіржовий ринок;
- в) кредитний ринок та ринок цінних паперів;
- г) первинний та вторинний ринок.
6. Ринок цінних паперів за стадіями торгівлі поділяється на ...
- а) валютний ринок та ринок цінних паперів;
- б) біржовий та позабіржовий ринок;
- в) кредитний ринок та ринок цінних паперів;
- г) первинний та вторинний ринок.
7. Ринок цінних паперів за місцем торгівлі поділяється на ...
- а) валютний ринок та ринок цінних паперів;
- б) біржовий та позабіржовий ринок;
- в) кредитний ринок та ринок цінних паперів;
- г) первинний та вторинний ринок.
8. Який ринок характеризується операціями перепродажу раніше випущених цінних паперів?
- а) біржовий ринок;
- б) первинний ринок;
- в) вторинний ринок;
- г) правильна відповідь відсутня.
9. Суб'єктами фінансового ринку є ...
- а) населення, держава;
- б) фінансові інститути та інститути позафінансової сфери;
- в) інститути інфраструктури;
- г) всі відповіді правильні.
10. До корпоративних цінних паперів належать ...
- а) акції та облігації;
- б) векселі та акції;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- в) деривативи;
г) всі відповіді правильні.
11. Цінний папір без встановленого терміну обігу, що засвідчує пайову участь у статутному капіталі акціонерного товариства, підтверджує членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним – це ...
- а) акція;
б) вексель;
в) облігація;
г) опціон.
12. Які акції дають власникові переважне право на одержання дивідендів, а також на пріоритетну участь у розподілі майна акціонерного товариства у разі його ліквідації?
- а) прості акції;
б) привілейовані акції;
в) правильна відповідь а і б;
г) правильна відповідь відсутня.
13. Фактична продажна ціна акцій на ринку цінних паперів – це ...
- а) номінальна ціна;
б) емісійна ціна;
в) ринкова ціна;
г) балансова ціна.
14. Вартість акції вказана на лицьовому боці акції або задекларована у статуті акціонерного товариства – це ...
- а) номінальна ціна;
б) емісійна ціна;
в) ринкова ціна;
г) балансова ціна.
15. Ціни акцій на ринку складаються під впливом таких факторів ...
- а) обсягів сплачених і очікуваних дивідендів у перспективі;
б) розмірів банківської відсоткової ставки (позикового відсотка);
в) біржової спекуляції;
г) всі відповіді правильні.
16. Виробничу емісію акцій здійснюють у таких випадках ...
- а) у разі заснування нового АТ;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- б) збільшення статутного фонду АТ;
 - в) перетворення закритого АТ на відкрите;
 - г) всі відповіді правильні.
17. Спред –це ...
- а) непрямі витрати керівництва компанії на організацію нової емісії;
 - б) прямі витрати емітента, тобто різниця між ціною, яку отримує за акції емітент, і ціною, за якою андеррайтери продають акції;
 - в) інші прямі витрати емітента (не пов'язані з компенсацією за послуги андеррайтерів);
 - г) правильна відповідь відсутня.
18. Подрібнення акцій – це ...
- а) збільшення кількості акцій в обігу шляхом заміни однієї акції на кілька;
 - б) зменшення кількості акцій в обігу шляхом заміни певної кількості акцій на одну з відповідним підвищенням номінальної вартості акції;
 - в) достроковий викуп випущених акцій;
 - г) правильна відповідь відсутня.
19. Достроковий викуп випущених облігацій із заміною їх на облігації нового випуску з нижчою процентною ставкою – це ...
- а) консолідація;
 - б) рефінансування облігацій;
 - в) подрібнення облігацій;
 - г) емісія облігацій.
20. До органів загальної компетенції в сфері регулювання ринку корпоративних цінних паперів належать...
- а) Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку та Фонд державного майна України;
 - б) Антимонопольний комітет у рамках своїх повноважень та Національна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України;
 - в) Кабінет Міністрів України та Верховна Рада;
 - г) правильна відповідь а і б.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

ТЕМА 3. ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ КОРПОРАЦІЇ

- 1. Поняття фінансового менеджменту корпорації, його методи та функції*
- 2. Фінансова стратегія і фінансова політика корпорації.*
- 3. Аналіз руху фінансових ресурсів корпорації.*
- 4. Витрати корпорації, їх склад. Виручка (дохід) корпорації.*
- 5. Цінова політика корпорації та її вплив на виручку від реалізації продукції.*
- 6. Фінансовий механізм корпорації і його забезпечення.*
- 7. Аналіз фінансової звітності корпорації. Консолідована фінансова звітність.*
- 8. Антикризове фінансове управління корпорацією.*
- 9. Фінансове планування корпорації: значення, види, методи.*

Ключові слова: фінансовий менеджмент корпорації, функції фінансового менеджменту, методи фінансового менеджменту, фінансові ресурси, витрати корпорації, дохід корпорації, цінова політика корпорації, методи ціноутворення, цінові стратегії, фінансова звітність корпорації, консолідована звітність, користувачі фінансової звітності корпорації.

3.1. Поняття фінансового менеджменту корпорації, його методи та функції

У системі управління різними аспектами діяльності кожної сучасної корпорації найбільш складним і відповідальним ланцюгом є управління фінансами.

Фінансовий менеджмент, виступаючи складовою частиною загального менеджменту корпорації, відіграє одну з найважливіших ролей у його життєзабезпеченні.

Він дозволяє координувати і підвищувати результати маркетингового менеджменту, менеджменту персоналу та інших

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

частин загального менеджменту господарюючого суб'єкта.

Ефективний фінансовий менеджмент дозволяє підтримувати високі темпи виробничого розвитку корпорацій, забезпечувати постійне зростання власного капіталу, ресурсного потенціалу, суттєво підвищувати конкурентну позицію на ринку, забезпечувати стабільний економічний розвиток в стратегічній перспективі.

Наявність капіталу, який формується в корпораціях шляхом випуску акцій і облігацій, дозволяє чинити на нього певні управлінські впливи.

Водночас функціонування фінансів незалежно від того, яким саме шляхом отримано капітал, становить основу фінансового менеджменту. Нарешті, випуск нових акцій і облігацій, до якого вдається функціонуюча корпорація з метою свого розвитку, залучення додаткового капіталу тощо також є предметом уваги фінансового менеджменту. Звідси, фінансовий менеджмент охоплює три складові частини діяльності корпорацій:

- 1) утворення первісного капіталу корпорації шляхом випуску акцій і облігацій;
- 2) безпосередня фінансова діяльність корпорації;
- 3) випуск акцій і облігацій для додаткового залучення капіталу і розширення діяльності корпорації.

Розглянемо трактування економічної сутності фінансового менеджменту (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Тлумачення сутності фінансового менеджменту

Автор	Визначення
1	2
В.В. Бочаров ⁶⁵	Фінансовий менеджмент – це вплив на фінанси корпорації для досягнення цілей і вирішення завдань, що стоять перед корпорацією або окремими її ланками.

⁶⁵ Бочаров В.В. Корпоративные финансы / В.В. Бочаров. – СПб: Питер, 2001. – 256 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 3.1

1	2
Є.Ф. Брігхем ⁶⁶	Фінансовий менеджмент є логічним продовженням корпоративних фінансів, мистецтвом підготовки відбору, оптимізації, прийняття та реалізації управлінських рішень з питань фінансово-господарської діяльності корпорацій.
В.В. Ковальов ⁶⁷	Фінансовий менеджмент – вид підприємницької діяльності, що передбачає надання корпорацією платних фінансових управлінських послуг суб'єкта малого бізнесу, які не в змозі утримувати великий штат фінансових менеджерів, зокрема фінансових аналітиків, експертів та ін.
И.А. Бланк ⁶⁸	Фінансовий менеджмент – це стратегія і тактика фінансового забезпечення підприємницької діяльності, що дає змогу ефективно управляти рухом грошових коштів і знаходити оптимальні фінансові рішення.
Поддєрьогін А.М. ⁶⁹	Фінансовий менеджмент – це процес управління формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів суб'єкта господарювання та оптимізації обігу його грошових коштів.

Поддєрьогін А.М. також зазначає, що поняття «фінансовий менеджмент» можна одночасно розглядати в трьох аспектах:

- як систему раціонального управління фінансами підприємства;
- як орган управління фінансами підприємства;

⁶⁶ Брігхем Є.Ф. Основи фінансового менеджменту: підручник (Переклад з англійської) / Є.Ф. Брігхем. – К.: КП «ВАЗАКО». Видавництво «МОЛЮДЬ», 1997. – 1000 с.

⁶⁷ Ковальов В.В. Корпоративні фінанси та облік: поняття, алгоритми, показники: навч. посіб. / В.В. Ковальов. – М: КноРус, 2010. – 768 с.

⁶⁸ Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. Т.2 / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 1999. – 512 с.

⁶⁹ Поддєрьогін А.М. Фінансовий менеджмент: навч.-метод. посіб. / А.М. Поддєрьогін - К.: КНЕУ, 2001. – 294 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

– як форму підприємницької діяльності.

Як система управління фінансами підприємства фінансовий менеджмент є процесом розробки мети управління фінансами підприємств та її досягнення за допомогою методів і важелів фінансового механізму. В цьому аспекті фінансовий менеджмент є не лише системою ефективного управління фінансовими ресурсами, а й однією з ключових підсистем загальної системи управління підприємства, в рамках якої вирішуються питання:

– якою має бути величина й оптимальний склад активів, щоб досягти поставленої мети підприємницької діяльності;

– де знайти джерела фінансування і як оптимально сформувати їх цільову структуру;

– як організувати поточне і перспективне управління фінансовою діяльністю, щоб забезпечити платоспроможність і фінансову стійкість підприємства?

Характерними ознаками системи фінансового управління є її складність, динамічність та чутливість до зміни факторів зовнішнього середовища.

Складність системи управління фінансами підприємства зумовлюється її значною структурованістю. Багатоваріантність фінансових інструментів та методів, багатокомпонентність об'єктів фінансового управління доповнюються складністю їх окремих елементів.

Динамічність фінансової системи зумовлена постійними змінами фінансових показників, що характеризують різні аспекти фінансової діяльності у зв'язку з безперервним потоком грошових видатків і надходжень підприємства.

Водночас, динамізм фінансових процесів на підприємстві зумовлений відкритістю системи фінансового управління з погляду впливу інформаційних потоків, значною чутливістю фінансових результатів діяльності до зміни факторів зовнішнього середовища.

Тому вибір конкретних фінансових інструментів, фінансових методів і важелів управління має здійснюватись не лише з урахуванням внутрішніх можливостей підприємства, а й

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

таких зовнішніх факторів, як інфляція, правове і нормативне забезпечення, податкове середовище, ціна ресурсів, конкуренція, кон'юнктурна стадія в окремих ринкових сегментах тощо. Ці фактори не можуть бути змінені шляхом управлінських рішень, і завдання фінансового менеджменту полягає в розробці адаптаційних заходів, що дають змогу пристосуватися до змін у навколишньому середовищі в найближчому періоді та на довгострокову перспективу.

Для прийняття оптимальних фінансових рішень відповідно до реальних умов господарської діяльності потрібно мати достовірну поточну інформацію. Оперативність такої інформації є запорукою ефективного впливу суб'єктів фінансового менеджменту на його об'єкти.

Ефективний фінансовий менеджмент на підприємстві можливий лише за умови забезпечення стійкості фінансової системи в цілому, а не тільки її окремих елементів і підсистем.

Враховуючи складність, динамізм та чутливість фінансової системи суб'єктів господарювання до змін зовнішнього середовища, фінансовий менеджмент має бути ситуаційним.

Як орган управління фінансовий менеджмент включає фінансову дирекцію та безпосередньо фінансових менеджерів, які шляхом різних управлінських заходів справляють цілеспрямований вплив на фінансову діяльність підприємства. Фінансові менеджери відповідають за постановку проблем фінансового характеру, аналіз доцільності вибору конкретного рішення з наявних альтернативних варіантів, реалізації прийнятого рішення, здійснення оперативної фінансової діяльності.

У згаданому вище аспекті фінансовий менеджмент виступає не лише суб'єктом управління, а й об'єктом, що зазнає впливу потоку управлінських рішень з боку таких суб'єктів управління, як органи державного управління, фінансові й податкові установи, банки, страхові компанії, власники майна. У зв'язку з цим часто виникають протиріччя між переліченими управлінськими суб'єктами і фінансовим менеджментом як системою управління. Завдання фінансового менеджера — по можливості уникати таких протиріч.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Можна назвати такі функціональні обов'язки фінансового менеджера:

- організація фінансової діяльності суб'єкту господарювання;
- обґрунтування доцільності інвестицій;
- розробка фінансових планів і фінансових нормативів;
- визначення обсягів надходження і видатків грошових коштів;
- організація кредитних взаємовідносин;
- проведення валютної політики (для суб'єктів господарювання, що здійснюють зовнішньоекономічну діяльність);
- оформлення фінансової документації;
- аналіз фінансового стану підприємства;
- контроль за виконанням планових фінансових показників;
- участь у розробці та впровадженні пропозицій щодо поліпшення фінансово-господарської діяльності, (покращання використання фінансових ресурсів, накопичення капіталу, запобігання утворенню зайвих запасів товарно-матеріальних цінностей, підвищення ліквідності активів, у тому числі цінних паперів, придбаних суб'єктом господарювання тощо).

Ефективність фінансового менеджменту значною мірою залежить від узгодженості дій власників, керівників і фінансових менеджерів підприємства (на невеликих підприємствах власник може одночасно бути його керівником).

Західні економісти вбачають такі основні відмінності в діяльності керівника і фінансового менеджера підприємства:

- стратегічна орієнтація – керівник підприємства здійснює пошук усіх можливостей подальшого розвитку підприємства, тоді як фінансовий менеджер відбирає і обґрунтовує лише ті варіанти управлінських рішень, для реалізації яких наявні фінансові ресурси;
- реалізація ідей – для керівника революційна, орієнтована на швидкий результат, а для фінансового менеджера – еволюційна, розрахована на довгострокову перспективу;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

– залучення ресурсів – керівник, як правило, орієнтується на форми тимчасового придбання необхідних ресурсів (оренда, лізинг тощо), тоді як фінансовий менеджер віддає перевагу придбанню ресурсів у власність та збільшенню кількості зайнятих на виробництві.

Як форма підприємництва фінансовий менеджмент передбачає творчий підхід до вирішення фінансових проблем, використання наукових основ планування і управління, фінансового аналізу, нововведення (інновації). Сутність фінансового менеджменту як форми підприємництва виражається в обміні: Гроші – Послуги фінансового менеджменту – Гроші з приростом.

Таким, фінансовий менеджмент корпорації слід розглядати:

– **у вузькому розумінні** як процес управління формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів суб'єкта господарювання та оптимізації обігу його грошових коштів. Ефективно управляти грошовим оборотом означає передбачати його можливий стан на близьку і далеку перспективу; уміти визначати обсяги та інтенсивність надходження і витрат грошових коштів як в поточному, так і в довгостроковому періодах;

– **у широкому розумінні** як стратегію і тактику фінансового забезпечення підприємницької діяльності, що дає змогу ефективно управляти рухом грошових коштів і знаходити оптимальні фінансові рішення.

Фінансовий менеджмент одночасно є мистецтвом, вищим пілотажем управління фінансами корпорації і значною мірою залежить від кваліфікаційного рівня фінансових спеціалістів, їх уміння знайти й економічно обґрунтувати альтернативні варіанти розвитку подій та вибрати найефективніші фінансові методи і технологічні схеми фінансових операцій.

Ключовий пункт, що визначає необхідність фінансового менеджменту, його головну мету – забезпечення максимізації добробуту власників підприємства в поточному та перспективному періодах.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

У процесі досягнення головної мети фінансовий менеджмент направлений на вирішення таких основних завдань:

1) забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів відповідно до завдань розвитку підприємства у майбутньому періоді;

2) забезпечення найефективнішого використання сформованого обсягу фінансових ресурсів у розрізі основних напрямів діяльності підприємства;

3) вдосконалення управління грошовими потоками;

4) забезпечення оптимізації прибутку підприємства з найменшим рівнем фінансового ризику;

5) забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику при очікуваному рівні прибутку;

6) забезпечення беззбиткової діяльності підприємстві.

Виділяють такі функції фінансового менеджменту:

1) планування;

2) бюджетування;

3) акумуляція грошових коштів;

4) управління грошовими коштами;

5) залучення грошових коштів;

6) аудит;

7) управління податками;

8) консультування менеджерів вищого рівня з фінансових проблем.

Функція планування передбачає створення короткострокової та довгострокової картини руху грошових коштів у корпорацію і за її межі. Фінансове планування покликане оптимізувати прибуток і максимально підвищити ефективність використання грошей. При складанні фінансового плану важливу роль відіграє прогнозування.

Бюджетування 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

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

план використання активів, які повертаються через відносно тривалий час (понад один рік).

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.

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.

Залучення грошових коштів покликане забезпечити необхідний 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.

Аудит являє собою сферу, що охоплює, крім безпосереднього контролю фінансово-господарських документів, і 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

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

корпорації. Це дозволяє ефективно справляти управлінський вплив на фінанси і керувати корпорацією за допомогою фінансів.

Функція управління податками потребує найпильнішої уваги фінансового менеджменту. Стратегія корпоративного розвитку, яка базується на збільшенні прибутку, нашоухується 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.

У функції консультиування менеджери вищої ланки не є єдиними консултантами. 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.

Фінансовий менеджмент безпосередньо пов'язаний з виробничим та інноваційним менеджментом, менеджментом персоналу й деякими іншими видами функціонального менеджменту.

Найважливішою є роль фінансового менеджменту для корпорацій у сфері великого бізнесу. Тут діє закон переходу кількості в якість. Великому бізнесу потрібен великий потік капіталу й відповідно великий потік споживачів продукції. При цьому в бізнесі переважають фінансові операції, пов'язані з інвестиціями, у тому числі з портфельним рухом і примноженням капіталу (траст, лізинг, селенг, транстінг). Тому без кваліфікованого фінансового менеджера великий бізнес просто неможливий.

Вважається, що для малого бізнесу достатньо кваліфікації бухгалтера чи економіста, оскільки фінансові операції майже не виходять за рамки звичайних безготівкових розрахунків, основою яких є грошовий обіг. Але практика

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

свідчить про те, що знання багатьох універсальних прийомів, накопичених фінансовим менеджментом, можуть бути ефективно використані й у малому бізнесі. А, враховуючи необхідність розвитку малого бізнесу, значущість таких знань буде виправданою і з економічного погляду.

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.

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

- оцінка 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;

- впровадження суворої системи фінансової звітності, яка б об'єктивно відображала процеси руху фінансових коштів і забезпечувала прозорість контролю за фінансовим станом корпорації.

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

Управління активами корпорації пов'язано з визначенням найбільш ефективних активів і встановлення строків на обрання засобів зміни їх кількісного і якісного складу.

Управління пасивами передбачає 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.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Виходячи із функцій фінансового менеджменту, вважаємо за доцільне розглядати методи фінансового менеджменту у розрізі:

- методів фінансового прогнозування та планування;
- методів фінансового аналізу.

Методи фінансового прогнозування та планування реалізуються через визначення майбутніх напрямів діяльності корпорації через забезпечення достатнього обсягу та ефективного використання фінансових ресурсів.

Методи фінансового аналізу дозволяють оцінити фінансовий стан, результати діяльності корпорацій, ефективність управління активами та пасивами. Інструментарій фінансового аналізу застосовують і для прогнозування та планування діяльності корпорацій.

Для розробки фінансових планів застосовують багато методів, тобто конкретні способи та прийоми планових розрахунків. Такими методами є: балансовий, нормативний, розрахунково-аналітичний, експертний, метод оптимізації планових розрахунків, метод економіко-математичного моделювання.

1. Балансовий метод: полягає в узгодженості обсягу джерел формування фінансових ресурсів і напрямків їх використання (майно і джерела його формування, надходження грошових коштів до спеціальних фондів та напрямки їх використання).

Наприклад балансова ув'язка по фінансових фондах має вигляд:

$$3n + H = B + 3к, \quad (3.1)$$

де $3n$ – залишок коштів на початок планового періоду, грн.;

$3H$ – надходження коштів до фонду;

B – витрачання коштів з фонду;

$3к$ – залишок коштів на кінець планового періоду.

2. Нормативний метод: полягає у визначенні розміру ресурсів на основі встановлених норм і нормативів.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Маючи норму і об'ємний показник можна розрахувати плановий показник шляхом їх добутку.

3. Розрахунково-аналітичний метод: полягає у розрахунку обсягу витрат і потреби в ресурсах, виходячи із досягнутих показників у звітному році і врахування індексу їх змін у плановому періоді. Планові показники обчислюються на підставі аналізу фактичних фінансових показників, які служать базою для розрахунків, та враховують їх зміни в плановому періоді.

4. Експертний метод: полягає у залученні кваліфікованого фахівця, спеціаліста для складання фінансового плану, який обробляє внутрішню інформацію, оцінює фінансовий стан підприємства і розраховує планові фінансові показники на наступний рік.

5. Метод оптимізації планових розрахунків: полягає у використанні багатоваріантності планових розрахунків з метою вибору найкращого при мінімізації витрат або максимізації одержаного прибутку.

До критеріїв оптимальності належить: максимум прибутку на одиницю вкладеного капіталу, максимізація чистого прибутку на одиницю власного капіталу, мінімізація фінансових витрат, мінімальний ризик, економія поточних витрат.

6. Метод економіко-математичного моделювання: полягає у встановленні функціональних і кореляційних залежностей між фінансовими показниками і факторами, що на них впливають. Наприклад, моделюється залежність прибутку від рівня витрат і обсягу реалізації продукції (виручки).

Таким чином, будь-яке підприємство повинно планувати майбутню фінансово-господарську діяльність, застосовуючи при цьому окремі методи фінансового планування (чи їх сукупність).

Для вирішення конкретних задач фінансового менеджменту застосовується ряд спеціальних систем і методів фінансового аналізу, який представляє собою процес дослідження фінансового стану і основних результатів фінансової діяльності підприємства з метою виявлення резервів підвищення його ринкової вартості і забезпечення ефективного

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

розвитку.

Прийняття управлінських рішень сприяє застосування наступних методів фінансового аналізу:

- горизонтальний аналіз;
- вертикальний аналіз;
- порівняльний аналіз;
- аналіз коефіцієнтів;
- інтегральний аналіз.

Горизонтальний (або трендовий) фінансовий аналіз базується на вивченні динаміки окремих фінансових показників в часі. В процесі використання цієї системи аналізу розраховуються темпи росту (приросту) окремих показників фінансової звітності за певну кількість періодів і визначаються загальні тенденції їх зміни (або тренда). У фінансовому менеджменті найбільшого розповсюдження отримали наступні види горизонтального (трендового) фінансового аналізу:

- зіставлення фінансових показників звітного періоду з показниками попереднього періоду (наприклад, з показниками попереднього місяця, кварталу, року);

- зіставлення фінансових показників звітного періоду з показниками аналогічного періоду минулого року (наприклад, показників другого кварталу звітного періоду з аналогічними показниками другого кварталу попереднього року). Цей вид горизонтального фінансового аналізу застосовується на підприємствах з яскраво вираженими сезонними особливостями господарської діяльності;

- зіставлення фінансових показників за ряд попередніх періодів. Метою цього виду аналізу є виявлення тенденції зміни окремих показників, що характеризують результати фінансової діяльності підприємства (визначення лінії тренда в динаміці).

Всі види горизонтального (трендового) фінансового аналізу доповнюються зазвичай дослідженням впливу окремих чинників на зміну відповідних результативних її показників.

Вертикальний (або структурний) фінансовий аналіз базується на структурному розкладанні окремих показників фінансової звітності підприємства. В процесі здійснення цього аналізу розраховується питома вага окремих структурних

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

складових агрегованих фінансових показників. У фінансовому менеджменті найбільше розповсюдження отримали наступні види вертикального (структурного) аналізу:

– структурний аналіз активів. В процесі цього аналізу визначаються питома вага оборотних і необоротних активів; елементний склад оборотних активів; елементний склад необоротних активів; склад активів підприємства за рівнем ліквідності; склад інвестиційного портфеля тощо. Результати цього аналізу використовуються в процесі оптимізації складу активів підприємства;

– структурний аналіз капіталу. В процесі цього аналізу визначаються питома вага власного і позикового капіталу, що використовується підприємством; склад позикового капіталу, що використовується, за періодами його надання (коротко– і довгостроковий позиковий капітал); склад позикового капіталу, що використовується, за його видами (банківський кредит; товарний або комерційний кредит тощо). Результати цього аналізу використовуються в процесі оцінки ефекту фінансового левериджа (вплив на рівень рентабельності власного капіталу зміни співвідношення між власними та позиковими коштами, що використовуються підприємством), визначення середньозваженої вартості капіталу, оптимізації структури джерел формування позикових фінансових ресурсів тощо;

– структурний аналіз грошових потоків. В процесі цього аналізу у складі загального грошового потоку виділяють грошові потоки по операційній, інвестиційній і фінансовій діяльності підприємства; у складі кожного з цих видів грошового потоку більш глибоко структуруються надходження і витрати коштів, склад залишків грошових активів за окремими його елементах.

Порівняльний фінансовий аналіз базується на зіставленні значень окремих груп аналогічних показників між собою. В процесі використання цієї системи аналізу розраховуються розміри абсолютних і відносних відхилень порівнюваних показників. У фінансовому менеджменті найбільше розповсюдження отримали наступні види порівняльного фінансового аналізу:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

– порівняльний аналіз фінансових показників даного підприємства і середньогалузевих показників. В процесі цього аналізу виявляється ступінь відхилення основних результатів фінансової діяльності даного підприємства від середньогалузевих з метою оцінки своєї конкурентної позиції по фінансових результатах господарювання і виявлення резервів подальшого підвищення ефективності діяльності;

– порівняльний аналіз фінансових показників даного підприємства і підприємств–конкурентів. В процесі цього аналізу виявляються слабкі сторони фінансової діяльності підприємства з метою розробки заходів щодо підвищення його конкурентної позиції на конкретному регіональному ринку;

– порівняльний аналіз фінансових показників окремих структурних одиниць і підрозділів даного підприємства (його „центрів відповідальності”). Такий аналіз проводиться з метою порівняльної оцінки і пошуку резервів підвищення ефективності фінансової діяльності внутрішніх підрозділів підприємства;

– порівняльний аналіз звітних і планових (нормативних) фінансових показників. Такий аналіз складає основу моніторингу поточної фінансової діяльності, що організовується на підприємстві. В процесі цього аналізу виявляється ступінь відхилення звітних показників від планових (нормативних), визначаються причини цих відхилень і вносяться рекомендації по коректуванню окремих напрямів фінансової діяльності підприємства.

Аналіз фінансових коефіцієнтів (R-аналіз) базується на розрахунку співвідношення різних абсолютних показників фінансової діяльності підприємства між собою. У фінансовому менеджменті найбільше розповсюдження отримали наступні групи аналітичних фінансових коефіцієнтів:

- коефіцієнти майнового стану підприємства;
- коефіцієнти ділової активності підприємства;
- коефіцієнти рентабельності підприємства;
- коефіцієнти фінансової стійкості підприємства;
- коефіцієнти оцінки ліквідності підприємства;
- коефіцієнти, що характеризують позицію підприємства на ринку цінних паперів.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Відносні показники майнового стану дають змогу визначити зміну частки обігових коштів у оборотних активах та у валюті балансу; частку коштів, інвестованих в основні засоби, у валюті балансу; рівень фізичного та морального зносу основних засобів, ступінь їх оновлення; частку фінансових (портфельних) інвестицій у валюті балансу; співвідношення обігових і необігових коштів.

Розрахунок, аналіз та оцінка коефіцієнтів ділової активності дозволяють визначити та охарактеризувати швидкість обертання активів та капіталу підприємства.

Завдання фінансового менеджменту реалізуються через фінансову стратегію та політику корпорації.

3.2. Фінансова стратегія і фінансова політика корпорації

Зазвичай під стратегією корпорації розуміють процес формування генерального перспективного напрямку розвитку підприємства

Частиною загальної стратегії корпорації є її фінансова стратегія, тобто система довгострокових цілей фінансової діяльності й вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення. Після розробки концепцій стратегічного управління проблемами фінансових стратегій займалося чимало науковців. Так, існує значна кількість визначень поняття «фінансова стратегія» різних авторів (табл. 3.2).

Таблиця 3.2
Узагальнення поняття «фінансова стратегія»

Автор	Визначення поняття
1	2
М.В. Володькіна ⁷⁰	Фінансова стратегія – це особливий вид практичної діяльності людей, яка полягає у розробці стратегічних фінансових рішень, реалізація яких забезпечує їхнє ефективне функціонування.

⁷⁰ Володькіна М.В. Тенденції розвитку форм організації функціональних підсистем сучасних підприємств / М.В. Володькіна // Стратегія економічного розвитку України. – 2014. – № 34. – С. 182-188.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 3.2

1	2
М.М. Мартиненко ⁷¹	Фінансова стратегія – це стратегічна програма формування фінансових ресурсів і капітальних вкладень за рахунок власних та залучених зовнішніх коштів і капіталу, їх ефективного використання в процесі реалізації стратегій.
А.Н. Петрова ⁷²	Фінансова стратегія – це формування та використання фінансових ресурсів для реалізації базової стратегії підприємства та відповідних курсів дій.
Ю. Путятін ⁷³	Фінансова стратегія визначає довгострокову мету фінансової діяльності підприємства, що залежить від його фінансової політики, вибору найефективніших напрямів її досягнення.
І. Бланк ⁷⁴	Фінансова стратегія – це система довгострокових цілей фінансової діяльності, які визначаються його фінансовою ідеологією і більш ефективними шляхами їх досягнення.
Н. Тренев ⁷⁵	Фінансова стратегія – це сформована система довгострокових цілей фінансової діяльності підприємства й найбільш ефективних шляхів їхнього досягнення, обумовлених фінансовою ідеологією.
Г. Кіндрацька ⁷⁶	Фінансова стратегія – це формування системи довгострокових цілей фінансово-господарської діяльності.

⁷¹ Мартиненко М.М. Стратегічний менеджмент: Підручник / М.М. Мартиненко, І.А. Ігнат'єва. – К.: Каравела, 2006. – 320 с.

⁷² Петров А.Н. Стратегический менеджмент: учебник / А.Н. Петров. – СПб.: Питер, 2010. – 496 с.

⁷³ Путятин Ю.А. Финансовые механизмы стратегического управления развитием предприятия / Ю.А. Путятин, А.И. Пушкарь, А.Н. Тридел. – Х.: Основа, 1999. – 486 с.

⁷⁴ Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. Т.2 / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 1999. – 512 с.

⁷⁵ Тренев Н.Н. Стратегическое управление: учебное пособие для вузов / Н.Н.Тренев. – М.: ПРИОР, 2000. – 282 с.

⁷⁶ Кіндрацька Г.І. Основи стратегічного менеджменту: навч. посіб. для студ. екон. спец. 2-ге вид./ Г.І.Кіндрацька. – Л.: КІНПАТРИ ЛТД, 2003. – 263 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 3.2

1	2
В. Герасимчук ⁷⁷	Фінансова стратегія – це генеральний план дій підприємства, що охоплює формування фінансів та їхнє планування для забезпечення фінансової стабільності підприємства, який включає: планування, яке охоплює облік, аналіз і контроль фінансового стану; оптимізацію основних і оборотних коштів; розподіл прибутку.
В. Василенко ⁷⁸	Фінансова стратегія – це підсистема корпоративної ділової стратегії, подана у вигляді довгострокової програми конкретних дій з використання власних і залучених зовнішніх фінансових ресурсів організації для досягнення стратегічної конкурентної переваги.

Таким чином, під поняттям «фінансова стратегія корпорації» слід розуміти систему довгострокових фінансових цілей і завдань та механізму їх досягнення, спрямованих на фінансування розширеного відтворювання, соціальних та інших функцій підприємства шляхом використання фінансових інновацій тощо.

До основних етапів процесу формування фінансової стратегії корпорації відносять:

1. Визначення загального періоду формування фінансової стратегії.

Цей період залежить від ряду умов. Головною умовою його визначення є тривалість період, який прийнятий для формування загальної стратегії розвитку підприємства, бо фінансова стратегія має по відношенню до неї підлеглий характер, вона не може виходити за межу цього періоду.

Важливим елементом визначення періоду формування фінансової стратегії підприємства є передбачення розвитку

⁷⁷ Герасимчук В.Г. Стратегічне управління підприємством. Графічне моделювання: навч. посіб. / В.Г. Герасимчук – К.: КНЕУ, 2000. – 360 с.

⁷⁸ Василенко В.О. Стратегічне управління підприємством: навч. посіб. / В.О. Василенко, Т.І. Ткаченко. – 2-е вид., випр. і допов. – К.: ЦНЛ, 2004. – 400 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

економіки в цілому та кон'юнктури тих сегментів фінансового ринку, з якими пов'язана майбутня фінансова діяльність підприємства, – в умовах нинішнього нестабільного розвитку економіки країни цей період не може бути більше трьох років.

2. Дослідження факторів зовнішнього фінансового середовища та кон'юнктури фінансового ринку.

Для такого дослідження необхідно вивчити економіко-правові умови фінансової діяльності підприємства і можливі їх зміни в наступному періоді. Крім того, на цьому етапі розробки фінансової стратегії аналізуються кон'юнктура фінансового ринку та фактори, які її визначають, а також розробляється прогноз кон'юнктури в розрізі окремих сегментів цього ринку, пов'язаних з наступною фінансовою діяльністю підприємства.

3. Формування стратегічних цілей фінансової діяльності.

Головною метою цієї діяльності є підвищення рівня добробуту підприємства і максимізація його ринкової вартості. Разом з цим ця головна мета потребує конкретизації з урахуванням задач і особливостей наступного фінансового розвитку підприємства.

Система стратегічних цілей має забезпечувати формування достатнього обсягу власних фінансових ресурсів і високорентабельне використання власного капіталу; оптимізацію структури активів і капіталу, що використовується; прийняттого рівня фінансових ризиків в процесі здійснення наступної господарської діяльності та ін.

Систему стратегічних цілей фінансового розвитку слід формулювати чітко і коротко, відображаючи кожен мету в конкретних показниках – цільових стратегічних нормативах. В якості таких цільових стратегічних нормативів по окремих аспектах фінансової діяльності підприємства можуть бути встановлені:

- середньорічний темп зростання власних фінансових ресурсів, які сформовані із власних джерел;
- мінімальна частка власного капіталу в загальному обсязі використаного капіталу підприємства;
- коефіцієнт рентабельності власного капіталу підприємства;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- співвідношення оборотних і необоротних активів підприємства;
- мінімальний рівень грошових активів, який забезпечує поточну платоспроможність підприємства;
- мінімальний рівень самофінансування інвестицій;
- граничний рівень фінансових ризиків в розрізі основних напрямів господарської діяльності підприємства.

4. Конкретизація цільових показників фінансової стратегії за періодами її реалізації. В процесі цієї конкретизації забезпечується динамічність представлення системи цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності, а також їх зовнішня і внутрішня синхронізація за часом.

Зовнішня синхронізація передбачає узгодження за часом реалізації розроблених показників фінансової стратегії з показниками загальної стратегії розвитку підприємства, а також з прогнозованими змінами кон'юнктури фінансового ринку.

Внутрішня синхронізація передбачає узгодження в часі всіх цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності між собою.

5. Розробка фінансової політики за окремими аспектами фінансової діяльності. Цей етап формування фінансової стратегії є найбільш відповідальним.

Фінансова політика являє собою форму реалізації фінансової ідеології і фінансової стратегії підприємства в розрізі найбільш важливих аспектів фінансової діяльності на окремих етапах її здійснення. На відміну від фінансової стратегії в цілому, фінансова політика формується лише по конкретних напрямках фінансової діяльності підприємства, які потребують забезпечення найбільш ефективного управління для досягнення головної стратегічної мети цієї діяльності.

Формування фінансової політики по окремих аспектах фінансової діяльності підприємства може носити багаторівневий характер. Так, наприклад, в рамках політики управління активами підприємства може бути розроблена політика управління оборотними і необоротними активами. В свою чергу політика управління оборотними активами може включати в якості самостійних блоків політику управління окремими її

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

видами та ін.

Система формування фінансової політики по основних аспектах фінансової діяльності в рамках загальної фінансової стратегії підприємства представимо в такому вигляді⁷⁹:

Фінансова стратегія підприємства:

I. Політика управління активами:

1. Політика формування активів;
2. Політика управління оборотними активами:
 - політика управління запасами;
 - політика управління дебіторською заборгованістю;
 - політика управління грошовими активами;
 - політика фінансування оборотних активів.
3. Політика управління необоротними активами:
 - політика управління основними засобами;
 - політика управління нематеріальними активами;
 - політика фінансування необоротних активів.

II. Політика управління капіталом:

1. Політика формування структури капіталу.
2. Політика управління власним капіталом.
3. Політика управління позиковим капіталом.

III. Політика управління інвестиціями (інвестиційна політика):

1. Політика управління реальними інвестиціями:
 - політика управління капітальними інвестиціями;
 - політика управління інноваційними інвестиціями.
2. Політика управління фінансовими інвестиціями:
 - політика формування портфеля грошових інструментів інвестування;
 - політика формування портфеля фондових інструментів інвестування.

IV. Політика управління грошовими потоками:

1. Політика управління операційними грошовими потоками.
2. Політика управління інвестиційними грошовими

⁷⁹ Поддєрьогін А.М. Фінансовий менеджмент: навч.-метод. посіб. / А.М. Поддєрьогін - К.: КНЕУ, 2001. – 294 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

потоками.

3. Політика управління фінансовими грошовими потоками.

V. Політика управління фінансовими ризиками:

1. Політика уникнення фінансових ризиків.
2. Політика диверсифікації фінансових ризиків.
3. Політика хеджування фінансових ризиків.

VI. Політика антикризового фінансового управління:

1. Політика фінансової стабілізації підприємства.
2. Політика санації підприємства.
3. Розробка системи організаційно-економічних підприємств по забезпеченню реалізації фінансової стратегії.
4. Оцінка ефективності розробленої фінансової стратегії.

Вона є заключним етапом розробки фінансової стратегії підприємства і проводиться за такими основними параметрами:

- узгодження фінансової стратегії підприємства із загальною стратегією його розвитку;
- внутрішня збалансованість фінансової стратегії;
- реалізованість фінансової стратегії;
- прийнятність рівня ризиків, пов'язаних з реалізацією фінансової стратегії;
- результативність розробленої фінансової стратегії.

Поряд з цим можуть бути оцінені і не фінансові результати реалізації розробленої стратегії – зростання ділової репутації корпорації; підвищення рівня управління фінансовою діяльністю його структурних підрозділів (при створенні «центрів відповідальності»); підвищення рівня матеріальної і соціальної задоволеності фінансових менеджерів.

Розробка фінансової стратегії і фінансової політики по найбільш важливих аспектах фінансової діяльності дозволяє приймати ефективні управлінські рішення, пов'язані з фінансовим розвитком підприємства.

І тактичні, і стратегічні цілі фінансового менеджменту є однаково пріоритетними, незважаючи на те, що згідно з принципом стратегічної орієнтованості тактика управління фінансами є формою деталізації стратегії і розробляється відповідно до визначених раніше стратегічних орієнтирів

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

діяльності підприємства. Але нерідко в реальному житті у зв'язку з необхідністю покращити поточні фінансові показники фінансові менеджери вимушені на деякий час (або навіть зовсім) відмовитися від певних стратегічних дій.

3.3. Аналіз руху фінансових ресурсів корпорації

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 характеризувати як позитивні, так і негативні тенденції її розвитку.

Аналіз фінансових коефіцієнтів і співвідношень використовується для оцінки загального фінансового становища корпорації. Такий аналіз допомагає аналітикам та інвесторам визначити, чи не загрожує корпорації банкрутство, і порівняти дану корпорацію з іншими корпораціями тієї самої галузі або з її конкурентами. Інвестори користуються фінансовими коефіцієнтами і співвідношеннями для оцінки діяльності корпорації та динаміки її розвитку⁸⁰.

Перш, ніж ми перейдемо до розгляду методів аналізу руху фінансових ресурсів корпорації, з'ясуємо сутність самої категорії «фінансові ресурси» корпорації.

Фінансові ресурси становлять матеріальну основу фінансів. Фінансові ресурси утворюються у господарюючих суб'єктів (підприємств, корпорацій) з виручки від продажу товарів (робіт, послуг), а у держави – за рахунок податків і зборів, які стягуються з юридичних осіб і громадян у безспірному порядку.

На основі теоретичного узагальнення праць відомих учених економістів у табл. 3.3. наведені існуючі тлумачення сутності фінансових ресурсів корпорації.

⁸⁰ Загородній А.Г. Акції. Акціонерні товариства: Термінологічний словник / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк. – К.: Кондор, 2007. – 84с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Таблиця 3.3

Сучасні підходи щодо визначення сутності
фінансових ресурсів підприємства

Автор	Тлумачення поняття «фінансові ресурси підприємства»
1	2
Балабанова І.Т. ⁸¹ Мочерний С.В. ⁸²	Фінансові ресурси – це грошові кошти, які є в розпорядженні підприємства.
Кірейцев Г.Г. ⁸³	Фінансові ресурси – це грошові доходи і надходження підприємства, що призначенні для виконання його фінансових зобов'язань і фінансування витрат по забезпеченню розширеного відтворення.
Осипов В.І. ⁸⁴	Фінансові ресурси – це грошові кошти, що опосередковують створення всіх елементів капіталу підприємства і їх кругообіг в натуральній і вартісній формах.
Гриньова В.М., Коюда В.О. ⁸⁵	Фінансові ресурси – це грошові прибутки та надходження, які перебувають в розпорядженні підприємства та призначені для виконання фінансових зобов'язань перед усіма суб'єктами господарювання.
Філімоненков А.С. ⁸⁶	Фінансові ресурси – це власний, позичений і залучений грошовий капітал, який використовується підприємством для формування своїх активів та здійснення виробничо-фінансової діяльності з метою отримання відповідного доходу, прибутку.

⁸¹ Балабанов І.Т. Основи фінансового менеджмента. – 2-е изд., перероб. и доп. / И.Т. Балабанов. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 512 с.

⁸² Мочерний С.В. Економічна енциклопедія: у 3 томах. Т.3 / С.В. Мочерний. – К.: Академія, 2002. – 952 с.

⁸³ Кірейцев Г.Г. Фінанси підприємств: навч. посіб. / Г.Г. Кірейцев. – К.: ЦУЛ, 2002. – 268 с.

⁸⁴ Осипов В.І. Економіка підприємств: навч. посіб. / В.І. Осипов. – Одеса: Маяк, 2005. – 724 с.

⁸⁵ Гриньова В.М. Фінанси підприємства: навч. посіб., 2-ге вид., перероб. і доп. / В.М. Гриньова, В.О. Коюда. – К.: Знання-Прес, 2004. – 424 с.

⁸⁶ Філімоненков О.С. Фінанси підприємств: підруч. / О.С. Філімоненков, І.Д. Дема – К.: Алерта, 2009. – 496 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 3.3

1	2
Поддєрьогін А.М. ⁸⁷	Фінансові ресурси – це грошові кошти, що є у розпорядженні підприємства. До них належать грошові фонди та частина грошових коштів, які використовуються у не фондovій формі.
Хачатурян С.В. ⁸⁸	Фінансові ресурси – це частина коштів підприємства у фондovій та не фондovій формі, яка формується у результаті розподілу виробленого продукту, залучається до діяльності підприємства з різних джерел і спрямовується на забезпечення розширеного відтворення виробництва.

Таким чином, аналізуючи наведені визначення щодо розкриття змісту поняття «фінансові ресурси» ми можемо зробити висновок, що серед вчених-економістів досі не існує єдиної думки відносно визначення даного терміну та його ролі у процесі функціонування будь-якого суб'єкта господарювання.

Фінансові ресурси корпорації – це сукупність власних грошових коштів і надходжень позикових і залучених коштів, призначених для виконання фінансових зобов'язань, фінансування поточних витрат і витрат, пов'язаних з розширенням капіталу.

Від того, яким капіталом володіє суб'єкт господарювання, наскільки оптимальна його структура, залежить фінансова стабільність підприємства і результати його діяльності. Тому аналіз наявності джерел формування та розміщення капіталу має виключно важливе значення.

З метою аналізу руху капіталу визначають показники, які характеризують зміну співвідношення між власними та позиковими фінансовими ресурсами, тобто показники фінансової стійкості. До них належать:

⁸⁷ Поддєрьогін А.М. Фінанси підприємств / За ред. проф. А.М. Поддєрьогіна. – 6-е вид., перероб. Та допов. – К.: КНЕУ, 2006. – 552 с.

⁸⁸ Хачатурян С.В. Сутність фінансових ресурсів та їх класифікація / С.В. Хачатурян // Фінанси України. – 2003. – № 4. – С.77-81.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

– коефіцієнт фінансової незалежності (автономії), концентрації власного капіталу, визначається як відношення власного капіталу до валюти балансу. Характеризує частку власного капіталу в загальній його сумі. Рекомендоване значення цього показника більше 0,5, перевищення даної межі вказує на зміцнення фінансової незалежності підприємства від зовнішніх джерел;

– коефіцієнт фінансової залежності (напруги або концентрації залученого капіталу), визначається як відношення зобов'язань до валюти базису. Характеризує частку залученого капіталу в загальній його сумі. Рекомендоване значення показника не більше 0,5, перевищення даної межі вказує на залежність підприємства від зовнішніх фінансових джерел;

– коефіцієнт фінансового ризику (коефіцієнт заборгованості, коефіцієнт фінансового лівериджу), визначається як відношення зобов'язань до власного капіталу. Характеризує співвідношення між, залученими і власними коштами. Рекомендоване значення показника менше 1;

– коефіцієнт фінансової стабільності (коефіцієнт самофінансування), визначається як відношення власного капіталу до зобов'язань. Характеризує співвідношення між власним капіталом і зобов'язаннями. Рекомендоване значення більше 1.

З іншого боку, фінансові ресурси можна трактувати і як сукупність надходжень та платежів, які виникають внаслідок здійснення фінансово-господарської діяльності, тобто грошові потоки.

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

– коефіцієнт достатності чистого грошового потоку:

$$KД_{чп} = \frac{ЧГП}{ОБ + \Delta Z_{m.m} + D_{\sigma}} , \quad (3.1)$$

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

де $KL_{чzn}$ – 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;

ΔZ_{mm} – сума приросту запасів товарно-матеріальних цінностей у складі оборотних активів корпорації;

D_e – сума дивідендів (відсотків), виплачених власникам корпорації (акціонерам) на вкладений капітал (акції, паї тощо).

– коефіцієнт ліквідності грошового потоку:

$$KL_{zn} = \frac{ПГП - (ГА_k - ГА_n)}{НГП}, \quad (3.2)$$

де KL_{zn} – коефіцієнт ліквідності грошового потоку корпорації в період, що розглядається;

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

$ГА_k$ – сума залишку грошових активів корпорації на кінець періоду, що розглядається;

$ГА_n$ – сума залишку грошових активів корпорації на початок періоду, що розглядається;

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

– коефіцієнт ефективності грошового потоку:

$$KE_{гп} = \frac{ЧГП}{НГП}, \quad (3.3)$$

де $KE_{гп}$ – коефіцієнт ефективності грошового потоку.

– коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку в періоді, що розглядається:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

$$KR_{\text{ЧГП}} = \frac{\text{ЧГП} - D_B}{\Delta PI + \Delta \Phi I_D}, \quad (3.4)$$

де $KR_{\text{ЧГП}}$ – коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку в періоді, що розглядається;

D_B – сума дивідендів (відсотків), виплачених власникам корпорації на вкладений капітал;

ΔPI – сума приросту реальних інвестицій корпорації в період, що розглядається;

$\Delta \Phi I_D$ – сума приросту довгострокових фінансових інвестицій корпорації в періоді, що розглядається⁸⁹.

Аналіз фінансових ресурсів корпорації посідає важливе місце в процесі управління її фінансовими ресурсами, повинен здійснюватись систематично та базуватись на достовірних даних.

3.4. Витрати корпорації, їх склад. Виручка (дохід) корпорації

У процесі господарської діяльності підприємства виникає комплекс грошових та інших витрат, які можуть бути виражені у грошовій формі.

Витрати – зменшення економічних вигід у вигляді вибуття активів або збільшення зобов'язань, що призводять до зменшення власного капіталу підприємства (за винятком зменшення капіталу за рахунок його вилучення або розподілу між власниками)⁹⁰.

На основі узагальнення інформації з джерел^{91, 92, 93},

⁸⁹ Юрій Е.О. Корпоративні фінанси: методичні рекомендації щодо самостійного вивчення дисципліни / Н.О. Ковальчук, Е.О. Юрій – Чернівці: БДФА, 2011. – 118 с.

⁹⁰ Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності»: від 07.02.2013 року № 73 / Міністерство фінансів України, Наказ.

⁹¹ Управління корпоративними фінансами: навчальний посібник / [Н.М. Деєва, В.Я. Олійник, Т.Ф. Григораш, Г.В. Григораш, А.В. Буряк]. – К.: Центр учбової літератури, 2007. – 200 с.

⁹² Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 16 «Витрати»: від 31.12.1999 року №

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

можна розглянути наступну класифікацію витрат підприємства.

Витрати можуть бути явними (вираженими у кількісних показниках) і неявними (такі, як витрати праці власника підприємства, які кількісно не визначені). Явні витрати підприємства є бухгалтерськими, неявні - економічними.

З огляду на економічний склад і призначення витрати поділяються на кілька груп:

1) витрати на відтворення основного і оборотного капіталу. Вони пов'язані із створенням, реконструкцією, розширенням основного і оборотного капіталів, здійснюються за рахунок власних коштів підприємства і прибутку;

2) витрати на виробництво і реалізацію продукції (робіт, послуг). Вони пов'язані з використанням основного, оборотного капіталу і трудових ресурсів на відповідні цілі. Відшкодовуються з виручки від реалізації продукції, робіт, послуг;

3) витрати на соціально-культурні програми. Вони включають у себе витрати на підвищення кваліфікації робітників, підготовку кадрів, побутові послуги робітникам. Відшкодовуються за рахунок власних коштів підприємства і прибутку.

За джерелами покриття витрати поділяються на витрати за рахунок:

- власних і залучених джерел;
- бюджетних коштів;
- кредитних (позичених) ресурсів.

Витрати, що за економічним змістом та призначенням відносяться на виробництво і реалізацію продукції (робіт, послуг), є собівартістю.

Відповідно у планових розрахунках використовуються показники таких видів собівартості продукції:

- цехової, яка складається з витрат за центрами відповідальності;
- виробничої, яка включає сукупність усіх витрат,

318 / Міністерство фінансів України, Наказ. Із змінами і доповненнями.

⁹³ Грідчина М.В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): навч. посіб. – 2-ге вид., стереотип / М.В. Грідчина. – К.: МАУП, 2002. – 232 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

пов'язаних з виготовленням продукції (робіт, послуг);

- торговельної, яка поєднує всі витрати на збут продукції (робіт, послуг);
- повної, що включає витрати на виробництво і реалізацію продукції (робіт, послуг).

Крім того, усі витрати поділяються на:

- умовно-постійні (що не залежать від обсягів виробництва і реалізації продукції, робіт, послуг) і умовно-змінні (що залежать від даних обсягів);
- поточні і капітальні;
- основні і допоміжні (накладні);
- нормовані і ненормовані.

Витрати у бухгалтерському обліку визнаються у тому звітному періоді, в якому вони мали місце.

За звичайними видами діяльності визнають витрати, пов'язані з виготовленням та продажем продукції, придбанням та продажем товарів. До них також належать витрати, здійснення яких пов'язано з виконанням робіт, наданням послуг. Витрати за звичайними видами діяльності формуються з:

- витрат, пов'язаних з придбанням сировини, матеріалів, товарів та інших матеріально-виробничих запасів;
- витрат, що виникають безпосередньо у процесі переробки (добробки) матеріально-виробничих запасів для виробництва продукції, виконання робіт, надання послуг та їх продажу;
- витрат, що виникають у процесі продажу (перепродажу) товарів (витрати на утримання та експлуатацію основних засобів та інших необоротних активів, а також на утримання їх у належному стані);
- комерційних витрат;
- управлінських витрат.

При формуванні витрат із звичайних видів діяльності повинно бути проведено їх групування за такими елементами витрат:

- матеріальні витрати;
- витрати на оплату праці;
- відрахування на соціальні потреби;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- амортизація;
- інші витрати.

До складу елемента «Матеріальні затрати» включається вартість витрачених у виробництві (крім продукту власного виробництва): сировини й основних матеріалів; купівельних напівфабрикатів та комплектуючих виробів; палива й енергії; будівельних матеріалів; запасних частин; тари й тарних матеріалів; допоміжних та інших матеріалів.

До складу елемента «Витрати на оплату праці» включаються заробітна плата за окладами й тарифами, премії та заохочення, матеріальна допомога, компенсаційні виплати, оплата відпусток та іншого невідпрацьованого часу, інші витрати на оплату праці.

До складу елемента «Відрахування на соціальні заходи» включаються: відрахування на пенсійне забезпечення, відрахування на соціальне страхування, страхові внески на випадок безробіття, відрахування на індивідуальне страхування персоналу підприємства, відрахування на інші соціальні заходи.

До складу елемента «Амортизація» включається сума нарахованої амортизації основних засобів, нематеріальних активів та інших необоротних матеріальних активів.

До складу елемента «Інші операційні витрати» включаються витрати операційної діяльності, які не увійшли до складу елементів, наведених вище, зокрема витрати на відрядження, на послуги зв'язку, плата за розрахунково-касове обслуговування тощо.

До фінансових витрат відносяться витрати на проценти (за користування кредитами отриманими, за облігаціями випущеними, за фінансовою орендою тощо) та інші витрати підприємства, пов'язані із запозиченнями.

Втрати від участі в капіталі є збитками від інвестицій в асоційовані, дочірні або спільні підприємства, які обліковуються методом участі в капіталі.

До складу інших витрат включаються витрати, які виникають під час звичайної діяльності (крім фінансових витрат), але не пов'язані безпосередньо з виробництвом та/або реалізацією продукції (товарів, робіт, послуг). До таких витрат

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

належать: собівартість реалізованих фінансових інвестицій (балансова вартість та витрати, пов'язані з реалізацією фінансових інвестицій); втрати від зменшення корисності необоротних активів; втрати від безоплатної передачі необоротних активів; втрати від неопераційних курсових різниць; сума уцінки необоротних активів і фінансових інвестицій; витрати на ліквідацію необоротних активів (розбирання, демонтаж тощо); залишкова вартість ліквідованих (списаних) необоротних активів; інші витрати звичайної діяльності.

Надзвичайними витратами вважають втрати, що виникають як наслідок надзвичайних обставин господарської діяльності (стихійного лиха, пожежі, аварії, націоналізації тощо). Надзвичайні витрати включаються до фінансової звітності за вирахуванням суми, на яку зменшується податок на прибуток від діяльності підприємства внаслідок збитків від надзвичайних подій.

Доходом підприємства (корпорації) є збільшення економічних вигод у результаті надходження активів і погашення зобов'язань, що призводять до зростання власного капіталу, за винятком внесків власників.

Доходи корпорацій складаються з таких груп⁹⁴:

- дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг);
- інші операційні доходи;
- фінансові доходи;
- інші доходи;
- надзвичайні доходи.

Дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) – це загальний дохід (виручка) від реалізації продукції, товарів, робіт або послуг, тобто без вирахування наданих знижок, повернення проданих товарів та непрямих податків (податку на додану вартість, акцизного збору тощо). Організації,

⁹⁴ Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 15 «Дохід»: від 29.11.1999 року № 290 / Міністерство фінансів України, Наказ. Із змінами і доповненнями.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

основною діяльністю яких є торгівля цінними паперами, у цій статті відображають вартість, за якою реалізовано цінні папери, та суму винагороди за виконання інших операцій, пов'язаних з розміщенням, купівлею і продажем цінних паперів.

Інші операційні доходи – це сума інших доходів від операційної діяльності підприємства, крім доходу (виручки) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг): дохід від операційної оренди активів; дохід від операційних курсових різниць; відшкодування раніше списаних активів (надходження боргів, раніше списаних як безнадійні); дохід від реалізації оборотних активів (крім фінансових інвестицій), одержані гранти, асигнування тощо.

Дохід від участі в капіталі – це дохід, отриманий від інвестицій в асоційовані, дочірні або спільні підприємства, облік яких ведеться методом участі в капіталі. Метод участі в капіталі – метод обліку інвестицій, згідно з яким балансова вартість інвестицій відповідно збільшується або зменшується на суму збільшення або зменшення частки інвестора у власному капіталі об'єкта інвестування.

Інші фінансові доходи показуються дивіденди, відсотки та інші доходи, отримані від фінансових інвестицій (крім доходів, які обліковуються за методом участі в капіталі).

Інші доходи – це доходи від реалізації фінансових інвестицій, необоротних активів і майнових комплексів; дохід від неопераційних курсових різниць та інші доходи, які виникають у процесі звичайної діяльності, але не пов'язані з операційною діяльністю підприємства.

Надзвичайними доходами вважають надходження, що виникають внаслідок надзвичайних обставин господарської діяльності (стихійного лиха, пожежі, аварії, націоналізації тощо): страхове відшкодування, вартість матеріальних цінностей, що залишилися від списання активів, які не підлягають відновленню.

Суб'єкти підприємницької діяльності можуть нормально функціонувати лише за умов, якщо їхня продукція (товари, послуги) регулярно знаходить на ринку своїх споживачів (покупців), передається їм, і від покупців надходять кошти у вигляді грошового еквівалента вартості продукції. Виручка від

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

реалізації продукції, робіт і послуг є основним джерелом відшкодування коштів на виробництво і реалізацію продукції, утворення доходів і формування фінансових ресурсів. За ринкової економіки обсягу продажу і виручці приділяється особлива увага. Від величини виручки залежить не тільки внутрішньовиробниче відшкодування витрат і формування прибутку, а й своєчасність і повнота податкових платежів, погашення банківських кредитів, які впливають на рівень виплачених відсотків, що в кінцевому рахунку позначається на фінансовому результаті діяльності підприємства.

Виручка від реалізації продукції є основним джерелом коштів підприємства, тому фінансова служба зобов'язана забезпечити повне й рівномірне надходження її від покупців. Це потребує встановлення фінансового контролю за ритмічністю виробництва, дотриманням графіка відвантаження готової продукції, одержанням платіжних документів, своєчасним переданням їх покупцям або в банк – залежно від форми розрахунків, які встановлені в договорах.

Для організації цієї роботи фінансовій службі важливо налагодити постійні організаційно-інформаційні контакти з виробничими і функціональними підрозділами підприємства, передусім – з плановим, виробничим відділами і з відділом збуту.

Розмір виручки від реалізації продукції, за інших однакових умов, залежить від:

- 1) кількості, асортименту та якості продукції, що підлягає реалізації;
- 2) рівня реалізаційних цін і розрахункової дисципліни.

Обсяг (кількість) реалізованої продукції прямо впливає на величину виручки, а сама кількість реалізованої продукції залежить від обсягу виробництва товарної продукції і зміни величини перехідних залишків реалізованої продукції на початок і кінець року. Асортимент реалізованої продукції справляє двоякий вплив на величину виручки. Зростання в загальному обсязі реалізованої продукції питомої ваги асортименту з більш високою ціною збільшує величину виручки, і навпаки.

Прямий вплив на розмір виручки справляє й рівень

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

відпускних цін. У свою чергу, на рівень цін впливають якість і споживчі властивості, строки реалізації продукції, попит і пропонування на ринку.

На окремі види продукції, робіт і послуг держава встановлює фіксовані чи регульовані ціни. Тоді виручка від реалізації продукції залежить від рівня прейскурантних цін.

Фактори, що впливають на розмір виручки від реалізації продукції (робіт, послуг) можна поділити на 3 групи:

– фактори в сфері виробництва (обсяг виробництва, кількість продукції, асортимент продукції, ритмічність випуску тощо);

– фактори в сфері обігу (ритмічність відвантаження, своєчасне оформлення транспортних і розрахункових документів, строки документообігу, форми розрахунків, рівень цін тощо);

– фактори, які не залежать від діяльності підприємства (порушення строків договорів постачальниками товарно-матеріальних цінностей, недоліки в роботі транспорту, несвоєчасна оплата продукції покупцями)⁹⁵.

Отже, значний вплив на розмір доходів підприємства, від яких залежить певним чином і розмір витрат, є рівень цін на продукцію, тобто цінова політика корпорації.

3.5. Цінова політика корпорації та її вплив на виручку від реалізації продукції

Цінова політика є одним з ключових методів управління виручкою від реалізації, який забезпечує найбільш важливі пріоритети виробничого й науково-технічного розвитку підприємства (корпорації).

Цінова політика – це дієвий інструмент укріплення позицій підприємства на товарному ринку. Встановлюваний у процесі розробки цінової політики рівень цін на продукцію (роботи, послуги) має безпосередній вплив на величину виручки від реалізації і прибутку.

⁹⁵ Поддєрьогін А. М. Фінансовий менеджмент: підручник / Кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. – К.: КНЕУ, 2008. – 536 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

У сучасній науковій літературі існує багато трактувань даного поняття. У табл. 3.4. наведено деякі з них.

Таблиця 3.4

Визначення поняття «цінова політика»

Автори	Визначення
Волков О.І., Скляренко В.К. ⁹⁶	Цінова політика – це найважливіша складова частина маркетингової політики, що полягає у встановленні (визначенні) цін, що забезпечують виживання фірми в ринкових умовах.
Оснач О.Ф. ⁹⁷ , Гаркавенко С.С. ⁹⁸	Цінова політика – це комплекс заходів, до якого належать визначення ціни, знижок, умов оплати за товари чи послуги з метою задоволення потреб споживачів і забезпечення прибутку фірми.
Багієв Г.Л., Тарасевич В.М., Анн Х. ⁹⁹	Цінова політика – це елемент загальної маркетингової політики підприємства, за допомогою якого створюється і підтримується оптимальний рівень і структура ціни, змінюються в часі за товарами і ринками з метою досягнення максимально можливого успіху в тій чи іншій ринковій ситуації.
Герасимчук В.Г., Розенплентер А.Е. ¹⁰⁰	Цінова політика – це мистецтво управляти цінами та ціноутворенням, установлювати на товари (послуги) такі ціни і так їх регулювати залежно від рівня конкурентоспроможності товару (послуги) та підприємства на ринку.

⁹⁶ Волков О.И. Экономика предприятия: Курс лекций / О.И. Волков, В.К. Скляренко. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 279 с.

⁹⁷ Оснач О.Ф. Промисловий маркетинг: підручник для ВНЗ / О.Ф. Оснач, В.П. Пилипчук, Л.П. Коваленко. – Київ: Центр учбової літератури, 2011. – 363 с.

⁹⁸ Гаркавенко С.С. Маркетинг: підручник / С.С. Гаркавенко. – Київ: Лібра, 2002. – 705 с.

⁹⁹ Багієв Г.Л. «Маркетинг: Учебник для вузов» 3-е изд. / Г.Л. Багієв, В.М. Тарасевич, Х. Анн – СПб.: Питер, 2010. – 576 с.

¹⁰⁰ Герасимчук В.Г. Економіка та організація виробництва: підручник / В.Г. Герасимчук, А.Е.Розенплентера. – К.: Знання, 2007– 678 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Отже, під ціновою політикою корпорації розуміти бізнес-процес як елемент маркетингової політики підприємства, що реалізується через встановлення цін на основі відповідних стратегій і методів та їх регулювання таким чином, щоб задовольняти споживачів і утримувати лідерські позиції на ринку.

Розробка цінової політики підприємства передбачає проведення ряду робіт і розрахунків:

- визначається оптимальна величина витрат на виробництво і збут продукції підприємства, щоб отримати прибуток при тому рівні цін на ринку, який підприємство може досягти для своєї продукції;

- встановлюється корисність продукції підприємства для потенційних покупців (визначаються споживчі властивості) і заходи з обґрунтування відповідності рівня запитуваних цін їх споживчими властивостями;

- знаходиться величина обсягу продажів продукції або частка ринку для підприємства, при якому виробництво буде найбільш прибутковим.

Рішення за цінами приймаються у тісній ув'язці з рішеннями за обсягами виробництва, управлінню витратами, дизайну і конструюванню продукції, її рекламі і методам збуту.

Розробка цінової політики здійснюється в три етапи:

- збір вихідної інформації;
- стратегічний аналіз;
- формування стратегії.

При здійсненні цих етапів розробки цінової політики та стратегії підприємства виконують такі заходи:

- оцінка витрат виробництва і збуту продукції;
- уточнення фінансових цілей підприємства;
- визначення потенційних конкурентів продукції підприємства;

- фінансовий аналіз діяльності підприємства;

- сегментний аналіз ринку;

- аналіз конкуренції підприємства в умовах конкретного ринку;

- оцінка впливу заходів державного регулювання з

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

питань ціноутворення;

- визначення остаточної цінової стратегії.

Як зазначено вище, і це видно з представленої схеми, першим етапом робіт є збір вихідної інформації для розробки цінової політики та стратегії підприємства. В ході виконання цього етапу виконуються наступні основні заходи:

- оцінка витрат. При оцінці витрат виробництва і збуту продукції основну увагу приділяється виявленню всіх тих витрат, з якими реально пов'язані виробництво і збут цієї продукції, а також аналізу тих статей витрат, величина яких може змінюватися при зміні обсягів випуску (продажів) продукції в результаті зміни цін;

- уточнення фінансових цілей підприємства. Цінова стратегія повинна відповідати основним фінансовим цілям підприємства, прийнятим на найближчий час і перспективу.

У відповідності з фінансовим планом підприємства визначається мінімальний рівень прибутковості, необхідний при продажу кожного виду продукції, а також пріоритетність завдання – отримання найбільшого обсягу прибутку або одержання прибутку у визначений термін для погашення заборгованості за раніше залученими позиковими коштами (включаючи неплатежі до бюджетів усіх рівнів, позабюджетні фонди, працівникам або постачальникам);

- визначення переліку потенційних конкурентів. При здійсненні цього заходу необхідно виявити існуючих і потенційних конкурентів, діяльність яких може найбільшою мірою вплинути на прибутковість продажів продукції підприємства і встановити рівень договірних цін на продукцію, вироблену існуючими конкурентами, оцінити, наскільки ці ціни відрізняються від цін реальних угод, тому числі за рахунок різного роду знижок і особливих умов продажу.

На основі наявної інформації про підприємствах-конкурентах, їх діяльності в минулому, персональних особливостей їх керівних працівників, організаційної структури, планів розвитку тощо визначається основна мета в сфері ціноутворення, аналізуються переваги і недоліки, наявні у виробництві та збуті продукції конкурентів, наприклад з точки

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

зору репутації у споживачів, якості продукції, асортименту тощо.

Другим етапом процесу розробки цінової політики стратегії є стратегічний аналіз. У ході його виконання раніше зібрана інформація піддається відповідним видам аналізу:

- **фінансовий аналіз.** Проведення фінансового аналізу ґрунтується на інформації про можливі варіанти ціни, продукт і затрати на його виробництво, про можливий вибір того сегмента ринку, в якому підприємство може завоювати покупців більш повним задоволенням їхніх вимог, або з інших причин у нього є кращі шанси стійких конкурентних переваг.

Фінансовий аналіз дозволить визначити підприємству найбільш прийнятний і вигідний сектор ринку:

- задоволення покупців у продукції більше високого рівня і якості, ніж у конкурентів за допомогою додаткових витрат з боку підприємства;

- задоволення покупців у продукції того ж рівня, як у конкурентів, шляхом удосконалення організації і технології виробництва, тобто з меншими витратами з боку підприємства.

При цьому розглядається величина чистого прибутку від виробництва (продажів) одиниці кожного виду продукції при існуючій ціні, величина зростання обсягу продажів кожного виду продукції в разі зниження її ціни і за умови збільшення загальної величини чистого прибутку підприємства, а також граничне скорочення обсягу продажів продукції підприємства у разі підвищення її ціни, при якому загальна сума чистого прибутку підприємства впаде до існуючого рівня;

- **сегментний аналіз ринку.** У ході цього аналізу визначається, як найбільш вигідно диференціювати ціни на продукцію, що випускається підприємством, щоб максимально врахувати відмінності між сегментами ринку по чутливості покупців до рівня цін продукції і за рівнем витрат підприємства для найбільш адекватного задоволення вимог покупців з різних сегментів.

Завчасно визначається склад покупців різних сегментах ринку, визначаються межі між окремими сегментами для того, щоб встановлення підприємством занижених цін на свою

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

продукцію в одному із сегментів не заважало встановленню більш високих цін в інших сегментах. Також здійснюється диференціювання цін по сегментах ринку після попереднього аналізу вимог чинного законодавства з питань ціноутворення;

– **аналіз конкуренції.** Метою такого аналізу є оцінка (прогнозування) можливого відношення конкурентів до наміченим змінам цін на продукцію і тих конкретних заходів, які вони можуть зробити у відповідь. На цій основі намагаються визначити вплив відповідних заходів конкурентів на рівень прибутковості і ефективність цінової стратегії, яку підприємство передбачає здійснювати на ринку. Визначаються також рівні продажів і прибутковості кожного види продукції, які підприємство реально може досягти з урахуванням можливої реакції конкурентів, вишукати заходи впливу на конкурентів з метою досягнення результатів своєї цінової стратегії і зниження втрат від конкурентної боротьби.

Крім того, визначаються можливості підприємства в підвищення гарантованості досягнення своїх цілей за обсягами і прибутковості продажів продукції за рахунок зосередження зусиль на тих цільових сегментах ринку, де йому легше досягти стійкої конкурентної переваги, а також виявити ті сегменти ринку, в яких стратегічно раціонально припинити витрачання ресурсів (наприклад, відмовитися від виробництва призначеної для цих сегментів ринку продукції).

Політику ціноутворення розробляють згідно з обраною маркетинговою стратегією, яка може передбачати:

- вихід на новий ринок товарів;
- розширення ринку продукції, що випускається підприємством;
- сегментацію ринку продукції за групами пріоритетних покупців;
- розробку принципово нових видів продукції або модифікацію вже існуючої для освоєння нових ринків.

По суті, не існує універсальної стратегії, реалізуючи яку, підприємство одержувало б гарантовано високий прибуток. У кожній ринковій ситуації, для кожного підприємства існує свій варіант цінової стратегії, що враховує всі нюанси взаємних

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

залежностей між витратами, конкурентними умовами та діями і реакцією споживачів чи купівельних станів.

Типові цінові стратегії поділяють на три типи¹⁰¹:

- 1) встановлення ціни трохи вищої, ніж у конкурентів (преміальне ціноутворення);
- 2) встановлення цін приблизно на рівні конкурентів (нейтральне ціноутворення);
- 3) встановлення цін трохи вищих за ціни конкурентів (стратегія цінового прориву).

Преміальне ціноутворення може бути обране у тому випадку, якщо присутній сегмент ринку, на якому покупці готові платити за особливі якості товару трохи більшу ціну, ніж основна маса потенційних споживачів. Стратегія преміального ціноутворення може застосовуватися і в тому випадку, якщо продукція має певні характеристики, які мають пріоритетне значення для покупців в даному сегменті ринку. Лише за дотримання цієї умови підприємство зможе одержати прийнятний прибуток за рахунок продажу своєї продукції в даному сегменті ринку за ціною, що включає «преміальний надлишок» порівняно з середньоринковим рівнем ціни за найбільш повне задоволення потреб даної групи споживачів.

Нейтральна стратегія ціноутворення виражає не лише відмову від використання цін для розширення освоєного сегменту ринку, але й дозволяє ціні знижувати цей сегмент. Отже, при виборі такої стратегії роль ціни як інструмента маркетингової політики зводиться до мінімуму. Таке рішення може бути виправданим в тому випадку, якщо:

- дослідження товарного ринку підтверджує, що підприємство може досягти своїх комерційних цілей за допомогою інших маркетингових інструментів, окрім ціни;
- фінансовий аналіз використання інших інструментів маркетингу свідчить, що проведення цих заходів потребуватиме менших витрат, ніж використання заходів, пов'язаних із застосуванням цін в рамках нової стратегії ціноутворення.

Нейтральне ціноутворення може застосовуватися у тих

¹⁰¹ Маркетинг: навч. посіб. / [В.В. Липчук, Р.П. Дудяк, С.Я. Бугіль, Я.С. Янишин]. – Львів: «Магнолія 2006», 2012. – 456с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

випадках, якщо:

- покупці вельми чутливі до рівня цін на товар виробника, що перешкоджає преміальному ціноутворенню;
- підприємства-конкуренти жорстко реагують на будь-яку спробу зміни цін на даному сегменті товарного ринку;
- кожному продавцю на ринку необхідно підтримувати певні співвідношення цін в рамках цінового ряду на різні моделі (модифікації) однієї і тієї ж продукції виробника (або їхньої групи).

Стратегія цінового прориву спрямована на одержання максимального прибутку за рахунок збільшення обсягу продажу на освоєному сегменті товарного ринку. При цьому ціна продукції, що встановлюється в рамках даної стратегії, не обов'язково має бути низькою за величиною. Вона є невеликою тільки щодо споживчих якостей товару, її необхідності для покупців і цін аналогічних конкуруючих видів товарів. Реалізація подібної цінової стратегії може бути успішною лише в тому випадку, коли підтвердиться, що потенційні конкуренти з певних причин не зможуть (або не захочуть) відповісти аналогічним зниженням цін.

Для встановлення цін на продукцію використовують такі методи:

1. Витратний метод («витрати + прибуток»).

Ціна (Ц₁) обчислюється за формулами:

$$C_1 = C + P, \quad (3.5)$$

де C_1 – ціна продукції (ціна виробника продукції);

C – собівартість продукції;

P – прибуток.

$$C_2 = C + P + ПДВ, \quad (3.6)$$

де C_2 – ціна продукції з податком на додану вартість;

$ПДВ$ – податок на додану вартість.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

$$Ц_3 = C + П + АП + ПДВ, \quad (3.7)$$

де $Ц_3$ – ціна продукції з акцизним податком і податком на додану вартість;

$АП$ – акцизний податок.

Відтак повну роздрібну ціну продукції можна розрахувати за формулою:

$$Ц_4 = C + П + АП + ПДВ + ТН, \quad (3.8)$$

де $Ц_4$ – роздрібна ціна продукції;

$ТН$ – торгова націнка.

Прибуток визначається у відсотках до собівартості виходячи з міркувань забезпечення як прибутковості продукції, так і її конкурентоспроможності. У ринковій економіці сфера застосування цього методу є обмеженою.

2. Отримання цільової норми прибутку орієнтований на витрати і цільову норму прибутку. Підприємства намагаються встановити ціну, включаючи в неї прибуток, що планується у відсотках на інвестований капітал. При цьому використовується концепція беззбитковості і за встановлення ціни відповідно до цієї методики враховується залежність загальних витрат і виручки від обсягу продажу.

3. Оцінка споживної вартості ґрунтується на оцінці виходу, яку матиме споживач від використання товару. Цьому методу ціноутворення властивий певний ризик внаслідок можливості невинного завищення або заниження ціни.

4. Пропорційне ціноутворення характеризується тим, що, користуючись ним, підприємства виходять не стільки з власних витрат, оцінки споживної вартості чи попиту, скільки із цін конкурентів.

5. Метод «очікуваного прибутку» застосовують найчастіше тоді, коли підприємство планує підписати контракт і, пропонуючи нижчі ціни, ніж інші підприємства, має шанси виграти боротьбу за контракт.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

6. Метод швидкого повернення витрат використовується підприємствами з метою активного продажу великих обсягів продукції і швидкого повернення витрачених коштів. Такої поведінки дотримуються здебільшого виробники, котрі не впевнені в тривалому успіхові їхньої продукції на ринку.

У процесі реалізації готової продукції рівень цін визначає можливий обсяг продажу і, відповідно, виробництва. Так, при збільшенні обсягу продажу знижується частка умовно-постійних витрат, що припадають на одиницю продукції. Тому витратний метод ціноутворення при ринковій організації збуту продукції супроводжується серйозними фінансовими втратами підприємства. Такі втрати пов'язані з тим, що собівартість виробу відповідає лише певному обсягу його випуску і продажу. Відповідно фінансові розрахунки підприємства, засновані на витратному методі ціноутворення, можуть виявитися неправильними.

Більш правильний підхід полягає в тому, щоб спочатку спрогнозувати рівень ціни нового виробу, яку можна одержати на ринку, а потім установити обсяг його випуску й можливі ринки збуту. У такому порядку доцільно оцінювати і враховувати витрати при обґрунтованій ціновій політиці підприємства. При аналізі витрат для обґрунтування цінової політики слід точно розрахувати не лише величину витрат на випуск продукції, але і їх можливі коливання при зміні обсягу продажу. При цьому рекомендують враховувати граничні витрати. Управління цінами в рамках активної політики ціноутворення дозволяє досягти такого рівня витрат на виробництво і збут продукції, при якому підприємство одержить бажаний фінансовий результат.

При визначенні цін на продукцію підприємству доцільно враховувати такі фактори:

- рівень споживчого попиту на цю продукцію;
- еластичність попиту, що склався на ринку на дану продукцію;
- можливу реакцію ринку на зміну виробництва конкретних товарів;
- заходи державного регулювання цін (наприклад, на

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

продукцію монополістів)¹⁰².

Корпорація повинна обрати той метод ціноутворення, який відповідає етапу її життєвого циклу, забезпечує покриття витрат та отримання прибутку. При цьому необхідно врахувати всі можливі фактори внутрішнього та зовнішнього середовища.

3.6. Фінансовий механізм корпорації і його забезпечення

В економічній літературі поняття «фінансовий механізм» використовується досить широко вже понад тридцять років. Водночас єдиної думки щодо його визначення та відповідно його складових не існує (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

Тлумачення «фінансового механізму»

Автор	Визначення
1	2
3 точки зору його складових елементів	
Аранчій В.І. ¹⁰³	Сукупність форм і методів формування та використання фінансових ресурсів для забезпечення фінансової діяльності підприємства.
Кірейцев Г.Г. ¹⁰⁴	Сукупність методів реалізації економічних інтересів шляхом фінансового впливу на соціально-економічний розвиток підприємства.
Ковалюк О.М. ¹⁰⁵	Система фінансових форм, методів, важелів та інструментів, які використовуються у фінансовій діяльності держави і підприємств за відповідного нормативного, правового та інформаційного їхнього забезпечення.

¹⁰² Макарова Ц.Р. Корпоративні фінанси: навч. посіб. / Ц.Р. Макарова, В.В. Нікітушкіна, С.С. Студніков. – М. Ексмо-Прес, 2009. – 576 с.

¹⁰³ Аранчій В.І. Фінанси підприємств: навч. посіб. / В.І. Аранчій. – К.: «Професіонал», 2004. – 304 с.

¹⁰⁴ Кірейцев Г.Г. Фінанси підприємств: навч. посіб. / Г.Г. Кірейцев. – К.: ЦУЛ, 2002. – 268 с.

¹⁰⁵ Ковалюк О.М. Методологічні основи фінансового механізму / О.М. Ковалюк // Фінанси України. – 2003. – №4. – С. 51-59.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 3.5

1	2
Москаленко В.П., Шипунова О.В. ¹⁰⁶	Складова господарського механізму, сукупність усіх елементів, які впливають на процес виробничо-господарської діяльності підприємства.
Як системи організації фінансів підприємств	
Поддєрьогін А.М. ¹⁰⁷	Система управління фінансами, призначена для організації взаємодії фінансових відносин і фондів грошових коштів із метою оптимізації їхнього впливу на кінцеві результати виробництва, а також досягнення тактичних і стратегічних цілей підприємства, тобто ефективне використання фінансового механізму є змістом фінансового менеджменту.
Шеремет А.Д. ¹⁰⁸	Система управління фінансовими відносинами підприємства через фінансові важелі за допомогою фінансових методів.
Балабанов І.Т. ¹⁰⁹	Система дії фінансових важелів, яка виражається в організації, плануванні й стимулюванні фінансових ресурсів.

У визначенні фінансового механізму як мікроекономічної категорії існують значні розбіжності. Проте, проаналізувавши наукову, навчальну та навчально-методичну літературу з цих питань, можна виділити два підходи щодо визначення фінансового механізму діяльності підприємства: через призму використання фінансових методів та важелів для забезпечення ефективної діяльності, тобто як систему складових елементів (Кірейцев Г.Г., Аранчій В.І., Ковалюк О.М., Москаленко В.П. та ін.), та систему організації фінансів та

¹⁰⁶ Москаленко В.П. Фінансово-економічний механізм підприємства: науково-методичне видання / В.П. Москаленко. – Суми: Довкілля, 2003. – 176 с.

¹⁰⁷ Фінанси підприємств: підручник / [Кер. авт. кол. і наук. ред. А.М. Поддєрьогін]. – 4-те вид., перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2002. – 571 с.

¹⁰⁸ Шеремет А.Д. Финансы предприятий: учеб. пособие / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 343 с.

¹⁰⁹ Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? / И.Т. Балабанов – М.: Финансы и статистика, 1994. – 477 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

фінансових відносин підприємства (Шеремет А.Д., Поддєрьогін А.М., Балабанов І.Т. та ін.).

Науково-методичні підходи щодо визначення фінансового механізму діяльності підприємства як системи елементів представлені відображають зовнішню дію функціонування фінансів підприємств, характеризують фінанси підприємств як вирішальний фактор впливу апарату управління на економічний стан підприємства. Даний аспект розкриття сутності фінансового механізму діяльності підприємства вимагає чіткого визначення його структури.

Більш правильним і виправданим, на нашу думку, є розгляд фінансового механізму як системи організації фінансів та фінансових відносин підприємства.

Серед науково-методичних підходів щодо тлумачення сутності категорії фінансового механізму вирізняється погляд Павлової Л.Н., яка надає його визначення як середовища господарювання, створеного на основі державного регулювання, в якому окреме підприємство відчуває себе краще або гірше залежно від його здатності адаптуватися до змін, що відбуваються.

Важливо підкреслити, що механізм фінансового менеджменту є не лише сумою його складових, а й цілісною системою, адекватною певному рівню, де всі складові взаємопов'язані, взаємодіють і перебувають у процесі розвитку та удосконалення.

Елементами даної системи є:

– **фінансові важелі** – набір показників, через які керуюча система може впливати на виробничо-господарську діяльність підприємства (дохід, прибуток, амортизаційні відрахування; фінансові санкції; ціна; орендна плата; дивіденди; відсоткові ставки; внески; інвестиції; форми розрахунків; види кредитів; франшиза; преференція тощо);

– **фінансові інструменти** – це різноманітні фінансові документи, які обертаються на ринку, мають грошову вартість і за допомогою яких здійснюються операції на фінансовому ринку (гроші; розрахункові документи; різні види цінних паперів; різні види цінних ієталів; страхові поліси; вторинні

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

фінансові інструменти (опціони, свопи, ф'ючерсні і форвардні контракти) тощо);

– **фінансові методи** – способи впливу фінансових відносин на виробничо-господарський процес (планування; прогнозування; інвестування; кредитування; самофінансування; оподаткування; система розрахунків; матеріальне стимулювання і відповідальність; заставні операції; трансферні операції; оренда; лізинг; факторинг; фондоутворення тощо);

– **правове забезпечення** (Закони України; Укази Президента; Постанови уряду; Накази та листи міністерств і відомств; статут господарюючого суб'єкта);

– **нормативне забезпечення** (норми; нормативи; інструкції; методичні вказівки; нормативна та інша документація);

– **інформаційне забезпечення** (дані бухгалтерської звітності підприємств; дані статистичної інформації; дані одноразових обстежень).

Необхідними компонентами механізму фінансового менеджменту є технічне та програмне забезпечення. Сучасні вимоги до роботи з персоналом, формування та використання інформаційної бази, здійснення комунікаційних зв'язків, інформаційних потоків, моделювання, прогнозування, бюджетування фінансових розрахунків можуть бути виконані лише за умови наявності сучасних технічних засобів, оргтехніки, мереж та програм продукту.

Фінансовий механізм спрацьовує ефективно, якщо функціонують усі його складові. Застосовуючи їх, підприємство може спрямовувати свій розвиток відповідно до поставлених цілей.

3.7. Аналіз фінансової звітності корпорації. Консолідована фінансова звітність

Основним джерелом інформації про фінансовий стан корпорації є фінансова (бухгалтерська) звітність.

Фінансова звітність складається з типових форм, її дані не є комерційною таємницею, а тому відкриті для зовнішніх

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

користувачів в особі потенційних інвесторів, кредиторів, постачальників, конкурентів, слугують важливим засобом обміну інформацією між ними і підприємствами.

Нині, серед провідних економістів і практиків простежуються різні погляди на поняття і сутність фінансової звітності (табл. 3.6).

Таблиця 3.6
Визначення поняття «фінансова звітність»

Автор	Визначення
1	2
ЗУ«Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні» ¹¹⁰	Фінансова звітність – це бухгалтерська звітність, що містить інформацію про фінансове становище, результати діяльності та рух грошових коштів підприємства за звітний період.
Б.Ф. Усач ¹¹¹	Фінансова звітність – це система узагальнених показників, що характеризують підсумки фінансово-господарської діяльності підприємства за минулий період (місяць, квартал, рік).
С.Ф. Голова ¹¹²	Фінансова звітність – це бухгалтерська звітність, що містить інформацію про фінансове становище, результати діяльності та рух грошових коштів підприємства за звітний період.
В.П. Завгородній ¹¹³	Фінансова звітність являє собою представлення користувачам для прийняття рішень повної, правдивої та неупередженої інформації про фінансовий стан, результати діяльності та рух грошових коштів підприємства.

¹¹⁰ Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні: Закон України від 16 липня 1999 року №996-XIV. Із змінами та доповненнями.

¹¹¹ Усач Б.Ф. Контроль і ревізія: підруч. – 4-те вид., стер. / Б.Ф. Усач. – К.: Знання-Прес, 2002. – 253 с.

¹¹² Голова С.Ф. Корпоративні фінанси: навчально-практичний посіб. / С.Ф. Голова. – Дніпропетровськ, ТОВ «Баланс – Клуб», 2001. – 832 с.

¹¹³ Сопко В.В. Організація бухгалтерського обліку, економічного контролю та аналізу: підруч. / В.В. Сопко, В.П. Завгородній. – К.: КНЕУ, 2000. – 260 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 3.6

1	2
В. І. Стражев ¹¹⁴	Фінансова звітність – це сукупність форм звітності, складених на основі даних фінансового обліку з метою подання користувачам узагальненої інформації про фінансове становище й діяльність підприємства, а також змін у його фінансовому становищі за звітний період у встановленій формі для прийняття цими користувачами певних ділових рішень.

Отже, **фінансова звітність** – це сукупність форм звітності, які складені на підставі даних фінансового обліку з метою надання зовнішнім і внутрішнім користувачам узагальненої інформації про фінансовий стан у вигляді, який зручний і зрозумілий для прийняття цими користувачами певних ділових рішень.

Згідно ЗУ «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні»¹¹⁵ бухгалтерський облік та фінансова звітність ґрунтуються на таких основних принципах:

– обачність – застосування в бухгалтерському обліку методів оцінки, які повинні запобігати заниженню оцінки зобов'язань та витрат і завищенню оцінки активів і доходів підприємства;

– повне висвітлення – фінансова звітність повинна містити всю інформацію про фактичні та потенційні наслідки господарських операцій та подій, здатних вплинути на рішення, що приймаються на її основі;

– автономність – кожне підприємство розглядається як юридична особа, відокремлена від її власників, у зв'язку з чим особисте майно та зобов'язання власників не повинні відображатися у фінансовій звітності підприємства;

¹¹⁴ Стражев В.І. Аналіз господарської діяльності промисловості: підручник / В.І. Стражев, Л.А. Богдановская, О.Х. Мигун. – Мінськ: Виш. шк., 2003. – 398с.

¹¹⁵ Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні: Закон України від 16 липня 1999 року №996-XIV. Із змінами та доповненнями.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

– послідовність – постійне (із року в рік) застосування підприємством обраної облікової політики. Зміна облікової політики можлива лише у випадках, передбачених національними положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку, і повинна бути обґрунтована та розкрита у фінансовій звітності;

– безперервність – оцінка активів та зобов'язань підприємства здійснюється виходячи з припущення, що його діяльність буде тривати далі;

– нарахування та відповідність доходів і витрат – для визначення фінансового результату звітного періоду необхідно порівняти доходи звітного періоду з витратами, що були здійснені для отримання цих доходів. При цьому доходи і витрати відображаються в бухгалтерському обліку та фінансовій звітності в момент їх виникнення, незалежно від дати надходження або сплати грошових коштів;

– превалювання сутності над формою – операції обліковуються відповідно до їх сутності, а не лише виходячи з юридичної форми;

– історична (фактична) собівартість – пріоритетною є оцінка активів підприємства, виходячи з витрат на їх виробництво та придбання;

– єдиний грошовий вимірник – вимірювання та узагальнення всіх господарських операцій підприємства у його фінансовій звітності здійснюються в єдиній грошовій одиниці;

– періодичність – можливість розподілу діяльності підприємства на певні періоди часу з метою складання фінансової звітності.

Головна мета аналізу фінансових звітів – своєчасне виявлення й усунення недоліків у фінансовій звітності та знаходження резервів поліпшення фінансового стану і платоспроможності підприємства.

При досягненні головної мети необхідно вирішити такі завдання:

1) на підставі вивчення виробничої, інвестиційної і фінансової діяльності дати оцінку виконання плану з

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

надходження фінансових ресурсів та їх використання з позиції поліпшення фінансового стану підприємства;

2) прогнозування можливих фінансових результатів, тобто прибутку та рентабельності, виходячи з реальних умов господарської діяльності й наявності власних і позикових ресурсів, розроблення моделей фінансового стану за різних варіантів використання ресурсів;

3) розроблення конкретних заходів, які спрямовані на ефективніше використання фінансових ресурсів і зміцнення фінансового стану корпорації.

Основними джерелами інформації для аналізу фінансового стану підприємства є форми № 1, 2, 3, 4, 5.

Аналіз фінансової звітності допомагає:

- обґрунтувати фінансові плани;
- виявити слабкі місця у фінансових операціях підприємства;
- вжити відповідних заходів, які допоможуть виправити становище;
- прийняти рішення про ефективніше використання коштів і ресурсів корпорації;
- адекватно скоригувати напрями майбутньої діяльності корпорації;
- вивчити ліквідність, платоспроможність, фінансову стійкість і кредитоспроможність корпорації;
- забезпечити інформаційні потреби користувачів (власників, інвесторів, кредиторів).

Головне в аналізі фінансової звітності – зрозуміти та правильно інтерпретувати результати опрацювання даних.

Аналізуючи фінансові звіти використовують різні методи та прийоми фінансового аналізу, які висвітлені у питанні щодо методів фінансового менеджменту.

Користувачі фінансової звітності – фізичні або юридичні особи, які потребують інформації про діяльність підприємств для прийняття відповідних рішень (ст. 1 Закону України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні»).

Фінансова звітність забезпечує інформаційні потреби користувачів щодо:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- придбання, продажу та володіння цінними паперами;
- участі в капіталі підприємства;
- оцінки якості управління;
- оцінки здатності підприємства своєчасно виконувати свої зобов'язання;
- забезпеченості зобов'язань підприємства;
- визначення суми дивідендів, що підлягають розподілу;
- регулювання діяльності підприємства;
- прийняття інших рішень¹¹⁶.

Сторони, зацікавлені в інформації про діяльність корпорації, в ринкових умовах можна поділити на дві основні категорії: внутрішні та зовнішні користувачі.

До *внутрішніх користувачів* інформації відноситься управлінський персонал корпорації, який приймає різні рішення виробничого і фінансового характеру. Наприклад, на базі звітності складається фінансовий план підприємства на наступний рік, приймаються рішення про ціноутворення тощо.

Зовнішніми користувачами є:

1) користувачі, *безпосередньо* зацікавлені в діяльності корпорації:

- теперішні та потенційні власники підприємства, яким необхідно визначити збільшення або зменшення частки власних засобів підприємства та оцінити ефективність використання ресурсів керівництвом підприємства;
- теперішні та потенційні кредитори, які використовують звітність для оцінки доцільності надання або продовження кредиту, визначення умов кредитування, гарантій повернення кредитів, оцінки довіри до корпорації як до клієнта;
- постачальники та покупці, які визначають надійність ділових зв'язків з клієнтом;

¹¹⁶ Звітність підприємства: підручник / [М.І. Бондар, Ю.А. Верига, М.М. Орищенко та ін.] – К.: «Центр учбової літератури», 2015. – 570 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- держава в особі податкових органів, які перевіряють правильність оформлення звітних документів, розрахунок податків, визначають податкову політику;

- працівники корпорації, які цікавляться даними звітності з точки зору рівня їх заробітної плати та перспектив роботи на підприємстві;

2) користувачі, *опосередковано* зацікавлені в діяльності підприємства, яким вивчення звітності необхідно для захисту інтересів безпосередніх користувачів:

- аудиторські служби, які перевіряють дані звітності на відповідність законодавству та загальноприйнятим правилам обліку та звітності з метою захисту інтересів інвесторів;

- консультанти по фінансових питаннях, які використовують звітність з метою розробки рекомендацій своїм клієнтам щодо розміщення капіталу в те чи інше підприємство;

- біржі цінних паперів;

- державні органи, які приймають рішення про реєстрацію підприємств, призупинення їх діяльності та оцінюють необхідність зміни методів обліку та складання звітності;

- законодавчі органи;

- юристи, яким необхідна звітність для оцінки виконання умов договорів, дотримання законодавчих норм при розподілі прибутку, а також для визначення умов пенсійного забезпечення;

- статистичні органи, які використовують звітність для статистичних узагальнень по галузях та для порівняльного аналізу і оцінки результатів діяльності на галузевому рівні;

- преса та інформаційні агентства, які використовують звітність для підготовки оглядів, оцінки тенденцій розвитку і аналізу діяльності окремих підприємств та галузей, розрахунку узагальнених показників фінансової діяльності;

- профспілки, зацікавлені у фінансовій інформації для визначення власних вимог щодо заробітної плати та умов трудових угод;

- громадськість, якій необхідна інформація щодо діапазону діяльності підприємства, кількості надання ним

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

робочих місць тощо.

Інтереси користувачів щодо джерел інформації узагальнено в табл. 3.7.

Таблиця 3.7

Інтереси користувачів фінансової звітності

Користувачі	Інтереси	Джерела інформації
1	2	3
Менеджери підприємства	Оцінка ефективності виробничої і фінансової діяльності; прийняття управлінських і фінансових рішень	Внутрішні звіти; фінансова звітність
Органи оподаткування	Оподаткування	Фінансова та податкова звітність, дані внутрішніх перевірок
Акціонери	Оцінка адекватності доходу ступеню ризику вкладених інвестицій; оцінка перспектив виплати дивідендів	Фінансова звітність
Кредитори	Визначення ступеня наявності ресурсів для погашення кредитів і сплати відсотків	Фінансова звітність, спеціальні довідки
Постачальники	Визначення наявності ресурсів для оплати поставок	Фінансова звітність
Покупці	Оцінка тривалості функціонування підприємства	Фінансова звітність
Службовці і робітники	Оцінка стабільності і рентабельності діяльності підприємства з метою визначення перспективи своєї зайнятості, отримання фінансових та інших пільг і виплат від підприємства	Фінансова звітність

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 3.7

1	2	3
Статистичні органи	Статистичні повідомлення	Фінансова та статистична звітність

Консолідована фінансова звітність пов'язана з функціонуванням групи підприємств, яка складається з материнської (холдингової) компанії та дочірніх підприємств (компаній).

Консолідована фінансова звітність – звітність, яка відображає фінансовий стан, результати діяльності та рух грошових коштів підприємства та його дочірніх підприємств як єдиної економічної одиниці.

В Україні діє стандарт 20 «Консолідована фінансова звітність», що регламентує порядок складання консолідованої фінансової звітності. Консолідована фінансова звітність складається шляхом упорядкованого додавання показників фінансової звітності дочірніх підприємств до аналогічних показників материнської компанії. У результаті користувачі фінансових звітів отримують для аналізу фінансову інформацію (форми № 1-4) про групу підприємств як єдине підприємство, що діє під головуванням холдингу, але не є юридичною особою.

Консолідовані фінансові звіти включають усі підприємства, що контролюються холдингом. Під контролем розуміємо вирішальний вплив на фінансову, господарську та комерційну політику підприємства з метою отримання вигід від його діяльності.

Контроль припускається, якщо материнська компанія прямо чи опосередковано (через дочірні компанії) володіє більш як половиною голосів на підприємстві; якщо явно не продемонстровано, що контроль відсутній. Контроль може здійснюватися й у випадках, коли частка голосів материнської компанії не перевищує 50%, наприклад, право на контроль, визначене угодою інвесторів чи зазначене у статуті підприємства або материнській компанії, надане право визначати кількість і склад членів Ради директорів дочірнього

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

підприємства. Практично всі великі західні корпорації мають дочірні підприємства і складають консолідовані фінансові звіти.

Для того щоб фінансові звіти містили вірогідну інформацію про групу підприємств як єдине ціле, необхідно об'єднати всі пункти фінансових звітів (кожну статтю активів, зобов'язань, власного капіталу, доходів і витрат), складених на одну й ту саму дату балансу за один і той самий звітний період; при цьому необхідно вилучити:

- балансову вартість фінансових інвестицій материнської компанії в кожне дочірнє підприємство і її частку в кожному з них;

- суму внутрішньогрупових операцій (операції між материнським і дочірніми підприємствами або між дочірніми підприємствами однієї групи) і внутрішньогрупового сальдо (сальдо дебіторської заборгованості й зобов'язань на дату балансу, що утворилося в результаті внутрішньогрупових операцій);

- суму нереалізованих прибутків і збитків внаслідок внутрішньогрупових операцій (крім збитків, які не можуть бути відшкодовані).

Крім того, материнська компанія для складання консолідованої фінансової звітності визначає частку меншості в капіталі та фінансових результатах дочірніх підприємств. Частка меншості – це частка чистого прибутку (збитку) і чистих активів дочірнього підприємства, що не належить материнській компанії; вона визначається як добуток відсотка голосів, що не належать материнській компанії, і, відповідно, чистого прибутку (збитку) та власного капіталу. Частка меншості відображається в консолідованому балансі й звіті про фінансові результати окремим рядком.

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

- перелік великих дочірніх підприємств із зазначенням назви, країни реєстрації або місцезнаходження, частку власності

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

і в разі відмінності - частку в розподілі голосів;

– характеристику методу, використаного для обліку дочірніх підприємств в окремих фінансових звітах материнського підприємства.

Крім того, необхідно зазначити:

– причини вилучення дочірнього підприємства з консолідації;

– характер відносин між материнським та дочірнім підприємством, якщо материнське підприємство не володіє в дочірньому прямо чи опосередковано більш як половиною голосів;

– назву підприємства, де материнському підприємству належить більше половини голосів прямо або опосередковано через дочірні підприємства, але яке через відсутність контролю не є дочірнім підприємством;

– вплив придбання або продажу дочірніх підприємств на фінансове становище (на дату складання фінансового звіту), результати звітного періоду та відповідні суми попереднього періоду;

– статті, які визначені із застосуванням різної облікової політики.

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

3.8. Антикризове фінансове управління корпорацією

Одним із важливих завдань фінансового менеджменту в сучасних корпораціях є ефективне антикризове управління, попередження можливого настання банкрутства або зменшення його наслідків.

Узагальнені результати аналізу сутності поняття банкрутства наведено в табл. 3.8.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Таблиця 3.8

Результати дослідження визначень поняття
«банкрутство»

Автор	Визначення поняття
1	2
Закон України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» ¹¹⁷	Банкрутство – це визнана господарським судом неспроможність боржника відновити свою платоспроможність та задовольнити визнані судом вимоги кредиторів не інакше як через застосування ліквідаційної процедури.
Є.М. Андрущак ¹¹⁸	Банкрутство – це визнане судовими органами незадовільне господарське становище фізичної чи юридичної особи, ознакою якого є припинення розрахунків за зобов'язаннями через нестачу активів у ліквідній формі.
І.А. Бланк ¹¹⁹	Банкрутство – це встановлена в судовому порядку фінансова неспроможність підприємства, тобто нездатність підприємства задовольнити в установлені строки пред'явлені до нього з боку кредиторів вимоги, та виконати зобов'язання перед бюджетом.
О.Л. Пластун ¹²⁰	Банкрутство – це підсумковий результат глибокої фінансової кризи, що унеможливило нормальну діяльність підприємства.

¹¹⁷ Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом: Закон України від 22.12.2011 року № 4212-VI. Із змінами та доповненнями.

¹¹⁸ Андрущак Є.М. Діагностика банкрутства українських підприємств / Є.М.Андрущак // Фінанси України. – 2004. – № 9. – С. 118-124.

¹¹⁹ Бланк І.А. Основи фінансового менеджмента. Т.2 / І.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 1999. – 512 с.

¹²⁰ Москаленко В.П. Комплексна оцінка фінансового стану підприємства як основа діагностики його банкрутства / В.П. Москаленко, О.Л. Пластун // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 6. – С. 180-192.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 3.8

1	2
Л.С. Ситник ¹²¹	Банкрутство – це зафіксована юридично точка в життєвому циклі підприємства, що означає неможливість ведення фінансово- господарської діяльності з невід’ємним прибутком як самостійним господарюючим суб’єктом.
О.О. Терещенко ¹²²	Банкрутство – це пов’язана з недостатністю активів у ліквідній формі неспроможність юридичної особи задовольнити в установленій для цього строк заявлені до неї з боку кредиторів вимоги і виконати зобов’язання перед бюджетом.

Таким чином, банкрутство – це визнана судом неспроможність господарюючого суб’єкта виконувати свої зобов’язання та продовжувати підприємницьку діяльність внаслідок її економічної неефективності, що є негативним наслідком кризи, призводить до порушення фінансових відносин і ставить під загрозу подальше існування підприємства.

Банкрутство завжди зачіпає інтереси дуже багатьох осіб:

- підприємств-кредиторів, які повинні встигнути заявити свої вимоги і претензії для того, щоб вони були враховані при погашенні боргів за рахунок майна банкрута;

- найманих працівників, з якими у першу чергу мають бути здійснені розрахунки, а також яким забезпечені певні гарантії при звільненні;

- підприємств, що можуть виступити в ролі санаторів і тому зацікавлені у створенні досконалого механізму

¹²¹ Ситник Л.С. Фінансовий менеджмент: навч. посіб. / Л.С. Ситник. – Донецьк: Донец. нац. ун-т, 2005. – 368 с.

¹²² Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб’єктів господарювання: навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисц. / О.О. Терещенко, Я.І. Невмержицький, А.П. Куліш. – К.: КНЕУ, 2006. – 312 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

банкрутства.

Нерівномірний розвиток економіки і, тим більше, окремих її частин, зміна обсягів виробництва і збуту, значне падіння виробництва, що характеризується як кризова ситуація, слід розглядати не як збіг незадовільних ситуацій (хоча для окремого підприємства це буде саме так), а як деяку загальну закономірність, властиву ринковій економіці.

Кризові ситуації, що виникають в результаті відсутності відповідних профілактичних заходів, можуть призвести до надмірної розбалансованості економіки підприємства і нездатності продовження фінансового забезпечення виробничого процесу, що кваліфікується як банкрутство підприємства.

Запобігання цьому стану потребує застосування спеціальних процедур або припинення діяльності даного підприємства та його ліквідації, що, як свідчить світова практика, також не можна вважати випадковістю.

Причини кризових ситуацій містяться безпосередньо в ринковому господарстві. Проаналізуємо фактори, що обумовлюють виникнення кризових ситуацій.

Успіхи і невдачі діяльності підприємства слід розглядати як взаємодію цілого ряду факторів – зовнішніх (на які підприємство не може впливати) і внутрішніх (які залежать від організації роботи самого підприємства). Здатність підприємства пристосовуватись до зміни зовнішніх (соціальних) і внутрішніх (технологічних) факторів є гарантією не лише виживання, але і розквіту.

До зовнішніх факторів, що впливають на діяльність підприємства, належать:

- розмір і структура потреб населення;
- рівень доходів і накопичень населення, а отже і його купівельна спроможність;
- політична стабільність і спрямованість внутрішньої політики;
- розвиток науки і техніки, який визначає всі складові процесу виробництва товарів і його конкурентоздатність;
- рівень культури, тобто звички і норми споживання;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- міжнародна конкуренція¹²³.

На фінансовий стан більшості підприємств негативно впливають наслідки загальноекономічного падіння, інфляція, а також зміни в сфері державного регулювання, що є характерним для нашої країни останнім часом.

Зрозуміло, що ведення боротьби з кризою національного масштабу окремим підприємством неможливе, але здійснення ним гнучкої політики допомагає зменшити негативні наслідки загального падіння в економіці.

Внутрішні фактори, які визначають розвиток підприємства і є результатом його роботи, в загальному вигляді можна згрупувати наступним чином:

- філософія підприємства;
- принципи його діяльності;
- ресурси і їх використання;
- якість і рівень застосування маркетингу.

В свою чергу, кожна з вищенаведених груп містить багато конкретних факторів, діючих на кожному підприємстві вибірково.

Наприклад, до 90 % невдач невеликих американських фірм пов'язано з недосвідченістю менеджерів, некомпетентністю керівництва, його невідповідністю об'єктивним умовам, що склалися. Невдача підприємств України також пов'язані з впливом цих факторів¹²⁴.

Іншими внутрішніми факторами, які посилюють кризову ситуацію підприємства, є наступні:

- різке збільшення рівня витрат виробництва і збуту товарів в зв'язку з нераціональною структурою управління, застосуванням дорогих технологій, засобів і предметів праці тощо;
- відсутність стимулів праці у персоналу підприємства;
- виникнення збитків підприємства у зв'язку з

¹²³ Корпоративні фінанси: навч. посіб. [Е.В. Устюжаніна, А.Р. Петров, А.В. Садовнича, Ц.Р. Євсюков]. – М.: Видавництво «АНХ», 2008. – 672 с.

¹²⁴ Грідчина М.В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): навч. посіб. – 2-ге вид., стереотип / М.В. Грідчина. – К.: МАУП, 2002. – 232 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

незадовільною організацією роботи з ринком, неконкурентоздатністю товарів.

Як відзначають західні спеціалісти, в класичній ринковій економіці зовнішні фактори обумовлюють 1/3, а внутрішні – 2/3 всіх банкрутств.

Однак, слід зазначити, що для сучасної України характерною є зворотня пропорційність впливу цих факторів. Політична й економічна нестабільність, порушення регулювання фінансового механізму та інфляційні процеси слід віднести до найбільш значних факторів, які погіршують кризову ситуацію на українських підприємствах.

Політика антикризового фінансового управління являє собою частину загальної фінансової стратегії підприємства, що містить розробку системи методів попереднього діагностування загрози банкрутства і застосування механізмів фінансового оздоровлення підприємства, що забезпечують його вихід із кризового стану.

Реалізація політики антикризового управління передбачає:

1. Здійснення постійного моніторингу фінансового стану корпорації з метою раннього виявлення ознак її кризового стану (в системі загального моніторингу виділяється окрема група об'єктів спостереження, що формують можливе «кризове» поле. В процесі спостереження використовуються спеціальні індикатори кризового розвитку).

2. Визначення масштабів кризового стану корпорації (при виявленні в процесі моніторингу суттєвих відхилень від нормальної фінансової діяльності визначаються масштаби кризового стану корпорації, тобто його глибина з позицій загрози банкрутства. Дозволяє вибрати відповідну систему механізмів захисту від можливого банкрутства).

3. Дослідження основних факторів, що викликають кризовий розвиток корпорації (групування таких факторів за основними визначальними ознаками, дослідження ступеня впливу окремих факторів на форми і масштаби кризового розвитку, прогнозування розвитку факторів, що здійснюють такий негативний вплив).

4. Формування системи цілей виходу корпорації з

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

кризового стану, адекватних його масштабам (цілі антикризового фінансового управління конкретизуються у відповідності з масштабами кризового стану. Тому менеджмент має бути спрямований на реалізацію таких цілей: усунення неплатоспроможності; відновлення фінансової стійкості підприємства в короткостроковій перспективі; зміна фінансової стратегії з метою забезпечення стійкого економічного зростання підприємства в довгостроковій перспективі).

5. Вибір і використання дієвих внутрішніх механізмів фінансової стабілізації підприємства, відповідних масштабам його кризового стану (повинні забезпечити реалізацію термінових заходів по відновленню платоспроможності і становленню фінансової рівноваги корпорації за рахунок внутрішніх резервів).

6. Вибір ефективних форм санації корпорації (в разі неможливості виходу з кризового стану за рахунок використання внутрішніх механізмів і фінансових резервів).

7. Забезпечення контролю за результатами розроблених заходів по виведенню корпорації з фінансової кризи (покладається на керівників корпорації. Здійснюється в системі оперативного контролінгу. Результати контролю періодично обговорюються з метою внесення необхідних коректив, спрямованих на підвищення ефективності антикризових заходів).

Подолання кризового стану, за якого виникає загроза банкрутства, вимагає розробки і здійснення спеціальних методів фінансового управління корпорації. Система антикризового фінансового управління корпорації базується на таких основних принципах:

- постійна готовність до можливого порушення фінансової рівноваги на підприємстві;
- рання діагностика кризових явищ у фінансовій діяльності підприємства;
- диференціація індикаторів кризових явищ за ступенем їх загрози для фінансового розвитку підприємства;
- негайне реагування на окремі кризові явища у фінансовому розвитку підприємства (кожне кризове явище не

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

тільки має тенденцію до розширення з кожним новим господарським циклом підприємства, а й породжує нові супутні йому кризові явища, тому чим раніше будуть включені антикризові механізми по кожному діагностованому кризовому явищу, тим більші можливості відновлення порушеної фінансової рівноваги);

- адекватність реагування підприємства на ступінь реальної загрози його фінансовій рівновазі (рівень затрат на здійснення окремих механізмів нейтралізації загрози банкрутства повинен бути адекватним рівню цієї загрози);

- повна реалізація внутрішніх можливостей виходу підприємства з кризового фінансового стану (як засвідчує досвід, при нормальних маркетингових позиціях підприємства загроза банкрутства повністю може бути нейтралізована внутрішніми механізмами антикризового фінансового управління і в межах фінансових можливостей підприємства);

- використання у разі необхідності відповідних форм санації корпорації для попередження її банкрутства (якщо загрозу банкрутства діагностовано лише на кінцевій її стадії і вона має катастрофічний характер, а механізми внутрішньої нейтралізації не дозволяють досягти необхідного ефекту у відновленні фінансової рівноваги підприємства, воно повинно ініціювати свою санацію, вибравши для цього найбільш ефективні її форми).

Механізм антикризового управління (подолання кризи) у корпорації включає в себе:

- організацію перспективного планування;
- постійне відстеження зовнішніх і внутрішніх обставин, виявлення факторів, що мають викликати кризу, загрожуючи діяльності корпорації;

- розроблення попередніх заходів щодо зниження уразливості корпорації, в тому числі із запобігання аварій, екологічних бід;

- створення резервів (фінансових, сировинних);
- скорочення поточних витрат на виробництві;
- створення дублюючих систем управління;
- диверсифікацію виробництва;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- активну інноваційну політику;
- трансформацію організаційних структур управління.

Захисна програма заснована на проведенні заходів збереження, основу яких становить скорочення всіх витрат, пов'язаних з виробництвом і збутом, управлінням основними фондами і персоналом, що призводить до скорочення виробництва в цілому.

Більш ефективною вважається наступальна стратегія. Поряд з економічними ресурсозберігаючими заходами проводяться активний маркетинг, завоювання нових ринків збуту, політика високих цін, модернізація виробництва, оновлення основних засобів, впровадження перспективних технологій.

У той же час змінюється або зміцнюється керівництво корпорацією, здійснюється комплексний аналіз і оцінка ситуації та, за потреби, змінюється стратегія.

Безперечно важливу роль у стабільній діяльності корпорацій, окрім антикризового управління, відіграє фінансове планування.

3.9. Фінансове планування корпорації: значення, види, методи

Фінансове планування займає важливе місце в системі фінансового менеджменту, яка включає планування, організацію, мотивацію й контроль діяльності підприємства.

Об'єктами фінансового планування є:

- 1) рух фінансових ресурсів;
- 2) фінансові відносини, які виникають при формуванні, розподілі та використанні фінансових ресурсів;
- 3) вартісні пропорції, які утворюються в результаті розподілу фінансових ресурсів.

Фінансове планування корпорації – це процес систематичної підготовки управлінських рішень, які прямо чи опосередковано впливають на обсяги фінансових ресурсів, узгодження джерел формування та напрямів використання згідно з виробничими, маркетинговими планами, а також величину показників діяльності підприємства в плановому

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

періоді і які забезпечують вирішення завдань найбільш раціональним шляхом.

Техніка фінансового планування починається з визначення цілей фінансової політики корпорації, розроблення фінансової стратегії і тактики.

Головною метою фінансової політики підприємства є підвищення ефективності системи управління фінансами, а головними завданнями – максимізація прибутку, оптимізація витрат та структури капіталу, забезпечення його фінансової стійкості, досягнення прозорості фінансового стану, забезпечення інвестиційної привабливості підприємства та створення ефективного механізму управління останнім.

Фінансове планування є складовою управління фінансовими ресурсами, процесом оцінки потреби у грошових коштах на всіх етапах фінансово-господарської діяльності підприємства, а також визначення оптимальної структури джерел формування фінансових ресурсів.

Фінансове планування – це процес оцінки фінансових ресурсів, необхідних для підприємства, і своєчасного визначення методів фінансування.

Початковим етапом фінансового планування є фінансове прогнозування, яке полягає у визначенні можливого фінансового стану підприємства на перспективу.

На відміну від фінансового планування, прогнозування передбачає розроблення альтернативних фінансових показників та параметрів, використання яких, відповідно до тенденцій зміни ситуації на ринку, дає змогу визначити один з варіантів розвитку подій та їх вплив на фінансовий стан підприємства.

Тобто за фінансового прогнозування оцінюються можливі майбутні фінансові наслідки рішень, які приймаються, а за фінансового планування фіксуються фінансові показники, котрі підприємство намагається отримати в майбутньому, та формалізуються шляхи їх досягнення.

Фінансове планування направлене, з одного боку, на запобігання помилкових дій у діяльності підприємства, з іншого – на зменшення кількості невикористаних можливостей¹²⁵.

¹²⁵ Нікітіна Н.В. Корпоративні фінанси: навч. посіб. / Н.В. Нікітіна, В.О. Янова. – М.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Традиційно фінансові плани поділяють на стратегічні, поточні, оперативні, кожний з яких має своє чітке призначення, певний ступінь деталізації та форму реалізації.

Так, стратегічне фінансове планування визначає найважливіші показники, пропорції та темпи розширеного відтворення та є головною формою реалізації мети підприємства. Стратегічне фінансове планування включає розроблення фінансової стратегії підприємства та прогнозування фінансової діяльності, на основі яких визначається фінансова політика підприємства за конкретними напрямками фінансової діяльності.

Функції стратегічного планування:

- визначає перспективні напрямки розвитку корпорації, основні види її діяльності, уможлиблює об'єднати в єдину систему чотири найважливіших об'єкти планування — обсяги реалізації продукції, фінансові ресурси, виробництво і потреби в закупівлях;

- формує для компанії загалом, а також для кожного структурного підрозділу конкретні цілі, що узгоджуються з корпоративною стратегією;

- стимулює менеджерів до глибшої оцінки сильних і слабких сторін фірми;

- створює основу для раціонального розподілу обмежених економічних ресурсів¹²⁶.

Довгострокові фінансові плани, що є складовою стратегічного планування, узгоджуються із загальною стратегією економічного розвитку корпорації.

Термін «довгостроковість» означає, що період триває більше року. Зазвичай це планування розраховане на 2-5 (іноді більше) років. За цей час корпорація планує досягти певних довгострокових цілей, вибравши відповідну стратегію розвитку.

Довгострокові цілі – це конкретні результати у відповідних кількісних показниках, яких має досягти компанія. Наприклад, збільшити чистий прибуток на інвестований капітал

КноРус, 2012. – 345 с.

¹²⁶ Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій / М.В. Суторміна. – К.: КНЕУ, 2004. – 566 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

на 15 % за 3 роки; збільшити суму прибутку на 3 млн грн. од. за 4 роки; збільшити обсяг реалізації продукції «А» на 500 тис. шт. за 4 роки; знизити витрати на виробництво одиниці продукції «В» на 5 % за 2 роки тощо.

Існує 12 головних напрямків, на яких базується формування стратегії економічного розвитку корпорації. Їх перелік, зміст, а також характеристика з погляду потреби у фінансуванні (обсяг капіталовкладень) та ступеня фінансового ризику наведено в табл. 3.9.

Таблиця 3.9

Базові шляхи розвитку корпорацій

Базовий шлях розвитку корпорації	Характерні ознаки	Обсяг капіталовкладень	Ступінь фінансового ризику
1	2	3	4
Концентрація зусиль на поточному бізнесі	Збільшення обсягів виробництва тієї самої продукції (виконання робіт, надання послуг) і закріплення за собою того самого ринку збуту. Забезпечує повільні темпи розвитку й підвищення рентабельності.	Мінімум додаткових фінансових ресурсів	Мінімальний
Розширення ринку	Розширення ринку збуту тієї ж продукції (виконання робіт, надання послуг або з невеликою модифікацією) за рахунок маркетингових заходів (збільшення каналів розподілу, зміна змісту реклами і засобів сприяння продажу). Забезпечує помірні темпи розвитку й підвищення рентабельності.	Помірні інвестиції	Помірний
Оновлення продукції	Суттєва модифікація продукції або створення нових моделей. Забезпечує помірні темпи розвитку й підвищення рентабельності.	Те саме	Те саме
Інновація	Упровадження оригінальних, новітніх ідей, створення продукції з якісно новими характеристиками. Забезпечує значне підвищення рентабельності (можливість отримання надприбутку) у разі успіху або великі збитки (імовірність банкрутства) у випадку провалу.	Значні капіталовкладення, тривалий термін окупності	Високий

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 3.9

1	2	3	4
Горизонтальна інтеграція – стратегія поглинання конкурентів	Зростання фірми за рахунок об'єднання (або придбання) з підприємствами, що випускають таку ж (або подібну) продукцію. Забезпечує високі темпи розвитку, помірне або високе підвищення рентабельності.	Помірні інвестиції	Помірний
Вертикальна інтеграція	Встановлення контролю (або придбання) над посередниками: між фірмою та кінцевим споживачем - прогресивна інтеграція; над посередниками (або виробниками), що постачають сировину (матеріали) - регресивна інтеграція. Забезпечує помірні темпи розвитку й підвищення рентабельності.	Те саме	Те саме
Спільне підприємство	Об'єднання з іноземним капіталом. На основі спільного права власності не дає змоги залучити на вигідних умовах необхідні ресурси (трудові, матеріальні, фінансові). Забезпечує високі темпи розвитку і підвищення рентабельності.	Залежить від конкретного проекту	Залежить від конкретного проекту
Концентрична диверсифікація	Розширення діяльності за рахунок придбання підприємств, що виробляють іншу продукцію, але з високою сумісністю з поточним бізнесом. Придбання підприємств, продукції, ринків збуту, технології яких подібні до власних, але не ідентичні їм	Великі інвестиції	Зменшення фінансового ризику
Конгломератна диверсифікація	Розширення діяльності за рахунок придбання високоприбуткових підприємств незалежно від виду їх діяльності. Синергійний ефект від злиття – суттєве підвищення рентабельності	Великі інвестиції	Суттєве зменшення фінансового ризику
Зменшення витрат	Якщо фірма переживає період зниження доходів, використовують різноманітні заходи щодо зменшення витрат, щоб фірма змогла подолати негативні тенденції та вижити. Спостерігається зниження темпів розвитку та рентабельності	Скорочення (або заморожування) інвестицій	Зменшення ризику банкрутства

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 3.9

1	2	3	4
Частковий розпродаж	Якщо стратегія скорочення витрат не була ефективною, може бути прийняте рішення продати окремі компоненти справи, що мають високу ринкову вартість, і цим поліпшити фінансове становище фірми. Спостерігається зниження темпів розвитку і рентабельності	Часткове повернення попередніх капіталовкладень	Зменшення ризику фінансових втрат
Ліквідація	Продаж компанії окремими частинами за планом з тим, щоб ліквідувати її з найменшими втратами для акціонерів. Здійснюється тоді, коли передбачається банкрутство компанії. Планова ліквідація може забезпечити вигідний продаж майна. Результат – згорання діяльності	Те саме	Зменшення ризику втрат для акціонерів

Отже, дев'ять з 12 можливих шляхів, наведених у таблиці, передбачають певні темпи розвитку компанії. Проте всі фірми намагаються розвиватися і якщо, наприклад, підсумувати всі плани зростання обсягів реалізації компаній однієї галузі, то загальна сума суттєво перевищить реальні потреби ринку. А це означає, що не всі стратегічні плани можливо виконати, і тому вибір шляхів розвитку є найвідповідальнішим для менеджерів компаній.

Основні об'єкти довгострокового фінансового планування – обсяг капіталовкладень і потреба у фінансових ресурсах. Для розробки перспективних фінансових планів керівництво корпорації має визначити кілька принципових напрямків фінансової політики на плановий період, а саме:

- скільки коштів буде інвестовано в нові активи. Ця цифра впливає з інвестиційних можливостей фірми і є результатом прийнятих рішень щодо бюджету капіталовкладень;

- який рівень фінансового важеля фірма вирішила підтримувати. Цим визначатиметься сума позик для фінансування інвестицій у реальні активи, тобто це політика фірми щодо структури капіталу;

- яку дивідендну політику здійснюватиме фірма у

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

плановому періоді. Цим визначатиметься сума коштів для виплати акціонерам і сума нерозподіленого прибутку;

– який рівень ліквідності збирається підтримувати фірма. Цим визначатиметься розмір чистого оборотного капіталу (розмір власних обігових коштів), тобто це політика щодо фінансування обігових коштів.

Вибір напрямків безпосередньо впливатиме на майбутню прибутковість, потребу в зовнішньому фінансуванні, на можливості розвитку фірми. Крім інвестиційної програми (бюджету капіталовкладень) корпорації складають прогнозні фінансові звіти (*pro forma financial statments*). Вони відображають фінансову звітність у перспективі за умови здійснення певних прогнозів щодо майбутньої діяльності компанії. Основою складання цих звітів є відповідні фінансові звіти корпорації за базовий рік – баланс, звіт про фінансові результати, звіт про рух грошових коштів.

У процесі складання прогнозних фінансових звітів менеджери корпорації визначають основні фінансові показники і пропорції на плановий період: прибуток, суму дивідендів і позик, структуру капіталу (співвідношення власного капіталу і зобов'язань) і активів (співвідношення основних і обігових коштів), суму додаткового зовнішнього фінансування для забезпечення приросту активів. Найважливішим результатом довгострокового фінансового планування є визначення потреби компанії у фінансуванні на момент, що відображений в прогнозному балансі.

Проекти майбутніх форм звітності не обов'язково мають бути такими ж детальними, як звітність за базовий рік; вони можуть бути складені в агрегованих формах, що містять ключові елементи і підсумки.

Система поточного фінансового планування базується на розробленій фінансовій стратегії та фінансовій політиці за окремими аспектами фінансової діяльності й пов'язана з розробленням конкретних видів поточних фінансових планів, які дають можливість підприємству визначити на поточний період усі джерела фінансування його розвитку, сформувати структуру доходів і витрат, забезпечити постійну платоспроможність, а також визначити структуру активів і

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

капіталу на кінець планового періоду.

З метою контролю за фактичними надходженнями і їх використанням необхідне оперативне фінансове планування, яке включає складання й виконання платіжного календаря, касового плану та розрахунок потреб у короткострокових залученнях коштів чи їх ефективне короткострокове розміщення.

Бюджетування – це необхідна складова фінансового планування, оскільки основою будь-якого оперативного чи поточного фінансового плану є система відповідних бюджетів. Як і поточне планування в цілому, бюджетування спрямоване на поетапну трансформацію стратегічного фінансового плану в систему поточних планів, послідовне їх виконання з метою досягнення стратегічних цілей підприємства.

Бюджет і відповідно процес бюджетування – більш вузькі поняття, ніж фінансовий план та фінансове планування. План включає весь спектр дій, спрямованих на досягнення сформульованих цілей, які можуть бути описані як з допомогою формалізованих кількісних оцінок, так і шляхом опису якісних показників. Бюджет є робочим інструментом фінансового планування, який полегшує реалізацію намічених планів і робить більш обґрунтованим їх коригування.

Бюджет – це фінансовий документ, що стосується конкретного напрямку діяльності, в якому узгоджуються та фіксуються за обсягами та розподілом у часі надходження й витрати грошових коштів, доходи та витрати структурного підрозділу чи підприємства в цілому.

Бюджетування, як і фінансове планування в цілому, передбачає контроль за реалізацією бюджетів з подальшим регулюванням діяльності підприємства чи внесенням змін до системи бюджетів з метою узгодження бюджетних показників із фактичними. Воно охоплює всі сфери фінансово-господарської діяльності підприємства (виробництво, реалізацію продукції, управління фінансовими потоками) і узгоджує діяльність усіх його підрозділів.

До основних функцій бюджетування належать функції планування, координації та контролю. У процесі бюджетування уточнюють планові та розраховують допоміжні фінансові показники, а також визначають послідовність дій, спрямованих

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

на їх досягнення, здійснюють координацію діяльності різних підрозділів підприємства і різних видів його виробничо-господарської діяльності.

Впровадження на підприємстві бюджетування означає не тільки складання системи бюджетів, а й здійснення постійного контролю за їх виконанням, аналізу поточної ситуації та внесення коректив до бюджетів у ході їх виконання залежно від змін у діяльності підприємства та кон'юнктурі ринку.

Бюджетування сприяє виявленню слабких ланок у фінансовому забезпеченні та в організаційній структурі підприємства, вирішенню проблем комунікації та розподілу відповідальності між окремими підрозділами й учасниками виробничого процесу, забезпеченню належної планової дисципліни. Саме бюджетний процес дає змогу вчасно виявити неузгодженість у діяльності окремих підрозділів підприємства, неефективне використання ресурсів, низький рівень управління запасами чи грошовими коштами.

Обов'язковими етапами бюджетування є:

- аналіз виконання показників бюджету за попередні бюджетні періоди або у разі першого складання бюджету, аналіз фінансових показників діяльності підприємства за попередні звітні періоди;
- складання бюджету з урахуванням даних виконання бюджету за попередні періоди та можливих змін у діяльності підприємства в майбутньому;
- затвердження бюджету, у результаті якого бюджет стає обов'язковим до виконання для відповідних підрозділів та їх працівників;
- виконання бюджету з відстеженням точності його складання та виконання;
- здійснення контролю за виконанням бюджету та аналіз результатів контролю;
- коригування бюджету чи діяльності підприємства з метою узгодження бюджетних і фактичних показників.

Слід зауважити, що бюджет може виконуватись незадовільно через неефективний менеджмент, непередбачені

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

зміни у діяльності підприємства, недбалий чи некваліфікований підхід до процесу складання бюджету. В усіх випадках необхідно або здійснювати коригування бюджету та вносити зміни до відповідних фінансових планів, або змінювати завдання структурним підрозділам підприємства з тим, щоб результати їх діяльності відповідали бюджетним показникам, оскільки бюджет, який не відповідає дійсності, не може бути ефективним інструментом управління та виконувати координуючу функцію.

Нагадаємо, що готівковий бюджет є одним із основних документів оперативного фінансового плану. У системі бюджетів підприємства, які покладено в основу поточного фінансового плану, розрізняють бюджети різних рівнів. Кожний бюджет вищого рівня формується із сукупності бюджетів нижчого рівня і фактично є їх сумою. До бюджетів найнижчого рівня належать часткові операційні бюджети за окремими видами діяльності або за окремими підрозділами. Операційний бюджет (бюджет доходів і витрат) – це сукупність узгоджених між собою часткових операційних бюджетів, що відображає виробничі плани всіх підрозділів підприємства. До складових операційного бюджету, які деталізують процес формування прибутку, відносять: плани реалізації, виробництва, прямих матеріальних витрат, прямих витрат на оплату праці, витрат на збут, адміністративних витрат тощо.

На основі операційного бюджету формується прогностна фінансова звітність, яка відображає очікувані в майбутньому рух грошових коштів, фінансовий стан підприємства та його фінансові результати. Основними формами прогностної звітності є плани звітів про фінансові результати та про рух грошових коштів, а також плановий баланс. Доповнювати чи деталізувати інформацію, наведену у фінансових звітах, можуть додаткові плани (інвестиційних витрат, погашення позик, сплати податків тощо).

У цілому процес бюджетування охоплює діяльність усіх структурних підрозділів і всі аспекти діяльності підприємства. Бюджети складають як для окремих структурних підрозділів, так і для підприємства в цілому. За наявності в складі підприємства кількох підрозділів, які можна охарактеризувати

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

як центри витрат, доходів та прибутку, бюджети складають окремо для кожного підрозділу з метою закріплення персональної відповідальності за їх виконання, і вже після цього консолідують в єдиний бюджет. Бюджети підрозділів агрегують в основний операційний бюджет, який визначає діяльність усього підприємства.

Кожен із бюджетів підприємства повинен мати відповідний ступінь деталізації, бути досяжним і пристосованим до внесення змін. Сам процес бюджетування повинен бути підкріплений відповідним методологічним та програмним забезпеченням. Бюджетний процес не може бути ефективним без запровадження і правильного складання стандартизованих бюджетних форм, а також чіткого виконання інструкцій і процедур бюджетного процесу.

Бюджети та плани, що використовуються в процесі їх формування, не мають стандартизованої форми і призначені для внутрішнього використання. Вони мають конфіденційний характер, надають оперативну інформацію про ефективність управління рухом фінансових ресурсів на підприємстві і є основним інструментом контролю в системі фінансового планування. Структура системи бюджетів і рівень їх деталізації визначаються розмірами та організаційною структурою підприємства, специфікою виробничо-господарського процесу, організацією систем фінансового обліку та контролю на підприємстві, потребами в інформаційному забезпеченні фінансового менеджменту.

Склад і структура бюджетів обґрунтовуються фінансовим відділом і затверджуються керівниками підприємства. Дані, які використовують працівники фінансового відділу при складанні бюджетів, формуються на основі натуральних показників, розроблених економічним відділом підприємства.

У цілому для створення ефективної системи бюджетування на підприємстві необхідно мати висококваліфіковані кадри в галузі фінансового менеджменту та відповідне методичне і програмне забезпечення, що потребує значних фінансових витрат.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Запитання та завдання для самоконтролю знань студентів

1. Що таке фінансовий менеджмент корпорації?
2. Які складові частини діяльності корпорацій охоплює фінансовий менеджмент?
3. Назвіть функції фінансового менеджменту?
4. Назвіть суб'єкти та об'єкти фінансового менеджменту.
5. Які вам відомі методи фінансового менеджменту?
6. Що таке фінансова стратегія?
7. Назвати основні етапи процесу формування фінансової стратегії корпорації.
8. Що являє собою фінансова політика?
9. Охарактеризувати систему формування фінансової політики.
10. Що таке фінансові ресурси корпорації?
11. Назвіть внутрішні та зовнішні джерела фінансування корпорації.
12. Охарактеризуйте фінансовий аналіз як метод фінансового менеджменту.
13. Що таке витрати корпорації та який їх склад?
14. Назвіть види доходів корпорації.
15. Охарактеризувати виручку від реалізації продукції корпорації.
16. Що являє собою політика антикризового управління корпорацією?
17. Назвати основні етапи розробки цінової політики.
18. Що таке консолідована фінансова звітність?
19. Назвати функції стратегічного планування.
20. Що включає процес формування системи бюджетів на підприємстві?

Тестові завдання

1. Фінансовий менеджмент спрямований на управління...
 - а) фінансовими ресурсами;
 - б) фінансовими відносинами;
 - в) фінансовими ресурсами і відносинами;
 - г) усіма ресурсами підприємства.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

2. Одним з основних завдань фінансового менеджменту є:

- а) інтегрованість з загальною системою управління підприємством;
- б) варіативність підходів до розробки стратегії прийняття рішень;
- в) забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства під час розвитку;
- г) забезпечення реалізації стратегічних цілей підприємства.

3. Постійний моніторинг фінансового стану підприємства для своєчасної діагностики симптомів фінансової кризи відносять до функції:

- а) антикризового фінансового управління;
- б) управління капіталом;
- в) управління фінансовими ризиками;
- г) управління активами.

4. До коефіцієнтів фінансової стійкості відносять:

- а) коефіцієнт незалежності;
- б) коефіцієнт абсолютної платоспроможності;
- в) період оборотності активів;
- г) кількість оборотів оборотних активів у рік.

5. Оперативний фінансовий план короткострокового періоду, що розробляється на термін до 1 року та відображає доходи і витрати фінансових ресурсів у процесі фінансово-господарської діяльності підприємства – це:

- а) план;
- б) кошторис;
- в) звіт про фінансові результати;
- г) бюджет.

6. Система основних елементів, що регулюють процес розробки і реалізації управлінських рішень щодо фінансової діяльності підприємства, – це:

- а) фінансовий менеджмент підприємства;
- б) фінансова стратегія підприємства;
- в) фінансова політика підприємства;
- г) механізм фінансового менеджменту.

7. Метою надання підприємством звітності зовнішнім користувачам в ринкових умовах є:

- а) аналіз користувачами прибутковості підприємства;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- б) одержання додаткових фінансових ресурсів;
 - в) оцінка конкурентоспроможності підприємства;
 - г) всі відповіді правильні.
8. Джерелами інформації, які переважно використовують зовнішні користувачі фінансової інформації, є:
- а) обов'язкова фінансова (бухгалтерська) звітність;
 - б) статистична звітність;
 - в) управлінська звітність;
 - г) податкова звітність.
9. Інформація про розподіл чистого прибутку міститься у:
- а) балансі;
 - б) звіті про фінансові результати;
 - в) звіті про рух грошових коштів;
 - г) звіті про власний капітал.
10. До джерел формування власних фінансових ресурсів корпорації належать:
- а) амортизація та прибуток;
 - б) торговий кредит та короткострокова заборгованість ;
 - в) довгострокові зобов'язання;
 - г) усі відповіді правильні.
11. Коефіцієнт ефективності грошового потоку розраховується як:
- а) відношення прибутку до чистого грошового потоку;
 - б) відношення позитивного грошового потоку до негативного грошового потоку;
 - в) відношення чистого грошового потоку до негативного грошового потоку;
 - г) відношення чистого грошового потоку до чистого прибутку.
12. До джерел формування позичених фінансових ресурсів корпорації належать:
- а) довгострокова та короткострокова заборгованість;
 - б) амортизація та чистий прибуток;
 - в) довгострокові зобов'язання;
 - г) правильні відповіді а та в.
13. Пошук можливостей для концентрації необхідного обсягу грошових коштів для виконання цілей і завдань корпорації, коли вони розсереджені по численних каналах і не можуть бути оперативно залучені – це функція:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- а) залучення грошових коштів;
 - б) бюджетування;
 - в) акумуляції грошових коштів;
 - г) управління грошовими коштами.
14. Дохід від операційної оренди активів, дохід від операційних курсових різниць, дохід від реалізації оборотних активів (крім фінансових інвестицій) – це...
- а) дохід від участі у капіталі;
 - б) інші доходи;
 - в) інші операційні доходи;
 - г) немає правильної відповіді.
15. Метод ціноутворення, який передбачає встановлення ціни, що включає прибуток у відсотках на інвестований капітал, має назву:
- а) пропорційне ціноутворення;
 - б) метод «очікуваного прибутку»;
 - в) метод отримання цільової норми прибутку;
 - г) метод оцінки споживної вартості.
16. Теперішні та потенційні кредитори корпорації належать до:
- а) зовнішніх користувачів, безпосередньо зацікавлених в діяльності корпорації;
 - б) зовнішніх користувачів, опосередковано зацікавлених в діяльності корпорації;
 - в) внутрішніх користувачів фінансової інформації;
 - г) немає правильної відповіді.
17. Нейтральне ціноутворення – це:
- а) встановлення ціни трохи вищої, ніж у конкурентів;
 - б) встановлення цін приблизно на рівні конкурентів;
 - в) встановлення цін трохи вищих за ціни;
 - г) встановлення цін на рівні середньогалузевих.
18. Аудиторські служби належать до:
- а) зовнішніх користувачів, безпосередньо зацікавлених в діяльності корпорації;
 - б) зовнішніх користувачів, опосередковано зацікавлених в діяльності корпорації;
 - в) внутрішніх користувачів фінансової інформації;
 - г) немає правильної відповіді.
19. Консолідована фінансова звітність складається шляхом:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- а) упорядкованого додавання показників фінансової звітності дочірніх підприємств до аналогічних показників материнської компанії;
- б) віднімання показників фінансової звітності дочірніх підприємств від аналогічних показників материнської компанії;
- в) додавання або віднімання показників фінансової звітності дочірніх підприємств від аналогічних показників материнської компанії залежно від типу облікової політики;
- г) немає правильної відповіді.

20. Метод фінансового аналізу, який базується на вивченні динаміки окремих фінансових показників в часі, має назву:

- а) горизонтальний аналіз;
- б) вертикальний аналіз;
- в) порівняльний аналіз;
- г) метод коефіцієнтів.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

ТЕМА 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ КОРПОРАЦІЇ

1. Зміст та основні завдання фінансової діяльності підприємств корпоративного типу.

2. Особливості формування капіталу підприємств корпоративного типу. Форми та джерела фінансування підприємств корпоративного типу

3. Політика та етапи формування власного капіталу корпорації.

4. Формування політики залучення корпорацією позикових засобів.

5. Емісійна політика корпорації.

6. Дивідендна політика корпорації.

7. Критерії прийняття фінансових рішень у корпораціях.

8. Вартість капіталу. Сучасні підходи до оцінки вартості капіталу.

9. Порядок оцінки пакетів акцій акціонерних товариств.

10. Оптимізація структури капіталу корпорації.

Ключові слова: власний капітал корпорації, етапи політики формування власного капіталу, оцінка вартості залучення власного капіталу, емісійна політика, форми виплати дивідендів, оцінка вартості залучення позикового капіталу, вартість капіталу, структура капіталу, оптимізація структури капіталу, підходи до визначення вартості капіталу, теорії структури капіталу, дивідендна політика, теорії дивідендної політики, ефект фінансового важеля.

4.1. Зміст та основні завдання фінансової діяльності підприємств корпоративного типу

У нормативних актах, науково-практичній літературі, безпосередньо в контексті фінансово-господарської діяльності корпорацій, їх фінансової звітності оперують дефініціями

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

«фінансова діяльність», «інвестиційна діяльність» та «операційна діяльність» суб'єктів господарювання.

Успішна інвестиційна та операційна підприємницька діяльність можлива лише за наявності надійного фінансового фундаменту, тобто достатнього обсягу капіталу. Мобілізація підприємством необхідних для виконання поставлених перед ним планових завдань фінансових ресурсів називається фінансуванням.

Розглянемо які ж існують у науковій літературі підходи до визначення фінансової діяльності підприємств (табл. 4.1).

Таблиця 4.1

Наукові підходи до визначення поняття «фінансова діяльність»

Автор	Визначення
НП(С)БО № 1 ¹²⁷	Фінансова діяльність – діяльність, яка веде до змін розміру і складу власного та позикового капіталу підприємства.
М.М. Бердар ¹²⁸	Фінансова діяльність підприємства являє собою організацію фінансових відносин, що виникають у нього в процесі роботи з іншими суб'єктами господарювання.
А.М. Поддєрьогін, М.Д. Білик, Л.Д. Буряк ¹²⁹	Фінансова діяльність – система форм і методів, які використовуються для фінансового забезпечення функціонування підприємств та досягнення ними поставлених цілей, тобто це практична фінансова робота, що забезпечує життєдіяльність підприємства.
О.О. Непочатенко, Н.Ю. Мельничук ¹³⁰	Фінансова діяльність підприємства – це процес під час якого суб'єкт господарювання формує, розподіляє, перерозподіляє та використовує фінансові ресурси для задоволення поставлених цілей.

¹²⁷ Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності»: від 07.02.2013 року № 73 / Міністерство фінансів України, Наказ.

¹²⁸ Бердар М.М. Фінанси підприємств. навч. посіб./ М.М. Бердар. – К.: Центр учбової літератури, 2010. – 352 с.

¹²⁹ Фінанси підприємств: підручник / [А.М. Поддєрьогін, М.Д. Білик, Л.Д. Буряк та ін.]. – К.: КНЕУ, 2008. – 552 с.

¹³⁰ Непочатенко О.О. Фінанси підприємств: підруч. / О.О. Непочатенко, Н.Ю. Мельничук. – К.: «Центр учбової літератури», 2013. – 504 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Отже, *фінансову діяльність корпорації* можна розглядати з двох сторін:

- у *широкому* – комплекс функціональних завдань, здійснюваних фінансовими службами підприємства і пов'язаних з фінансуванням, інвестиційною діяльністю та фінансовим забезпеченням операційної діяльності суб'єкта господарювання;
- у *вузькому* – це процес фінансування підприємства.

Можна стверджувати, що фінансова діяльність (фінансування) має вирішальний вплив на процеси генерування вартості корпорації. Так, оптимізація структури капіталу (оптимізація фінансування) веде до зменшення затрат на його залучення і створює фінансову базу для успішної операційної та інвестиційної діяльності.

Фінансова діяльність здійснюється підприємством з метою формування первісного капіталу і наступного забезпечення обґрунтованих пропорцій при формуванні і використанні фінансових ресурсів підприємства, створення умов для виконання зобов'язань перед державою, покупцями, постачальниками.

Фінансову діяльність підприємства спрямовано на вирішення таких основних завдань:

- фінансове забезпечення поточної виробничо-господарської діяльності;
- пошук резервів збільшення доходів, прибутку, підвищення рентабельності та платоспроможності;
- виконання фінансових зобов'язань перед суб'єктами господарювання, бюджетом, банками;
- контроль за збереженням та використанням оборотних активів і прискоренням їх обороту;
- контроль за ефективним, цільовим розподілом та використанням фінансових ресурсів.
- мобілізація фінансових ресурсів в обсязі, необхідному для фінансування виробничого й соціального розвитку, збільшення власного капіталу.

1. Фінансове забезпечення поточної виробничо-господарської діяльності. Фінансове забезпечення поточної виробничо-господарської діяльності полягає у забезпечуванні

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

фінансовими ресурсами безперервність процесу виробництва суб'єктів господарювання, розширювані їх виробничих фондів (основних та оборотних), активно впливати на підвищення продуктивності праці, зниження собівартості продукції, збільшення накопичень і підвищення ефективності виробництва.

2. Пошук резервів. Одним із засобів успішної фінансової діяльності є пошук резервів підвищення рентабельності виробництва і зміцнення комерційного розрахунку як основи стабільної роботи підприємства.

Резервом щодо підвищення ефективності господарювання є використання обігових коштів за рахунок залучення в обіг наднормативних запасів матеріальних ресурсів, прискорення обігу коштів, раціоналізації господарських зв'язків, кращої організації виробництва. Вплив фінансів на ефективність виробництва на рівні господарської структури має свої обмеження, зумовлені обмеженістю ресурсів у кожній одиниці господарювання. Звісно, кожна певна виробнича структура повинна мати можливість створювати за результатами своєї діяльності фонди фінансових ресурсів, достатні за своїм обсягом для стимулювання соціального розвитку, високих результатів виробництва, його розширення та удосконалення. Проте тут фінанси виконують дещо локальну роль у господарських процесах.

При нестачі у підприємницьких структур коштів для виробничої діяльності та розширення виробництва вони використовують кредит як джерело формування фінансових ресурсів. При наявності вільних коштів підприємство їх продає банку на певний час.

Досягнення визначеної мети імовірно при залученні фондів фінансових ресурсів на впровадження нових технологій, кращому використанні основних фондів через застосування методів прискореної амортизації, забезпечення великих резервів для підтримки зростання ефективності виробництва, підвищення якості продукції та її конкурентоспроможності. Звісно, підвищення якості продукції потребує додаткових затрат фінансових ресурсів, але вони дають значний виробничий ефект і швидко окупуються.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

3. Виконання фінансових зобов'язань. Фінансові зобов'язання – це заборгованість підприємства, яка виникла внаслідок подій, що сталися, і погашення якої, ймовірно, призведе до зменшення ресурсів підприємства, що визначаються як економічні вигоди.

Своєчасне виконання зобов'язань перед ланками фінансово-кредитної системи, зокрема:

- перед бюджетом – зі сплати встановлених податків і платежів;
- перед централізованими позабюджетними фондами – зі сплати встановлених платежів;
- перед банками – з повернення кредитів і сплати відсотків за ними;
- своєчасне виконання зобов'язань перед постачальниками з оплати товарно-матеріальних цінностей,
- перед працівниками – з оплати праці.

4. Мобілізація фінансових ресурсів. Організація господарської діяльності потребує відповідного фінансового забезпечення виявлення та мобілізацію резервів збільшення прибутку за рахунок раціонального використання матеріальних, трудових та грошових ресурсів.

5. Контроль за збереженням та використанням оборотних активів. Оборотні активи є однією із складових, що становлять матеріальну основу процесу виробництва. Від ступеня їх використання залежать кінцеві результати виробництва, фінансовий стан усіх підприємств. Покращення використання оборотних активів сприяє підвищенню рентабельності підприємств і, навпаки, погіршення використання таких активів і відволікання на позапланові цілі (капітальні вкладення, капітальний ремонт й інші витрати, що покриваються за рахунок спеціальних джерел), знижує їх ефективність, погіршує фінансовий стан.

Отже, для успішної діяльності корпорації потрібно постійно ставити перед собою низку завдань, доповнюючи їх новими та видозмінюючи вже поставлені відповідно до умов, що встановлюються на ринку. Виконуючи ці завдання злагоджено та приділяючи кожному вищенаведеному пункту

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

увагу корпорація може гармонічно та успішно здійснювати свою діяльність, отримувати прибуток та розвиватися. Важливо пам'ятати про необхідність контролю за виконанням поставлених завдань, оскільки це дозволить вчасно виявити наявні проблеми та пришвидшить їх вирішення.

4.2. Особливості формування капіталу підприємств корпоративного типу. Форми та джерела фінансування підприємств корпоративного типу

У сучасних ринкових умовах підприємства корпоративного типу визнаються найбільш ефективною господарською формою, а їх роль протягом останніх десятиліть помітно зростає.

Підприємства корпоративного типу акумулюють значні фінансові кошти та спрямовують їх у фінансово-господарську діяльність.

Великі корпорації складають основу технологічного комплексу ефективних економік більшості розвинених країн світу, надаючи визначального впливу на процес виробництва і формування цін.

Негативною особливістю корпорацій є те, що вони демонструють домінуюче положення по відношенню до дрібних і середніх підприємств. Проте, держава має всі важелі впливу щодо обмеження таких прагнень корпорацій, здійснюючи відповідно економіко-правове регулювання процесу господарювання.

Формування капіталу здійснюється з метою фінансового забезпечення діяльності підприємства. Фінансове забезпечення поточної виробничо-господарської діяльності полягає у забезпеченні фінансовими ресурсами, безперервності процесу виробництва суб'єктів господарювання, розширенні їх виробничих фондів (основних та оборотних), активного впливу на підвищення продуктивності праці, зниження собівартості продукції, збільшення накопичень і підвищення ефективності виробництва. Багато вчених трактують поняття капіталу по різному (табл. 4.2).

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Таблиця 4.2

Наукові підходи до визначення поняття «капітал»

Автор	Визначення поняття
1	2
Балабанов І.Т. ¹³¹	Капітал – це частина фінансових ресурсів; це гроші, випущені в обіг, і доходи, що вони приносять від цього обігу.
Біла О.Г. ¹³²	Капітал підприємства – сукупні грошові ресурси, що використовуються на підприємстві; авансований у господарську діяльність капітал власний, позичений і залучений у сукупності.
Бланк І.А. ¹³³	Капітал – загальна вартість засобів у грошовій, матеріальній та нематеріальній формах, інвестованих у формування його активів.
Клименко С.М. ¹³⁴	Капітал – це сукупність матеріальних цінностей і коштів, фінансових вкладень і витрат на придбання прав і привілеїв, необхідних для здійснення його господарської діяльності.
Брігхем Є.Ф. ¹³⁵	Капітал – це накопичений шляхом збереження запас благ у формі грошових коштів і капітальних товарів, що залучаються його власниками в економічний процес як інвестиційний ресурс і фактор виробництва з метою отримання доходу, функціонування яких в економічній системі базується на ринкових принципах і пов'язане з фактором часу, ризику і ліквідності.

¹³¹ Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? / И.Т. Балабанов – М.: Финансы и статистика, 1994. – 477 с.

¹³² Біла О.Г. Фінансове планування і фінансова стабільність підприємств / О.Г. Біла //Фінанси України. – 2007. – № 4. – С.112-119.

¹³³ Бланк И.А. Управление формированием капитала / И.А. Бланк. – К.: «Ника-Центр», 2000. – 512 с.

¹³⁴ Клименко С.М. Управление конкурентоспособностью предприятия: навч. посіб. / С.М. Клименко. – К: КНЕУ, 2008. – 520 с.

¹³⁵ Брігхем Є.Ф. Основы финансового менеджмента: навч. посіб. / Є.Ф. Брігхем. – К.: Центр навчальної літератури, 2008. – 560 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 4.2

1	2
Катан Л. І. ¹³⁶	Капітал – це накопичений шляхом збереження запас благ у формі грошових коштів і капітальних товарів, що залучаються його власниками в економічний процес якінвестиційний ресурс і фактор виробництва з метоюотримання доходу, функціонування яких в економічній системі базується на ринкових принципах і пов'язане з фактором часу, ризику і ліквідності.
Крамаренко Г. О., Чорна О. Е. ¹³⁷	Капітал – це фінансові ресурси підприємства, необхідні для організації його господарської діяльності і використовувані в господарському обороті для одержання доходів і прибутку.
Поддєрьогін А.М. ¹³⁸	Капітал – це кошти, якими володіє підприємство для здійснення своєї діяльності з метою отримання прибутку.
Подольська В.О. ¹³⁹	Капітал – це вартість, яка в процесі виробництва дає нову додану вартість, тобто само зростає.

На основі вивчення існуючих підходів щодо трактування даної категорії, на нашу думку, капітал – це сукупність грошових, матеріальних та нематеріальних активів суб'єкта господарювання, що створюються за рахунок різних джерел, та використовуються у виробничому та інвестиційному процесах з метою отримання доходу та збільшення ринкової вартості підприємства.

Капітал корпорації можуть залучати різними засобами.

¹³⁶ Фінансовий менеджмент: навч. посібник / [Л.І. Катан, Л.І. Бровко, Н.П. Дуброва, Н.В. Бондарчук]. – Суми: «Довкілля», 2009. – 184 с.

¹³⁷ Крамаренко Г.О. Фінансовий аналіз: підручник / Г.О. Крамаренко, О.Є. Чорна. – К.: Центр навчальної літератури, 2008. – 392 с.

¹³⁸ Поддєрьогін А.М. Фінансовий менеджмент: підручник / Кер.кол.авт. і наук. ред. проф. А.М. Поддєрьогін. – К.: КНЕУ, 2008. – 536 с.

¹³⁹ Подольська В.О. Фінансовий аналіз: навчальний посібник. / В.О.Подольська, О.В.Яріш. – К.: Центр навчальної літератури, 2007. – 488 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Успіх підприємства, незалежно від форми власності та виду діяльності, багато в чому залежить від правильного вибору джерел формування, напрямків розподілу й використання капіталу, що знаходиться у розпорядженні підприємства.

Фінансову основу підприємства складає власний капітал, проте, ефективна фінансова діяльність підприємства неможлива без постійного залучення позикового капіталу. Саме він дає змогу суттєво розширити обсяг господарської діяльності підприємства, забезпечити більш ефективне використання власного капіталу, прискорити формування різних фінансових фондів. Таким чином, застосування комбінованих джерел фінансування підвищує результативність господарювання.

Власному капіталу належить провідна роль у створенні та функціонуванні підприємства. Основою класифікаційної градації власного капіталу підприємства можна назвати його поділ на вкладений та нагромаджений. Власний капітал підприємства може формуватися як за рахунок, зовнішніх, так і за рахунок внутрішніх джерел.

У складі внутрішніх джерел формування власних фінансових ресурсів основне місце належить прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства. Він формує найбільшу частину його власних фінансових ресурсів, забезпечує приріст власного капіталу, а відповідно, і ріст ринкової вартості підприємства. Певну роль у складі внутрішніх джерел виконують також амортизаційні відрахування, особливо на підприємствах із високою вартістю власних основних засобів і нематеріальних активів.

У складі зовнішніх джерел формування власного капіталу провідне місце належить залученню підприємством додаткового пайового капіталу, шляхом додаткових внесків, або акціонерного капіталу, шляхом додаткової емісії акцій. Для окремих підприємств одним із зовнішніх джерел формування власного капіталу може виступати фінансова допомога, яку отримують, як правило, лише окремі державні підприємства.

Ефективна фінансова діяльність підприємства неможлива без постійного залучення позикового капіталу. Використання позикового капіталу дозволяє істотно розширити обсяг господарської діяльності підприємства, забезпечити більш

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

ефективне використання власного капіталу.

Ефективна фінансова діяльність підприємства неможлива без постійного залучення позикового капіталу. Використання позикового капіталу дозволяє істотно розширити обсяг господарської діяльності підприємства, забезпечити більш ефективне використання власного капіталу. Позиковий капітал, що використовується підприємством, характеризує в сукупності обсяг його фінансових зобов'язань.

Ці фінансові зобов'язання в сучасній господарській практиці диференціюються в такий спосіб:

1. Довгострокові фінансові зобов'язання. До них відносяться всі форми позикового капіталу, що функціонують на підприємстві, з терміном його використання більш одного року. Основними формами цих зобов'язань є довгострокові кредити банків і довгострокові позикові кошти (заборгованість за податковим кредитом; по емітованих облігація, по фінансовій допомозі, наданій на поворотній основі тощо), термін погашення яких ще не настав або які не погашені в передбачений термін.

2. Короткострокові фінансові зобов'язання. До них відносяться всі форми притягнутого позикового капіталу з терміном його використання до одного року. Основними формами цих зобов'язань є короткострокові кредити банків і короткострокові позикові кошти, як передбачені до погашення в майбутньому періоді, так і не погашені у встановлений термін, різні форми кредиторської заборгованості підприємства (по товарах, роботах і послугах, по виданих векселях, по отриманих авансах, по розрахунках з бюджетом і позабюджетними фондами, по оплаті праці, з дочірніми підприємствами, з іншими кредиторами) і інші короткострокові фінансові зобов'язання.

Отже, позиковий капітал складається з кредитів, облігаційних позик, авансів отриманих від покупців (замовників), та іншої кредиторської заборгованості, у вигляді відстрочених платежів постачальникам і підрядникам, векселів виданих, заборгованості за виплатами заробітної плати, тощо.

Однією з основних проблем, що перешкоджають ефективному залученню капіталу підприємствами

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

корпоративного типу є його вартість та можливість виникнення фінансових ризиків. Залучення в оборот виключно власного капіталу формує високу вартість капіталу, що пов'язано, найчастіше, з невизначеністю термінів функціонування підприємства. Натомість, використання позикового капіталу в розумних межах сприяє поліпшенню фінансового стану, підвищенню ефективності використання власного капіталу, можливості диверсифікації діяльності та нарощуванню обсягів виробництва.

Проте, інколи виникає необхідність зменшення чи збільшення акціонерного капіталу.

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

Особливості збільшення статутного капіталу акціонерного товариства

Збільшення статутного капіталу переслідує відповідні цілі. До них відносяться:

- 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 відносяться:

- додаткові внески учасників;
- прибуток підприємства, якщо він направляється на збільшення СК шляхом проведення виплати дивідендів акціями (в даному випадку має місце реструктуризація власного капіталу акціонерного товариства);
- реструктуризація боргових зобов'язань підприємства (переведення боргових зобов'язань у власний капітал);
- індексація СК.

Використовуються такі *способи збільшення* статутного

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

капітала 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 статутного капіталу може здійснюватись в процесі використання будь-якого з вище названих джерел збільшення статутного капіталу. А збільшення номінальної вартості акцій використовується тільки у випадку реструктуризації власного капіталу акціонерного товариства і проведення індексації статутного капіталу. При проведенні збільшення статутного капіталу першим способом випускаються і розміщуються (на умовах, передбачених емітентом) додаткової акції.

Більш складним є третій спосіб збільшення статутного капіталу 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 у відповідності з ціною 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.

Зменшення статутного капіталу акціонерного товариства

Зменшення статутного капіталу переслідує, як правило, вирішення таких задач:

1. Приведення пасивного капіталу акціонерного товариства до величини активного капіталу акціонерного товариства.
2. Установлення раціонального співвідношення між ринковою ціною і номіналом акції.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

3. Формування доходів (санаційного прибутку) з метою фінансування збитків акціонерного товариства.

4. Проведення перерозподілу власності на акції між акціонерами.

Приведення пасивного капіталу у відповідність з величиною 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 статутного капіталу. 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 унаслідок 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 статутного капіталу). У деяких випадках акціонери виявляються зацікавленими у формуванні санаційного прибутку, тому що без такого фонду підприємство може потерпіти банкрутство.

Величина статутного капіталу 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 у акціонерів та

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

анулювання.

Особливої актуальності набувають питання управління капіталом в інтегрованих корпоративних структурах. Інтегрованими корпоративними структурами (ІКС) в Україні можуть бути холдинги, концерни, промислово-фінансові групи, конгломерати, синдикати та ін. Фінансування підприємств корпоративного типу може здійснюватися за рахунок надходження коштів від емісії акцій (простих і привілейованих), випуску облігацій, цінних паперів, що конвертуються в акції (конвертовані облігації), опціонів на придбання акцій. Крім цього, джерелом поповнення капіталу може бути тезаврований прибуток, банківські та комерційні позички, цільова допомога власників.

Отже, за необхідності корпорація зменшити чи збільшити свій акціонерний капітал за допомогою різних важелів впливу. Проте, дані зміни мають бути обов'язково ухвалені на зборах акціонерів. Що ж до капіталу підприємства, то він формується за рахунок зовнішніх та внутрішніх джерел фінансування. У складі внутрішніх джерел формування власних фінансових ресурсів основне місце належить прибутку.

4.3. Політика та етапи формування власного капіталу корпорації

Власний капітал є запорукою заснування і розвитку господарської діяльності будь-якого підприємства. Розмір власного капіталу і співвідношення його величини з об'ємом залучених зовнішніх джерел фінансування характеризують ступінь самостійності і фінансової незалежності підприємстві від зовнішнього інвестування.

Власний капітал підприємства – важлива складова його діяльності. Володіючи власними активами, підприємство є більш платоспроможним та конкурентним ніж підприємства, котрі не володіють достатнім його обсягом. Проте, для початку необхідно з'ясувати суть поняття «власний капітал». Найбільш влучні визначення даного поняття подані нами у табл. 4.3.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Таблиця 4.3

Визначення сутності поняття « власний капітал»

Автор	Визначення поняття
НП(С)БО № ¹⁴⁰	Власний капітал – залишається після вирахування його зобов'язань.
Т.С Новашина, В.І. Карпуніна, В.А. Волнін ¹⁴¹	Власний капітал – загальна вартість засобів підприємства, що належать їй на правах власності і використовуються для формування певної частини активів.
А.Г Загородній Г.О. Партин ¹⁴²	Власний капітал – сукупність економічних відносин, що дозволяють включити в господарський оборот фінансові ресурси, які належать або власникам, або самому господарюючому суб'єкту.
О.А. Литнев ¹⁴³	Власний капітал – це вартість майна, вкладеного (інвестованого) власником у підприємство.

Отже, на основі вищенаведених трактувань можна зазначити найвлучніше на наш погляд:

Власний капітал – це сукупність власних активів підприємства, що залучаються його власником до створеного підприємства.

Показник *власний капітал* – один «з найістотніших і найважливіших для підприємства показників, оскільки відбиває такі характеристики:

- забезпеченість коштами для функціонування

¹⁴⁰ Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності»: від 07.02.2013 № 73 / Міністерство фінансів України, Наказ.

¹⁴¹ Новашина Т.С. Финансовый менеджмент / Т.С. Новашина, В.И. Карпунин, В.А. Волнин. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2005. – 255 с.

¹⁴² Загородній А.Г. Бухгалтерський облік: основи теорії та практики: навч. посіб. 3-тє вид., перероб. і доп./ А.Г.Загородній, Г.О. Партин. – К.: Т-во «Знання», КОО, 2004. – 377 с.

¹⁴³ Лытнев О.А. Основы финансового менеджмента. Ч.1: учебное пособие / О.А. Лытнев. – Калининград: Изд-во КГУ, 2000. – 120 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

підприємства;

- кредитоспроможність підприємства;
- його платоспроможність.

У світовій практиці у формуванні власності (капіталу) засновників підприємства розрізняють (за економіко–правовим характером) два поняття:

- вклади;
- додаткові внески засновників.

Вклади та додаткові внески виконують різні функції. Для того щоб зрозуміти ці функції, слід спочатку з'ясувати складові елементи власного капіталу.

Власний капітал засновників (учасників) поділяється на дві частини:

- реєстрований;
- нереєстрований.

Перший – це статутний, або пайовий, капітал. Другий – додатковий, резервний, страховий капітал та нерозподілений прибуток (непокритий збиток).

Усі три складові є власністю засновників. Але вклади виконують незрівнянно більше функцій і мають значно глибший зміст, аніж просте внесення додаткових коштів (майна), зокрема й таких, що залишилися в складі власного капіталу як нерозподілений прибуток.

Вклад – це частка засновника (учасника) у статутному (пайовому) капіталі підприємства, яка виконує такі функції:

- інвестування діяльності підприємства (це першочергове джерело формування майна підприємства);
- регулювання відносин власності (розподіл майна, виробленої продукції, одержаного прибутку тощо). Це особливо важливо у разі виходу учасника (засновника) з підприємства чи коли йдеться про правонаступництво тощо;
- управління підприємством (адже кількість голосів кожного учасника дорівнює його частці (вкладу) або пропорційна до неї).

Додатковий внесок – це частка засновника (учасника) в інших формах власного капіталу підприємства – резервному, страховому чи іншому виді та нерозподіленому прибутку

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

(непокритому збитку) минулих років. Це означає, що додаткові внески робляться або до резервного (страхового) капіталу, або до нерозподіленого прибутку (лишається неспожитою частка прибутку поточного року), тобто вклад виконує лише першу функцію – інвестування.

Додаткові грошові внески або майно засновників (учасників) можуть бути спрямовані на розвиток підприємства, закупівлю товарно-матеріальних цінностей, покриття збитків тощо.

Статутний капітал – це зареєстрована вартість акцій для акціонерних товариств і сума оголошеного статутного капіталу для інших підприємств, зафіксованих в статутних документах.

Статутний капітал юридичної особи реєструється у державному органі реєстрації одночасно з реєстрацією статуту підприємства. Додаткові внески засновників можна направити на поповнення статутного капіталу, перереєструвати його і тільки тоді на них нараховуються дивіденди.

Формування статутного капіталу за рахунок внесків засновників фіксується в засновницьких документах підприємства. Сума, яка на дату реєстрації підприємства заявлена, але фактично не внесена засновниками, становить неоплачений капітал. Не вкладені кошти засновників зменшують реальний розмір статутного капіталу і в балансі відображаються зі знаком мінус.

Розмір статутного капіталу підприємства значною мірою визначає масштаби його виробничо–господарської діяльності, хоча, звичайно, не існує прямого зв'язку між розмірами статутних капіталів підприємств різних галузей та обсягом виробництва товарів і послуг на них, бо цей обсяг визначається ще й такими факторами, як попит, пропозиція і ціна на товари й послуги, розмір залучених банківських кредитів та інших позикових фінансових ресурсів. Певною мірою розмір статутного капіталу впливає на можливості зовнішнього фінансування, ділову репутацію підприємства. Величина статутного капіталу, яка визначає участь кожного з засновників, акціонерів у капіталі підприємства, є критерієм визначення суми прибутку, яку кожен із них одержує при його розподілі.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Пайовий капітал – це сукупність коштів фізичних та юридичних осіб, добровільно розміщених у товариствах для господарської діяльності, зокрема, у споживчій товариствах, житлово-будівельних кооперативах, кредитних спілках, колективних сільськогосподарській підприємствах.

Пайовий капітал формують юридичні особи, для яких передбачено внесення пайових внесків та реєстрація установчих документів різної форми (кредитні спілки, споживчі товариства, колективні сільськогосподарські підприємства). На додаткові пайові внески згідно з рішенням зборів пайовиків, також можуть нараховуватись дивіденди. Під час господарської діяльності до складу власного капіталу, крім статутного фонду з зовнішніх та внутрішніх джерел фінансування, долучається додатковий капітал.

Додатковий капітал у складі власного капіталу утворює резерви капіталу підприємства, які можуть бути використаними без прямих фінансових втрат власниками, на відміну від втрати статутного капіталу, що є прямим збитком для власників. Складовими додаткового капіталу є додатковий вкладений капітал та інший додатковий капітал, який здебільшого використовуються як резерви на покриття балансових збитків, за умови, що на ці цілі немає інших джерел; на збільшення статутного чи пайового капіталу; на покриття різниці між фактичною собівартістю викуплених корпоративних прав та їх номіналом, які обліковуються як вилучений капітал.

Резервний капітал – сума резервних коштів, створених підприємствам відповідно до діючого законодавства або статутних документів.

Прибуток – кошти, отримані в результаті перевищення доходів над витратами звітного періоду та спрямовані на подальше використання у діяльності підприємства.

Збитки – це перевищення витрат над доходами підприємства за відповідний період його діяльності (рік, квартал, місяць).

Нерозподілений прибуток у складі додаткового капіталу відображає частину чистого прибутку, який поповнює власний капітал підприємства за результатами господарської діяльності за певний період. Нерозподілений прибуток збільшує

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

власний капітал, але при збиткових результатах діяльності, власний капітал зменшується на величину непокритого збитку. До того ж може скластись ситуація, коли збиткове тривалий час підприємство, яке все ще працює на позиченому капіталі, фактично втратило власний капітал і підсумок розділу I балансу є від'ємним. Така ситуація буде зберігатись доти, поки підприємство заробленим у наступні роки прибутком не відновить розмір власного капіталу¹⁴⁴.

Власний капітал є основою для початку і продовження господарської діяльності будь-якого підприємства, оскільки виконує такі **функції**:

- довгострокового фінансування – знаходиться у розпорядженні підприємства необмежено довго;
- відповідальності і захисту прав кредиторів – відображений у балансі підприємства власний капітал є для зовнішніх користувачів мірилом відносин відповідальності на підприємстві, а також захистом кредиторів від втрати капіталу;
- компенсації завданих збитків – тимчасові збитки мають погашатися за рахунок власного капіталу;
- кредитоспроможності – при наданні кредиту, за інших рівних умов перевага надається підприємствам з меншою кредиторською заборгованістю і більшим власним капіталом;
- фінансування ризику – власний капітал використовується для фінансування ризикованих інвестицій, на що можуть не погодитися кредитори;
- самостійності і влади – розмір власного капіталу визначає ступінь незалежності та впливу його власників на підприємство;
- розподілу доходів і активів – частки окремих власників у капіталі є основою при розподілі фінансового результату та майна при ліквідації підприємства.

Терещенко О. О. виділяє такі **функції власного капіталу підприємства**, які частково дублюють функції наведені вище:

1. *Функція заснування та введення в дію підприємства.*

¹⁴⁴ Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посіб. / О.О. Терещенко. – К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Власний капітал у частині статутного є фінансовою основою для запуску в дію нового суб'єкта підприємництва.

2. *Функція відповідальності та гарантії.* Чим більший власний капітал підприємства, зокрема статутний капітал, тим більших збитків може зазнати підприємство без загрози інтересам кредиторів, отже, тим вищою є його кредитоспроможність.

3. *Захисна функція* показує, яке значення має власний капітал для власників. Чим більший власний капітал, тим краще захищеним є підприємство від впливу загрозливих для його існування факторів, оскільки саме за рахунок власного капіталу можуть покриватися збитки підприємства. Якщо у результаті збиткової діяльності відбувається перманентне зменшення власного та статутного капіталу, то підприємство може опинитися на межі банкрутства.

4. *Функція фінансування та забезпечення ліквідності.* Внесками у власний капітал, разом зі спорудами, обладнанням, цінними паперами та іншими матеріальними цінностями, можуть бути грошові кошти. Вони можуть використовуватися для фінансування операційної та інвестиційної діяльності підприємства, а також для погашення заборгованості по позичках. Це, у свою чергу, підвищує ліквідність підприємства, з одного боку, та потенціал довгострокового фінансування, з іншого.

5. *База для нарахування дивідендів і розподілу майна.* Одержаний протягом року прибуток або розподіляється та виплачується власникам корпоративних прав у вигляді дивідендів, або тезаврується (спрямовується на збільшення статутного чи резервного капіталу). Нарахування дивідендів, як правило, здійснюється за встановленою ставкою відповідно до частки акціонера (пайовика) в статутному капіталі. Аналогічним чином відбувається розподіл майна підприємства у разі його ліквідації чи реорганізації.

6. *Функція управління та контролю.* Згідно із законодавством власники підприємства можуть брати участь у його управлінні. Найвищим органом АТ чи ТОВ є збори учасників товариства, які призначають керівні органи та ревізійну комісію. Фактичний контроль над підприємством

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

здійснює власник контрольного пакета його корпоративних прав. Володіння контрольним пакетом дає можливість проводити власну стратегічну політику розвитку підприємства, формувати дивідендну політику, контролювати кадрові питання. Таким чином, статутний капітал забезпечує право на управління виробничими факторами та майном підприємства.

7. *Рекламна (репрезентативна) функція.* Солідний статутний капітал (власний капітал) підприємства створює підґрунтя для довіри до нього не тільки з боку інвесторів, а й з боку постачальників факторів виробництва і споживачів готової продукції. Крім того, підприємству із солідним власним капіталом набагато легше залучити кваліфікований персонал.

Джерела формування власного капіталу підприємства наведені у табл. 4.4.

Таблиця 4.4

Джерела власного капіталу підприємства

Джерела	Склад джерел
Внутрішні джерела	<ol style="list-style-type: none">1. Прибуток, що залишається в розпорядженні підприємства.2. Амортизаційні відрахування від основних засобів і нематеріальних активів.3. Інші внутрішні джерела формування власних фінансових ресурсів
Зовнішні джерела	<ol style="list-style-type: none">1. Залучення додаткового пайового або акціонерного капіталу.2. Одержання підприємством безплатної фінансової допомоги.3. Інші джерела формування власних фінансових ресурсів

Розробка *політики формування власних фінансових ресурсів* підприємства здійснюється за такими основними етапами¹⁴⁵:

¹⁴⁵ Крамаренко Г.О. Фінансовий аналіз: підручник / Г.О. Крамаренко, О.Є. Чорна. – К.: Центр навчальної літератури, 2008. – 392 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

1) аналіз формування власних фінансових ресурсів підприємства в попередньому періоді. Метою такого аналізу є виявлення потенціалу формування власних фінансових ресурсів і його відповідності темпам розвитку підприємства.

На першому етапі аналізу вивчаються загальний обсяг формування власних фінансових ресурсів, відповідність темпів приросту власного капіталу темпам приросту активів і обсягу реалізованої продукції підприємства, динаміку питомої ваги власних ресурсів у загальному обсязі формування фінансових ресурсів.

На другому етапі аналізу розглядаються джерела формування власних фінансових ресурсів. У першу чергу вивчається співвідношення зовнішніх і внутрішніх джерел формування власних фінансових ресурсів, а також вартість залучення власного капіталу за рахунок різних джерел.

На третьому етапі аналізу оцінюється достатність власних фінансових ресурсів, сформованих на підприємстві. Критерієм такої оцінки виступає показник «коефіцієнт самофінансування розвитку підприємства». Його динаміка відображає тенденцію забезпеченості розвитку підприємства власними фінансовими ресурсами;

2) визначення загальної потреби у власних фінансових ресурсах. Розрахована загальна потреба охоплює необхідну суму власних фінансових ресурсів, сформованих за рахунок як внутрішніх, так і зовнішніх джерел. Ця потреба визначається за наступною формулою:

$$\text{ПОФР} = (\text{ППГ} * \text{Уск}) / 100 - \text{СКн} + \text{Пр}, \quad (4.1)$$

де ПОФР – загальна потреба у власних фінансових ресурсах підприємства в планованому періоді;

Пк – загальна потреба в капіталі на кінець планового періоду;

Уск – планований питома вага власного капіталу в загальній його сумі;

СКн – сума власного капіталу на початок планованого періоду;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Пр – сума прибутку, що спрямовується на споживання в плановому періоді;

3) оцінка вартості залучення власного капіталу з різних джерел. Така оцінка проводиться в розрізі основних елементів власного капіталу, сформованого за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел. Результати оцінки є основою розробки управлінських рішень щодо вибору альтернативних джерел формування власних фінансових ресурсів, що забезпечують приріст власного капіталу підприємства;

4) забезпечення максимального обсягу залучення власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел. До того, як звертатися до зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів, повинні бути реалізовані всі можливості їхнього формування за рахунок внутрішніх джерел, тому що основними планованими внутрішніми джерелами формування власних фінансових ресурсів підприємства є сума чистого прибутку й амортизаційних відрахувань.

Метод прискореної амортизації активної частини основних фондів збільшує можливості формування власних фінансових ресурсів за рахунок цього джерела. Проте слід мати на увазі, що зростання суми амортизаційних відрахувань у процесі проведення прискореної амортизації окремих видів основних фондів призводить до відповідного зменшення суми чистого прибутку. Тому при вишукуванні резервів росту власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел варто виходити з необхідності максимізації сукупної їх суми, тобто з наступного критерію:

$$ЧП + АТ \rightarrow СФР_{\max}, \quad (4.2)$$

де $ЧП$ – планована сума чистого прибутку підприємства;

$АТ$ – планована сума амортизаційних відрахувань;

$СФР_{\max}$ – максимальна сума власних фінансових ресурсів, сформованих за рахунок внутрішніх джерел;

5) забезпечення необхідного обсягу залучення власних фінансових ресурсів із зовнішніх джерел. Обсяг залучення

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

власних фінансових ресурсів із зовнішніх джерел покликаний забезпечити ту їхню частину, що не вдалося сформуванню за рахунок внутрішніх джерел фінансування. Якщо сума залучених за рахунок внутрішніх джерел власних фінансових ресурсів цілком забезпечує загальну потребу в них у плановому періоді, то в залученні цих ресурсів за рахунок зовнішніх джерел немає необхідності.

Потреба в залученні власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел розраховується за формулою:

$$СФР_{зовн} = ПСФР - СФР_{внутр}, \quad (4.3)$$

де $СФР_{зовн}$ – потреба в залученні власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел;

$ПСФР$ – загальна потреба у власних фінансових ресурсах підприємства в планованому періоді;

$СФР_{внутр}$ – сума власних фінансових ресурсів, планованих до залучення за рахунок внутрішніх джерел.

Забезпечення задоволення потреби у власних фінансових ресурсах за рахунок зовнішніх джерел планується за рахунок залучення додаткового пайового капіталу, додаткової емісії акцій тощо;

б) оптимізація співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів.

Процес цієї оптимізації ґрунтується на таких критеріях:

– забезпеченні мінімальної сукупної вартості залучення власних фінансових ресурсів. Якщо вартість залучення власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел істотно перевищує плановану вартість залучення позикових засобів, то від такого формування власних ресурсів варто відмовитися;

– забезпеченні збереження управління підприємством його засновниками.

Ефективність розробленої політики формування власних фінансових ресурсів оцінюється за допомогою коефіцієнта самофінансування розвитку підприємства в майбутньому періоді. Його рівень повинен відповідати поставленої мети.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Коефіцієнт самофінансування розвитку підприємства розраховується за такою формулою:

$$Kc\phi = C\Phi P / \Delta A, \quad (4.4)$$

де $Kc\phi$ – коефіцієнт самофінансування майбутнього розвитку підприємства;

$C\Phi P$ – планований обсяг формування власних фінансових ресурсів;

ΔA – планований приріст активів підприємства.

Отже, успішна реалізація розробленої політики формуванню власних фінансових ресурсів пов'язана з вирішенням таких *основних завдань*:

- забезпеченням максимізації формування прибутку підприємства з урахуванням припустимого рівня фінансового ризику;

- формуванням ефективної політики розподілу прибутку (дивідендної політики) підприємства;

- формуванням на підприємстві ефективної амортизаційної політики;

- формуванням і ефективним здійсненням політики додаткової емісії акцій (емісійної політики) чи залучення додаткового пайового капіталу.

До вищезазначеного можна підвести підсумок, що успіх підприємства, незалежно від форми власності та виду діяльності, багато в чому залежить від правильного вибору джерел формування, напрямків розподілу й використання капіталу, що знаходиться у розпорядженні підприємства. Фінансову основу підприємства складає власний капітал.

Власний капітал є основним, початковим та умовно безстроковим джерелом фінансування господарської діяльності підприємств, а також джерелом погашення збитків підприємства, він є одним з найвагоміших показників, що використовуються при оцінці фінансового стану підприємства, оскільки показує, з одного боку, ступінь фінансової самостійності підприємства (його незалежності від зовнішніх джерел фінансування), а з іншого – ступінь

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

кредитоспроможності підприємства (забезпеченості вимог кредиторів фактично наявним у підприємства капіталом засновників).

Проте, ефективна фінансова діяльність підприємства неможлива без постійного залучення позикового капіталу. Саме він дає змогу суттєво розширити обсяг господарської діяльності підприємства, забезпечити більш ефективне використання власного капіталу, прискорити формування різних фінансових фондів та підвищити ринкову вартість підприємства.

4.4. Формування політики залучення корпорацією позикових засобів

Перехід до ринкових умов господарювання породжує об'єктивну необхідність використання суб'єктами підприємницької діяльності позичених фінансових ресурсів поряд із власними коштами, які є у їх розпорядженні, тобто поряд із статутними, резервними, амортизаційними та іншими фондами цільового призначення. Саме тому підприємству необхідно планувати можливості фінансування свого підприємства, тобто удосконалювати політику формування позикових коштів, оскільки позикові кошти для підприємства мають дуже важливе значення.

Поняття позикового капіталу різноманітно трактують в економічній літературі (табл. 4.5).

Таблиця 4.5

Науковий підхід до визначення поняття «позиковий капітал»

Автор	Визначення
1	2
Бланк И.А. ¹⁴⁶	Позиковий капітал – це грошові ресурси, що залучаються для фінансування розвитку підприємства на поворотній основі.

¹⁴⁶ Бланк И.А. Управление формированием капитала / И.А. Бланк. – К.: «Ника-Центр», 2000. – 512 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 4.5

1	2
Засць О.В., Житний П.Є., Кудрявцев В.І. ¹⁴⁷	Позиковий капітал – частина капіталу юридичної особи, яка не належить йому на правах власності, а залучена в обіг на основі позики – отриманого банківського чи комерційного кредиту або випуску цінних паперів.
Гиляровская Л.Т. ¹⁴⁸	Позиковим капіталом є частина вартості майна організації, придбаного в рахунок зобов'язання повернути постачальникові, банку, іншому кредиторі грошей або цінності, еквівалентні вартості такого майна.
Пересада А.А. ¹⁴⁹	Позиковий капітал – грошові кошти, що передаються у борг на умовах поверненості та платності. Позичковий капітал надає підприємству кредитор у тимчасове користування з метою отримання позичкового відсотку.
Федоренко В.Г., Захожай В.Б. ¹⁵⁰	Позиковий капітал – фінансовий капітал, що є вищою формою розвитку капіталу.
Осовська Г.В., Юшкевич О.О., Завадський І.С. ¹⁵¹	Капітал позиковий – грошовий капітал, власник якого надає його іншим підприємцям на встановлений строк на умовах повернення та за певну плату у вигляді відсотка.

Отже, на основі наведених поглядів різних авторів щодо визначення сутності позикового капіталу зазначимо, що доцільним буде наступне визначення: позиковий капітал, як

¹⁴⁷ Засць О.В. Інструментарій банківської справи: навч. посіб. / О.В. Засць, П.Є. Житний, В.І. Кудрявцев. – Луганськ: СНУ, 2000. – 325 с.

¹⁴⁸ Гиляровская Л.Т. Экономический анализ: учебник для вузов / Л.Т. Гиляровская. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 527 с.

¹⁴⁹ Пересада А.А. Управління інвестиційним процесом: навч. посіб. / А.А.Пересада. – К.: Лібра, 2002. – 476 с.

¹⁵⁰ Страховий та інвестиційний менеджмент: підручник / [під керівн. і наук. ред. В.Г. Федоренка, В.Б. Захожая та ін.]. – К.: МАУП, 2002. – 344 с.

¹⁵¹ Осовська Г.В. Економічний словник / Г.В. Осовська, О.О. Юшкевич, І.С. Завадський. – К.: Кондор, 2007. – 358с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

складова частина капіталу підприємства, являє собою одне з джерел фінансування його діяльності, що формується у вигляді грошових коштів, емісії цінних паперів, а також у вигляді залучення додаткових активів на умовах терміновості, поверненості та платності, і використовується з метою здійснення господарської діяльності підприємства, а також отримання та зростання прибутку.

Позиковий капітал характеризують такі позитивні особливості:

- досить широкі можливості залучення;
- забезпечення зростання фінансового потенціалу підприємства при необхідності істотного розширення його активів і зростання обсягу господарської діяльності;
- нижча вартість порівняно з власним капіталом за рахунок забезпечення ефекту «податкового щита» (вилучення витрат з його обслуговування з бази оподаткування при сплаті податку на прибуток).

У той же час використання позикового капіталу має недоліки:

- використання цього капіталу створює найбільш небезпечні фінансові ризики в господарській діяльності підприємства – ризик зниження фінансової стійкості й втрати платоспроможності. Рівень цих ризиків зростає пропорційно зростанню питомої ваги використання позикового капіталу;
- активи, сформовані за рахунок позикового капіталу, дають меншу (при інших рівних умовах) норму прибутку, яка знижується на суму позикового відсотка, що виплачується;
- висока залежність вартості позикового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку;
- складність процедури залучення (особливо у великих розмірах), оскільки надання кредитних ресурсів залежить від рішення інших господарюючих суб'єктів (кредиторів), вимагає у деяких випадках відповідних сторонніх гарантій або застави (при цьому гарантії страхових компаній, банків чи інших суб'єктів господарювання надаються, як правило, на платній основі).

Склад позикового капіталу підприємства:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

1) довгостроковий позиковий капітал (є джерелом фінансування необоротних активів і частини оборотних) включає:

- довгострокові кредити банків;
- довгострокові кредити й позики небанківських установ;
- інші довгострокові зобов'язання;

2) короткостроковий позиковий капітал (є джерелом фінансування частини необоротних активів) включає:

- короткострокові кредити банків;
- короткострокові кредити й позики небанківських установ;
- кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги;
- поточні зобов'язання за розрахунками;
- інші поточні зобов'язання.

Класифікація позикових коштів підприємства, що залучаються підприємством:

1) за метою залучення:

- позикові кошти, залучені для поповнення оборотних активів;

- позикові кошти, залучені для задоволення інших економічних та соціальних потреб;

- позикові кошти, залучені для забезпечення відтворення необоротних активів;

2) за джерелами залучення:

- позикові кошти, залучені із зовнішніх джерел;

- позикові кошти, залучені з внутрішніх джерел;

3) за періодом залучення:

- позикові кошти, залучені на довгостроковій основі (понад 1 рік);

- позикові кошти, залучені на короткостроковій основі (до 1 року);

4) за формою залучення:

- позикові кошти, залучені у грошовій формі;

- позикові кошти, залучені у формі устаткування(фінансовий лізинг);

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- позикові кошти, залучені у товарній формі(товарний кредит);
- позикові кошти, залучені в інших матеріальних чи нематеріальних формах;
- 5) за формою забезпечення:
 - незабезпечені позикові кошти;
 - позикові кошти, забезпечені поручительством або гарантією;
 - позикові кошти, забезпечені заставою.

Однією з форм залучення довгострокового позикового капіталу є розміщення облігаційних позик. Облігація – емісійний цінний папір, що закріплює право її власника на отримання від емітента облігації в передбачений у ній термін її номінальної вартості. Облігація засвідчує право власника вимагати її погашення (виплату номінальної вартості і відсотків або номінальної вартості за дисконтною облігації) у встановлений термін. Облігації можуть бути іменними або на пред'явника. При розміщенні іменних облігацій товариство зобов'язане вести реєстр з власників. Товариство вправі передбачити можливість довгострокового погашення облігацій за бажанням з власників. Товариство має право випускати облігації, забезпечені заставою певного майна, облігації під забезпечення, подане йому третіми особами та облігації без забезпечення.

Підприємства можуть випускати різні види облігацій: забезпечені, з заставою майна, конвертовані, гарантовані, безкупонні, зі змінною процентною ставкою тощо (табл. 4.6).

Таблиця 4.6

Види облігацій та їх властивості

Вид	Характеристика
1	2
Незабезпечені	Використовуються тільки фінансово надійними компаніями. Конвертовані облігації зазвичай є незабезпеченими облігаціями.
Субординовані	Слідують за облігаціями, що володіють перевагами у погашенні.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 4.6

1	2
Облігації із заставою майна	Майновий заставу являє собою нерухоме майно або будівлі.
Облігації забезпечені іншими цінними паперами	Забезпечуються акціями та (або) облігаціями, що знаходяться у власності емітента. Вартість майнової застави зазвичай на 30% вище вартості облігації.
Облігації, процентні доходи за якими виплачуються тільки з прибутку	Відсотковий дохід виплачується тільки в тому випадку, якщо у підприємства є чистий прибуток. Часто випускаються, коли підприємство реорганізується з причини фінансових труднощів.
Облігації, що продаються нижче номіналу, та безкупонні	Випускаються з дуже низькою і навіть нульовою ставкою купона, за цінами нижче номіналу, а погашаються за номінальною вартістю.
Облігації з плаваючою процентною ставкою	Ставка купона змінюється в залежності від меж зміни ставок на грошових ринках або ринках капіталу. Застосовуються, коли існує невизначеність майбутніх відсоткових ставок за інфляції. Автоматично реагують на зміну ринкових умов, тому продаються за ціною, близькою до номінальної.

Залучення позикового капіталу шляхом випуску облігацій забезпечує акціонерному товариству переваги:

- емісія облігацій не призводить до втрати контролю над управлінням суспільством;
- облігації можуть бути емітовані при відносно невисоких фінансових зобов'язаннях за відсотками, так як вони забезпечені майном товариства і мають пріоритет у виплаті відсотків (за рахунок прибутку до оподаткування);
- облігації мають більшу можливість поширення, ніж акції, внаслідок меншого ризику для інвесторів;
- забезпечують залучення капіталу на тривалий період (5-10 років), що дозволяє мобілізувати значні фінансові ресурси для реалізації великомасштабних інвестиційних проектів;
- в процесі підготовки проспекту емісії та випуску

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

облігацій в обіг велика увага приділяється питанням якості та надійності для потенційних інвесторів. Також необхідно відзначити і негативні моменти, такі як: облігації не можуть бути емітовані для формування статутного капіталу та покриття тимчасової нестачі грошових коштів. Також емісія облігацій часто пов'язана зі значними додатковими витратами емітента і вимагає тривалого терміну для залучення. В умовах сучасного російського фінансового ринку емісія облігацій краща для високорентабельних акціонерних компаній. Розвиток ринку корпоративних облігацій дозволяє залучити додаткові фінансові ресурси в реальний сектор економіки не тільки за рахунок вільних грошових коштів господарюючих суб'єктів, але і заощаджень населення.

Процес формування політики залучення підприємством позикових засобів включає такі основні етапи:

1. Аналіз залучення і використання позикових коштів у попередньому періоді. Метою такого аналізу є виявлення об'єму, складу і форм залучення позикових коштів підприємством, а також оцінка ефективності їх використання.

2. Визначення мети залучення позикових коштів у майбутньому періоді. Ці кошти залучаються підприємством на суворо цільовій основі, що є однією з умов подальшого ефективного їх використання. Основною метою залучення позикових коштів є:

– поповнення необхідного об'єму постійної частини оборотних активів. Нині більшість підприємств, що займаються виробничою діяльністю, не мають можливості фінансувати повністю цю частину оборотних активів за рахунок власного капіталу. Значна частина фінансування здійснюється за рахунок позикових коштів;

– забезпечення формування змінної частини оборотних активів. Яку би модель фінансування активів не використовувало підприємство, в усіх випадках змінна частина оборотних активів частково або повністю фінансується за рахунок позикових коштів;

– формування недостатнього об'єму інвестиційних ресурсів. Метою залучення позикових коштів у цьому випадку

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

виступає необхідність прискорення реалізації окремих реальних проектів підприємства (нове будівництво, реконструкція, модернізація), поновлення основних засобів (фінансовий лізинг);

– забезпечення соціально-побутових потреб своїх працівників. У цих випадках позикові кошти залучаються для видачі коштів своїм працівникам на індивідуальне житлове будівництво, облаштування садових та городніх ділянок та на інші аналогічні потреби;

– інші тимчасові потреби. Принцип цільового залучення позичкових коштів забезпечується і в цьому випадку, хоча таке їх залучення здійснюється, зазвичай, на короткі строки і у невеликих об'ємах.

3. Визначення граничного об'єму залучення позичкових коштів. Максимальний об'єм цього залучення диктується двома основними умовами:

– граничним ефектом фінансового леверіджу. Оскільки об'єм власних фінансових ресурсів формується на попередньому етапі – загальна сума використовуваного власного капіталу може бути визначена попередньо. Згідно з нею розраховується коефіцієнт фінансового леверіджу (коефіцієнт фінансування), при якому його ефект буде максимальним. З урахуванням суми власного капіталу у майбутньому періоді й розрахованого коефіцієнта фінансового леверіджу визначається граничний об'єм позичкових коштів, що забезпечує ефективне використання власного капіталу;

– забезпеченням достатньої фінансової стійкості підприємства. Вона повинна оцінюватися не тільки з позицій самого підприємства, але й з позицій можливих його кредиторів.

З урахуванням цих вимог підприємство встановлює ліміт використання позикових коштів у своїй господарській діяльності.

4. Оцінка вартості залучення позикового капіталу з різних джерел. Така оцінка проводиться у розрізі різних форм позикового капіталу, який залучається підприємством із зовнішніх і внутрішніх джерел. Результати такої оцінки служать основою розробки управлінських рішень відносно вибору

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

альтернативних джерел залучення позичкових коштів, що забезпечують задоволення потреб підприємства у позиковому капіталі.

5. Визначення співвідношення об'єму позикових коштів, що залучаються на коротко- і довгостроковій основі. Розрахунок потреби в об'ємах коротко- і довгострокових позикових коштів базується на меті їх використання в майбутньому періоді. На довгостроковий період (більше 1 року) позикові кошти залучаються, як правило, для розширення об'єму власних основних коштів і формування об'єму інвестиційних ресурсів, якого не вистачає (хоча при консервативному підході до фінансування активів позикові кошти на довгостроковій основі залучаються і для забезпечення формування оборотного капіталу). На короткостроковий період позикові кошти залучаються для всіх інших потреб їх використання.

Розрахунок необхідного розміру позикових коштів у рамках кожного періоду здійснюється у розрізі окремих цільових напрямів їх майбутнього використання. Метою цих розрахунків є визначення термінів використання позикових коштів, що залучаються, для оптимізації співвідношення довго- і короткострокових їх видів. У процесі цих розрахунків визначається повний і середній термін використання позикових коштів.

Повний термін використання позикових коштів являє собою період часу з початку їх надходження до погашення всієї суми боргу. Він включає в себе три часових періоди: 1) термін корисного використання; 2) пільговий (граціонний) період; 3) термін погашення:

1) термін корисного використання – це період часу, протягом якого підприємство безпосередньо використовує надані позичкові кошти у своїй господарській діяльності;

2) пільговий (граціонний) період – це період часу з моменту закінчення корисного використання позичкових коштів до початку погашення боргу. Він служить резервом часу для акумуляції необхідних фінансових засобів;

3) термін погашення – це період часу, протягом якого відбувається повна виплата основного боргу і відсотків за

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

використовуваними позиковими коштами. Цей показник використовується у тих випадках, коли виплата основного боргу і відсотків відбувається не однооментно після закінчення терміну використання позикових коштів, а частинами, протягом певного періоду часу за встановленим графіком.

6. Визначення форм залучення позикових коштів. Ці форми диференціюються у розрізі фінансового кредиту; товарного (комерційного) кредиту; інших форм. Вибір форми залучення позикових коштів підприємство здійснює, виходячи з цілей і специфіки своєї господарської діяльності.

7. Визначення складу основних кредиторів. Цей склад визначається формами залучення позикових коштів. Основними кредиторами підприємства є, зазвичай, його постійні постачальники, з якими встановлені тривалі комерційні стосунки, а також комерційний банк, що здійснює його розрахунково-касове обслуговування.

8. Формування ефективних умов залучення кредитів. До числа найважливіших умов належать: термін надання кредиту, відсоткова ставка за кредит, умови виплати суми відсотка, умови виплати основної суми боргу, інші умови, пов'язані з отриманням кредиту.

Термін надання кредиту є однією з визначальних умов його залучення. Оптимальним вважається термін надання кредиту, протягом якого повністю реалізується мета його залучення (наприклад, іпотечний кредит – на термін реалізації інвестиційного проекту; товарний кредит – на період повної реалізації закуплених товарів тощо).

Відсоткова ставка за кредит характеризується трьома основними параметрами: її формою, видом і розміром.

За формами розрізняють відсоткову ставку (для нарощування суми боргу) й облікову ставку (для дисконтування суми боргу). Якщо розмір цих ставок однаковий, то перевага повинна бути надана відсотковій ставці, оскільки у цьому випадку витрати з обслуговування боргу будуть меншими.

За видами розрізняють фіксовану ставку відсотка (встановлену на весь термін кредиту) і плаваючу ставку відсотка (з періодичним переглядом її розміру залежно від зміни облікової ставки центрального банку, темпів інфляції і

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

кон'юнктури фінансового ринку). Час, протягом якого відсоткова ставка лишається незмінною, називається відсотковим періодом. В умовах інфляції для підприємства найкращою є фіксована ставка або плаваюча ставка з високим відсотковим періодом.

Розмір ставки відсотка за кредит є визначальною умовою при оцінюванні його вартості. За товарним кредитом він приймається при оцінці у розмірі цінової знижки продавця за здійснення негайного розрахунку за поставлені товари, вираженому в річному обчисленні.

Умови виплати суми відсотка характеризуються порядком виплати його суми. Цей порядок зводиться до трьох принципових варіантів: виплати всієї суми відсотка в момент надання кредиту; виплати суми відсотка рівномірними частками; виплати всієї суми відсотка в момент сплати основної суми боргу (при погашенні кредиту). При інших рівних умовах найоптимальнішим є третій варіант.

Умови виплати основної суми боргу характеризуються передбачуваними періодами його повернення. Ці умови зводяться до трьох принципових варіантів: часткового повернення основної суми боргу протягом загального періоду функціонування кредиту; повного повернення всієї суми боргу по закінченні терміну використання кредиту; повернення основної або частини суми боргу з наданням пільгового періоду по закінченні терміну корисного використання кредиту. При інших рівних умовах третій варіант є для підприємства найбільш оптимальним.

Інші умови, пов'язані з отриманням кредиту, можуть передбачати необхідність його страхування, виплати додаткової комісійної винагороди банку, різний рівень розміру кредиту відносно суми застави або завдатку.

9. Забезпечення ефективного використання кредитів. Критерієм такої ефективності виступає показник оборотності та рентабельності позикового капіталу.

10. Забезпечення розрахунків за кредитами. З метою забезпечення повернення кредитів може заздалегідь резервуватися спеціальний зворотний фонд. Платежі з обслуговування кредитів включаються у платіжний календар і

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

контролюються у процесі моніторингу поточної фінансової діяльності. На підприємствах, які залучають великі об'єми позикових коштів у формі фінансового і товарного (комерційного) кредиту, загальна політика залучення позикових коштів може бути згодом деталізована у розрізі вказаних форм кредиту.

Отже, позиковий капітал має не менш важливе значення ніж власний, оскільки використовуючи позиковий капітал підприємство має змогу розвиватися більшими темпами, тому що так чи інакше у підприємства виникне необхідність у банківському кредиті за умови нестачі власного капіталу. Саме позиковий капітал змогу суттєво розширити обсяг господарської діяльності підприємства, забезпечити більш ефективне використання власного капіталу, прискорити формування різних фінансових фондів та підвищити ринкову вартість підприємства.

4.5. Емісійна політика корпорації

Емісійна діяльність підприємства охоплює широкий спектр проблем, що виходять за рамки фінансового менеджменту. Тому, розглядаючи питання емісійної політики підприємства як форми залучення власних фінансових ресурсів з зовнішніх джерел, ми введемо ряд обмежень .

По-перше, емісійна політика підприємства у варіанті, що розглядається, буде обмежена питаннями емісії тільки акцій – основного джерела формування власного капіталу на фондовому ринку (питання емісії облігацій та інших боргових цінних паперів підприємства в цьому розділі розглядатися не будуть).

По-друге, з переліку питань, що розглядаються, буде виключено акціонування приватизованих державних підприємств. Їх корпоратизація являє собою лише зміну форм власності з державної на акціонерну без додаткового залучення реального капіталу.

По-третє, ми обмежимося розглядом лише фінансових аспектів емісійної політики, не торкаючись організаційних та

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

інших її питань (друку бланків акцій, реєстрації випуску, публікації емісійного проспекту тощо).

Залучення власного капіталу з зовнішніх джерел шляхом додаткової емісії акцій є складним та дорогим процесом. Тому до цього джерела формування власних фінансових ресурсів слід звертатися лише в дуже обмежених випадках.

На сьогодні різні науковці по-різному трактують поняття «емісійна політика підприємства» (табл. 4.7).

Таблиця 4.7

Тлумачення поняття «емісійна політика підприємства» у сучасній науковій літературі

Автор	Визначення
1	2
Бланк І.А. ¹⁵²	Емісійна політика підприємства – це частина загальної політики формування власних фінансових ресурсів, яка полягає в забезпеченні залучення необхідного їх обсягу за рахунок випуску та розміщення на фондовому ринку акцій.
Грідчіна М.В. ¹⁵³	Емісійна політика – це частина загальної політики формування власних фінансових ресурсів, що полягає в забезпеченні залучення необхідного їх об'єму за рахунок випуску та розміщення на фондовому ринку власних акцій.
Завгородній А.Г. ¹⁵⁴	Емісійна політика – це частина загальної політики формування фінансових ресурсів підприємства, яка полягає в залученні необхідного їх обсягу із зовнішніх джерел внаслідок випуску та розміщення на первинному ринку власних цінних паперів (акцій, облігацій тощо).

¹⁵² Бланк І.А. Фінансовий менеджмент: навч. курс / І.А. Бланк. – К.: Ольга, Ніка-центр, 2004. – 656 с.

¹⁵³ Грідчіна М.В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): навч. посіб. – 2-ге вид., стереотип / М.В. Грідчіна. – К.: МАУП, 2002. – 232 с.

¹⁵⁴ Загородній А.Г. Фінансовий словник / А.Г. Завгородній, Г.Л. Вознюк, Т.С. Смовженко. – К.: Знання, 2000 – 359с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 4.7

1	2
Павловська О.В. ¹⁵⁵	Емісійна політика є особливим інструментом управління капіталом, яка підпорядковується цілям і завданням фінансового менеджменту як складової корпоративного та стратегічного управління.

Таким чином, можна зробити висновок, що емісійна політика – це складова загальної політики формування капіталу підприємства, що полягає у залученні необхідного його обсягу з фондового ринку за рахунок емісії цінних паперів.

Можна виділити такі основні **ознаки емісійної політики**:

- належність до політики формування капіталу підприємства (фінансової політики підприємства) і функціональну пов'язаність з останньою;

- економічна (безпосередньо випуск емісійних цінних паперів) та правова площина (законодавчо регламентована послідовність дій з їх випуску);

- сукупність заходів, пов'язаних з мобілізацією капіталу на ринку цінних паперів та реалізацією наступних прав і зобов'язань, передбачених цінним папером;

- відносини між різними суб'єктами фондового ринку щодо випуску цінних паперів та їх розміщення.

З позиції фінансового менеджменту основною метою емісійної політики є залучення на фондовому ринку необхідного об'єму власних фінансових засобів у мінімально можливі терміни. З урахуванням сформульованої мети емісійна політика підприємства являє собою частину загальної політики формування власних фінансових ресурсів, що полягає в забезпеченні залучення необхідного їх об'єму за рахунок випуску та розміщення на фондовому ринку власних акцій.

Розробка ефективної емісійної політики підприємства

¹⁵⁵ Павловська О.В. Емісійна політика підприємства: сутність та проблемні аспекти/ О.В. Павловська // Наука й економіка. – 2012. – № 3 (27). – С. 29-32.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

передбачає такі етапи (рис. 4.1).



Рис. 4.1. Етапи формування емісійної політики підприємства при збільшенні акціонерного капіталу

Охарактеризуємо основні етапи емісійної політики підприємства:

1. Дослідження можливостей ефективного розміщення емісії акцій, що передбачається. Рішення про передбачену первинну (при перетворенні підприємства в акціонерне товариство) або додаткову (якщо підприємство вже створене у формі акціонерного товариства і потребує додаткового притоку власного капіталу) емісію акцій можна прийняти лише на основі всебічного попереднього аналізу кон'юнктури фондового ринку та оцінки інвестиційної привабливості своїх акцій.

Аналіз кон'юнктури фондового ринку (біржового та

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

позабіржового) включає характеристику стану попиту та пропозиції акцій, динаміку рівня цін їх котирування, об'ємів продажів акцій нових емісій та ряду інших показників. Результатом проведення такого аналізу є визначення рівня чутливості реагування фондового ринку на появу нової емісії та оцінка його потенціалу поглинання емітованих об'ємів акцій.

Оцінка інвестиційної привабливості своїх акцій проводиться з позиції врахування перспективності розвитку галузі (порівняно з іншими галузями), конкурентоздатності виробленої продукції, а також рівня показників свого фінансового стану (порівняно з середньогалузевими показниками). У процесі оцінки визначається можливий ступінь інвестиційної переважності акцій своєї компанії порівняно з акціями інших компаній, що обертаються.

2. Визначення мети емісії. У зв'язку з високою вартістю залучення власного капіталу з зовнішніх джерел цілі емісії повинні бути достатньо вагомими з позиції стратегічного розвитку підприємства і можливостей суттєвого підвищення його ринкової вартості в наступному періоді. Основними з таких цілей, якими керується підприємство, застосовуючи це джерело формування власного капіталу, є:

- реальне інвестування, пов'язане з галузевою (підгалузевою) та регіональною диверсифікацією виробничої діяльності (створення сітки нових філіалів, дочірніх фірм, нових виробництв з великим об'ємом випуску продукції тощо);

- необхідність суттєвого покращення структури використовуваного капіталу (підвищення частки власного капіталу з метою зростання рівня фінансової стійкості; забезпечення більш високого рівня власної кредитоспроможності та зниження за рахунок цього вартості залучення запозиченого капіталу; підвищення ефекту фінансового левериджу тощо);

- заплановане поглинання інших підприємств з метою одержання ефекту синергізму (участь у приватизації сторонніх державних підприємств також може розглядатися як варіант їх поглинання, якщо при цьому забезпечується придбання контрольного пакету акцій або переважна частка в установчому

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

фонді);

– інші цілі, що потребують швидкої акумуляції значного об'єму власного капіталу.

3. Визначення об'єму емісії. При визначенні об'єму емісії необхідно виходити з раніше розрахованої потреби в залученні власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел.

4. Визначення номіналу, видів та кількості емітованих акцій.

Номінал акцій визначається з урахуванням основних категорій очікуваних їх покупців (найбільші номінали акцій орієнтовані на їх придбання інституціональними інвесторами, а найменші – на придбання населенням). У процесі визначення видів акцій (простих та привілейованих) встановлюється доцільність випуску привілейованих акцій; якщо такий випуск визнаний доцільним, то встановлюється співвідношення простих та привілейованих акцій (при цьому слід мати на увазі, що відповідно до чинного законодавства частка привілейованих акцій не може перевищувати 10% загального об'єму емісії). Кількість емітованих акцій визначається, виходячи з об'єму емісії та номіналу однієї акції (у процесі однієї емісії може бути встановлений лише один варіант номіналу акцій).

5. Оцінка вартості залученого акціонерного капіталу. Відповідно до принципів такої оцінки, вона здійснюється за двома параметрами:

– передбаченим рівнем дивідендів (він визначається, виходячи з обраного типу дивідендної політики);

– витрат з випуску акцій та розміщення емісії (приведених до середньорічного розміру). Розрахункова вартість залученого капіталу порівнюється з фактичною середньозваженою вартістю капіталу та середнім рівнем ставки відсотка на ринку капіталу. Лише після того приймається остаточне рішення про здійснення емісії акцій;

– визначення ефективних форм андеррайтингу. Для того, щоб швидко та ефективно провести відкрите розміщення емітованого об'єму акцій, необхідно визначити склад андеррайтерів, узгодити з ними ціни початкового котирування

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

акцій та розмір комісійної винагороди, забезпечити регулювання об'ємів продажу акцій відповідно до потреб у потоці надходження фінансових засобів, що забезпечують підтримку ліквідності вже розміщених акцій на початковому етапі їх обертання.

З урахуванням збільшеного об'єму власного капіталу підприємство має можливості, використовуючи незмінний коефіцієнт фінансового левериджу, відповідно збільшити об'єм залучених запозичених засобів, а також підвищити рентабельність власного капіталу.

Отже, новостворене підприємство може залучити капітал первинним випуском акцій. Проте, необхідно здійснити точний прорахунок їх кількості, номіналу тощо, тобто ефективно сформулювати свою емісійну політику, оскільки за випуск акцій (особливо для новостворених підприємств) є одним із найосновніших методів його залучення.

4.6. Дивідендна політика корпорації

Одним з важливих завдань фінансового менеджменту є формування та реалізація політики підприємства в галузі виплати дивідендів. Дивіденди – частина чистого прибутку, розподілена між учасниками (власниками) відповідно до частки їх участі у статутному капіталі підприємства. Підходи до визначення поняття «дивідендна політика» наведено у табл. 4.8.

Таблиця 4.8

Науковий підхід до визначення поняття «дивідендна політика»

Автор	Визначення поняття
1	2
Ткаченко Н.М. ¹⁵⁶	Дивідендна політика – це політика щодо розподілу отриманого підприємством прибутку за умови, що власники підприємства мають право на отримання частини прибутку у вигляді дивідендів.

¹⁵⁶ Ткаченко Н.М. Бухгалтерський фінансовий облік, оподаткування і звітність: підручник / Н.М. Ткаченко. – 5-ге вид. допов. і перероб. – К.: Алерта, 2011. – 976 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 4.8

1	2
Кузьменко Л.В., Кузьмін В.В., Шаповалова В.М. ¹⁵⁷	Дивідендна політика – це складова політики управління прибутком, яка полягає в оптимізації пропорцій між частиною прибутку, що направляється на виплату дивідендів з метою максимізації ринкової вартості підприємства і забезпечення його стратегічного розвитку.
Старкова О. Я. ¹⁵⁸	Дивідендна політика підприємства – це комплекс цілей, інструментів і завдань, які ставить перед собою керівництво підприємства у відношенні розподілу прибутку, що спрямовується на виплату дивідендів власникам корпоративних прав.

Отже, *дивідендна політика* – це набір цілей і завдань, які ставить перед собою керівництво підприємства у галузі виплати дивідендів, а також сукупність методів і засобів їх досягнення. Оптимізація дивідендної політики – це оптимізація співвідношення між прибутком, що виплачується у вигляді дивідендів, і тим, який реінвестується з метою максимізації доходів власників.

Мета дивідендної політики – розробка оптимальної пропорції між споживанням прибутку власниками і реінвестуванням його в активи організації за критерієм максимізації ринкової вартості організації.

Дивідендна політика має поєднувати дві протилежні мотивації:

– прагнення акціонерів отримувати високі дивіденди, що забезпечить високу ціну акцій на фінансовому ринку і стійкий інтерес потенційних інвесторів до нього;

– необхідність капіталізувати частину прибутку для забезпечення подальшого зростання підприємства за рахунок найбільш оптимального для підприємства джерела – прибутку.

¹⁵⁷ Кузьмін В.В. Фінансовий менеджмент: навч. посіб. / В.В. Кузьмін, В.М. Шаповалова, Л.В. Кузьменко. – Херсон: Ліра-К, 2009. – 200 с.

¹⁵⁸ Старкова О.Я. Корпоративные финансы: учеб. / О.Я. Старкова. – П: ФГБОУ, 2014. – 73 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Приймаючи рішення в галузі дивідендної політики, слід враховувати, що вони впливають на ряд ключових параметрів фінансово-господарської діяльності підприємства: величину самофінансування, структуру капіталу, ціну залучення фінансових ресурсів, ринковий курс корпоративних прав, ліквідність та ряд інших. Найбільш чітко вираженим є зв'язок між дивідендною політикою та самофінансуванням підприємства: чим більше прибутку виплачується у вигляді дивідендів, тим менше коштів залишається у підприємства для здійснення реінвестицій. Якщо ж приймається рішення про тезаврацію прибутку, то збільшується величина власного капіталу, а отже, змінюється загальна структура капіталу підприємства, що за певних обставин впливає на його вартість.

Зв'язок між дивідендною політикою і ринковим курсом корпоративних прав описується класичним алгоритмом: курс акцій прямо пропорційний дивіденду та обернено пропорційний процентній ставці за альтернативними вкладеннями капіталу на ринку.

Стабільний рівень дивідендних виплат може сигналізувати про те, що вкладений інвесторами в підприємство капітал працює ефективно. Отже, за інших рівних умов дивідендні виплати позитивно впливають на ринковий курс корпоративних прав. З іншого боку, відсутність дивідендів або їх різке коливання свідчить про нестабільність і ризиковість підприємства-емітента корпоративних прав. Як наслідок – ринковий курс падає. Щоправда, інвестори можуть високо оцінити вартість акцій підприємства навіть і без виплати дивідендів, якщо вони добре поінформовані про його програми розвитку, причини невиплати або скорочення виплати дивідендів і напрямки реінвестування прибутку.

Важливим є також обернений зв'язок між ринковим курсом корпоративних прав і фінансово-господарською діяльністю емітента. Вплив низького ринкового курсу проявляється під час залучення підприємством фінансових ресурсів. За низького ринкового курсу корпоративних прав емісія може або взагалі не відбутися, або з мінімальним курсом емісії, відповідно і мінімальним емісійним доходом. Отже, якщо підприємство планує залучати кошти за рахунок додаткової

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

емісії, йому слід реалізувати дивідендну політику, спрямовану на підвищення ринкового курсу корпоративних прав.

Під час прийняття рішень щодо дивідендної політики керівництво підприємства повинно враховувати:

- заборгованість за раніше випущені облигації;
- виплату дивідендів по привілейованих акціях, тому що вона здійснюється до виплати по звичайних акціях;
- достатність грошових коштів підприємства для виплати дивідендів;
- норми податкового законодавства.

Крім того, кожна корпорація обирає свою дивідендну політику виходячи з об'єктивних та суб'єктивних чинників. ***На дивідендну політику, зокрема, впливають***¹⁵⁹:

1. Правові обмеження. У більшості країн дивіденди відповідно до законодавства сплачуються з прибутку (в тому числі нерозподіленого минулих років) або з прибутку та емісійного доходу. Причому оподатковуються сплачені дивіденди, а відстрочені (нерозподілений прибуток) обкладаються податком за пониженою ставкою в момент отримання капіталізованого доходу. Оскільки оподатковуються тільки отримані акціонерами дивіденди, компанії нерідко здійснюють капіталізацію прибутку з тим, щоб уникнути оподаткування. У цьому випадку в деяких країнах встановлено обмеження на розмір нерозподіленого прибутку і оподатковують перевищення нерозподіленого прибутку над встановленим нормативом, щоб компанії не здійснювали капіталізацію прибутку в значних обсягах.

До інших обмежень правового характеру належать також заборона виплати дивідендів у грошовій формі, якщо підприємство є неплатоспроможним.

2. Обмеження контрактного характеру. Якщо компанія має намір отримати довгострокову позику, вона за вимогою банку може обмежити мінімальний розмір нерозподіленого прибутку або мінімальний процент прибутку, який повинен реінвестуватися у виробництво. Це значною мірою може

¹⁵⁹ Климаш Н.І. Корпоративні фінанси: навч. посіб. / Н.І. Климаш. – К: НУХТ, 2013. – 86 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

вплинути на дивідендну політику компанії-позичальника та на рівень дивідендних виплат.

Законодавством може бути встановлено мінімальний розмір резервного фонду, який слугуватиме гарантією погашення позики. Це може призвести до значних змін у механізмі виплати дивідендів за привілейованими акціями, оскільки резервний фонд є одним із можливих джерел виплати дивідендів.

3. Обмеження у зв'язку з недостатньою ліквідністю.
Підприємство може не мати в достатній кількості грошових коштів та їх еквівалентів для виплати дивідендів. При цьому причинами можуть виступати не тільки проблеми у виробничо-господарській діяльності та низький рівень прибутку, а й проблеми управління грошовими коштами підприємства. В таких випадках або змінюють механізм виплати дивідендів, або, якщо дозволяє законодавство, беруть короткостроковий кредит для виплати дивідендів.

4. Обмеження у зв'язку з виробничими потребами.
Дивідендні виплати можуть обмежуватись у зв'язку з необхідністю накопичувати прибуток для здійснення капіталовкладень. Частіше до цього вдаються при розширенні чи запровадженні нового виробництва. Рідше це може бути основою дивідендної політики при звичайній діяльності підприємства. В деяких випадках підприємства в установчих документах визначають частку прибутку, яка повинна реінвестуватися.

5. Обмеження у зв'язку з інтересами акціонерів.
Сукупний дохід акціонера складається з дивідендних виплат та зростання курсової вартості акцій. Менеджери багатьох підприємств прагнуть проводити дивідендну політику, яка б максимізувала сукупний дохід акціонера. Часто це передбачає стабільну виплату дивідендів, які зростають.

6. Обмеження рекламно-інформаційного характеру.
Оскільки про порядок виплати та розміри дивідендів компанія широко інформує громадськість, вона часто намагається зберегти стабільну дивідендну політику, навіть при змінах у діяльності компанії.

З урахуванням розглянутих факторів дивідендну

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

політику акціонерні товариства формують за такими етапами (рис. 4.2).

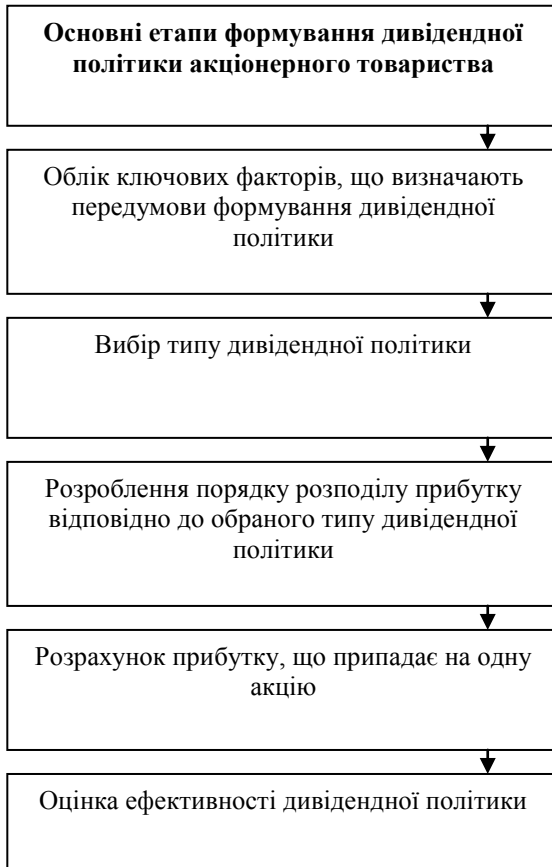


Рис. 4.2. Основні етапи формування дивідендної політики акціонерного товариства

До основних завдань, які слід вирішити в ході формування та реалізації дивідендної політики, слід віднести:

– виявлення основних факторів, які впливають на прийняття рішення щодо виплати дивідендів чи реінвестування прибутку;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

– визначення оптимального співвідношення між розподілим і тезаврованим прибутком;

– оцінку впливу рішення щодо порядку розподілу чистого прибутку на ринкову вартість корпоративних прав підприємства та його інвестиційну привабливість;

– визначення оптимальної для підприємства величини статутного і власного капіталу;

– узгодження стратегії виплати дивідендів із податковим законодавством;

– вибір найприйнятнішого методу та форми нарахування і виплати дивідендів;

– оцінку впливу дивідендної політики на вирішення конфлікту інтересів між власниками, кредиторами та керівництвом підприємства.

Дивідендна політика, тобто прийняття рішення про те, чи виплачувати зароблені кошти у вигляді дивідендів або залишати їх і реінвестувати в активи фірми, має три ключових елементи:

1. Яка частка прибутку в середньому повинна бути виплачена протягом певного часу? Це вибір цільового значення коефіцієнта виплати дивідендів.

2. Чи повинна фірма намагатися підтримувати стабільне зростання дивідендів, або вона повинна щорічно міняти розмір дивідендів в залежності від своїх внутрішніх потреб в коштах і потоків грошових коштів?

3. Яку кількість грошових коштів повинна корпорація виплатити у вигляді поточних дивідендів?

Залежно від стратегічних цілей підприємства виділяють такі *види дивідендної політики*.

Політика «нульового» дивіденду. Полягає в невиконанні виплат дивідендів взагалі. Це означає, що компанія свідомо попереджає акціонерів про відсутність дивідендних виплат, а акціонери підтверджують свою згоду чи незгоду з цією політикою, купуючи чи продаючи акції компанії. Реалізація цієї політики можлива лише в таких випадках: законодавчо не встановлена межа виплати дивідендів; бажання акціонерів збільшити ринкову вартість акцій у майбутньому перевищують прагнення

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

до отримання доходів у те перішньому часі; акціонерам недостатньо сукупного корпоративного впливу для того, щоб змінити цю політику.

Політика «100%» дивіденду. Сутність цієї політики полягає у тому, що 100% чистого прибутку спрямовується на виплату дивідендів. Реалізація такої дивідендної політики не призводить до збільшення власного капіталу компанії, а отже, не відбувається зростання ринкового курсу акцій. Така політика може бути виправдана виключно для підприємств, які обмежені у зростанні вартості своїх акцій, специфікою своєї діяльності (підприємства, які здійснюють видобуток корисних копалин).

Політика фіксованого дивіденду з преміальними виплатами. Передбачає надбавки (премії), коли компанія досягає особливо позитивних фінансових результатів. Ця політика є досить прийнятною для тих інвесторів, які вкладають кошти в досить ризикові цінні папери і постійно чекають позитивних змін у дивідендній політиці.

Політика негрошових виплат. Відсутність потрібних фінансових ресурсів спонукає акціонерні підприємства вдаватися до політики негрошових дивідендних виплат. У цьому аспекті замість прямих грошових дивідендних виплат використовують, як правило, найліквідніші грошові замітники. Заслуговує на увагу політика виплати дивідендів випуском нових цінних паперів, наприклад, акцій чи облігацій.

Політика нагромаджених дивідендів. Ця політика застосовується тими акціонерними корпораціями, які оголошують про виплату дивідендів, однак відсутність грошових коштів змушує відкласти виплату суми дивідендів у більш пізні періоди.

Формуванню оптимальної дивідендної політики в країнах з розвинутою ринковою економікою присвячені численні теоретичні дослідження. Найбільш розповсюдженими теоріями, пов'язаними з механізмом формування дивідендної політики, є:

1. Теорія незалежності дивідендів. Її автори – Ф. Модільяні та М. Міллер (згадуються, зазвичай, при посиланнях під аббревіатурою ММ) – стверджують, що вибрана політика не впливає ні на ринкову вартість підприємства (ціну акцій), ні на

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

майновий стан власників у поточному чи перспективному періоді, так як ці показники залежать від суми формованого, а не розподіленого прибутку. Згідно з цією теорією дивідендній політиці відводиться пасивна роль у механізмі управління прибутком. При цьому свою теорію вони супроводили значною кількістю обмежень, які в реальній практиці управління прибутком забезпечити неможливо. Не дивлячись на свою вразливість у плані практичного використання, теорія ММ стала відправним пунктом пошуку більш оптимальних рішень механізму формування дивідендної політики.

2. Теорія переваги дивідендів (або «синиця в руках»). Її автори – М. Гордон та Д. Лінтнер – стверджують, що кожна одиниця поточного доходу (виплаченого у формі дивідендів) у силу того, що вона «очищена від ризику» вартує завжди більше, ніж дохід, відкладений на майбутнє, у зв'язку з притаманним йому ризиком. Виходячи з цієї теорії, максимізації дивідендних виплат надається перевага порівняно з капіталізацією прибутку. Однак, противники цієї теорії стверджують, що, в більшості випадків, одержаний у формі дивідендів дохід, все ж таки, реінвестується потім в акції своєї або аналогічної акціонерної компанії, що не дозволяє використовувати фактор ризику як аргумент на користь тієї чи іншої дивідендної політики (фактор ризику може бути врахований лише менталітетом власників; він визначається рівнем ризику господарської діяльності тієї чи іншої компанії, а не характером дивідендної політики).

3. Теорія мінімізації дивідендів (або «теорія податкових переваг»). Згідно з цією теорією ефективність дивідендної політики визначається критерієм мінімізації податкових виплат за поточними та очікуваними доходами власників. Так як обкладання податком поточних доходів у формі одержаних дивідендів завжди вище, ніж очікуваних (з урахуванням фактора вартості грошей у часі, податкових пільг на капіталізований прибуток тощо), дивідендна політика повинна забезпечити мінімізацію дивідендних виплат, а відповідно, максимізацію капіталізації прибутку з тим, щоб одержати найвищий податковий захист сукупного доходу власників. Однак такий підхід до дивідендної політики не влаштовує багаточисленних дрібних акціонерів з низьким рівнем доходів, які постійно

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

потребують поточних їх надходжень у формі дивідендних виплат (що знижує об'єм попиту на акції таких компаній, а також і котировану ринкову ціну цих акцій).

4. Сигнальна теорія дивідендів (або «теорія сигналізування»). Ця теорія побудована на тому, що основні моделі оцінки поточної реальної ринкової вартості акцій у якості базисного елемента використовують розмір дивідендів, що виплачуються за нею. Таким чином ріст рівня дивідендних виплат визначає автоматичне зростання реальної, а також котированої ринкової вартості акцій, що при їх реалізації приносить акціонерам додатковий дохід. Крім того, виплата високих дивідендів «сигналізує» про те, що компанія знаходиться на підйомі й очікує суттєве зростання прибутку в наступному періоді. Ця теорія невід'ємно пов'язана з високою «прозорістю» фондового ринку, на якому оперативної одержана інформація суттєво впливає на коливання ринкової вартості акцій.

5. Теорія відповідності дивідендної політики складу акціонерів (або «теорія клієнтури»). Відповідно до цієї теорії компанія повинна здійснювати таку дивідендну політику, яка відповідає очікуванням більшості акціонерів, їх менталітету. Якщо основний склад акціонерів («клієнтура» акціонерної компанії) надає перевагу поточному доходу, то дивідендна політика повинна виходити з переважного напрямку прибутку на цілі поточного споживання. І навпаки, якщо основний склад акціонерів надає перевагу збільшенню своїх очікуваних доходів, то дивідендна політика повинна виходити з переважної капіталізації прибутку в процесі його розподілу. Та частина акціонерів, яка з такою дивідендною політикою буде не згідна, реінвестує свій капітал в акції інших компаній, у результаті чого склад «клієнтури» стане більш однорідним.

Отже, дивідендна політика підприємства спрямована на розробку оптимальної пропорції між споживанням прибутку власниками і реінвестуванням його в активи організації за критерієм максимізації ринкової вартості організації. Відповідно кожне підприємство обирає свій підхід дивідендної політики.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

4.7. Критерії прийняття фінансових рішень у корпораціях

Одним з головних завдань фінансового менеджера є обґрунтування рішень щодо вибору оптимальних для конкретних фінансово-економічних умов форм фінансування підприємства. У цьому зв'язку фінансисти досить часто постають перед необхідністю прийняття рішень щодо вибору найкращої з існуючих альтернатив.

Для прийняття правильних фінансових рішень слід зважати на критерії, за допомогою яких можна оцінити переваги та недоліки залучення позичкового і власного капіталу, зовнішніх і внутрішніх джерел фінансування тощо.

Характеристика типових критеріїв прийняття фінансових рішень відображена в табл. 4.9.

Таблиця 4.9

Типові критерії прийняття фінансових рішень

Типові критерії	Характеристика типових критеріїв
1	2
Прибуток/ рентабельність	Слід розрахувати, яким чином та чи інша форма фінансування вплине на результати діяльності підприємства. Рентабельність активів підприємства повинна перевищувати вартість залучення капіталу, а також враховувати, що зростання частки заборгованості в структурі капіталу в окремих випадках може привести до підвищення прибутковості підприємства, а в інших – навпаки.
Ліквідність	Фінансист повинен розрахувати, яким чином форма фінансування вплине на рівень теперішньої та майбутньої платоспроможності підприємства. Вхідні та вихідні грошові потоки слід координувати таким чином, щоб у будь-який час підприємство було спроможним виконати свої поточні платіжні зобов'язання. Цього можна досягти дотриманням фінансової рівноваги в довгостроковому періоді.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 4.9

1	2
Структура капіталу (незалежність)	Вдаючись до тієї чи іншої форми фінансування, слід прогнозувати, яким чином вона вплине на рівень автономності і самостійності підприємства у разі використання коштів, збереження інформаційної незалежності та контролю над підприємством у цілому. Окрім цього, необхідно виявляти можливі ризики, зокрема ризик структури капіталу.
Накладні витрати, пов'язані із залученням коштів	Наприклад, емісійні витрати, витрати на обов'язкові аудиторські перевірки, витрати на обов'язкову публікацію звітності в засобах масової інформації тощо.
Мінімізація оподаткування	Доцільно вибирати ту форму фінансування, яка дасть найбільший ефект з погляду зменшення податкових платежів. Звичайно, податковий фактор слід розглядати в контексті його впливу на вартість залучення капіталу в цілому.
Об'єктивні обмеження	Відсутність кредитного забезпечення, необхідного для залучення позичок, низький рівень кредитоспроможності, законодавчі обмеження щодо використання тієї чи іншої форми фінансування, договірні обмеження тощо.
Особливості законодавства про банкрутство	Черговість задоволення претензій кредиторів; переважання механізмів санації неспроможного боржника чи захисту інтересів кредиторів тощо.
Максимізація доходів власників, так звана концепція Shareholder-Value	Згідно з цим критерієм усі рішення менеджменту підприємства, в т. ч. рішення у сфері фінансування, повинні спрямовуватися на досягнення головної мети діяльності суб'єкта господарювання – максимізації доходів власників.

На практиці кваліфіковані фінансові менеджери розробляють власну систему критеріїв, прийняття фінансових рішень, яка, окрім згаданих критеріїв, може бути доповнена

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

іншими чи дещо спрощена. Для прикладу в табл. 4.10 наведено загальний огляд порівняльних характеристик фінансування підприємства за рахунок власного капіталу і позичок.

Таблиця 4.10

Порівняльна таблиця критеріїв для власного і позикового капіталу

Критерії	Власний капітал	Позиковий капітал
1. Рівень відповідальності капіталодавців	Щонайменше у повному обсязі	Відсутня статус кредитора
2. Участь в управлінні підприємством	Як правило, дає право	Як правило, участь в управлінні підприємством виключена
3. Участь у прибутках	Дає право участі у розподілі прибутків	Обумов. договором проценти; розподіл приб.виключений
4. Строк використання	Необмежений	Обмеження згідно з договором
5. Кредитне забезпечення	Як правило, непотрібне	Як правило, необхідне
6. Податковий тягар	Плата за користування здійснюється за рахунок прибутку, що залишився після сплати всіх податків	Проценти за користування позиками відносяться на валові витрати, тобто зменшують податковий тягар
7. Порядок повернення у разі банкрутства	В останню чергу	Першочергово, залежно від типу кредитора

Як доповнення до наведених критеріїв зазначимо, що з позиції підприємства-об'єкта інвестування власний капітал є менш ризиковим порівняно з позиковим. Для капіталодавців, навпаки, перебувати в статусі кредитора підприємства є менш ризиковим, ніж як власник, що зумовлено особливостями законодавства про банкрутство та деякими іншими чинниками.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Сучасні умови господарювання та рівень конкуренції потребують від підприємств підвищення ефективності їх діяльності, яка визначає здатність підприємств до фінансового виживання. Ефективність діяльності підприємства значною мірою характеризується показником ефективності використання капіталу, тобто максимальної його віддачі, яка виражається збільшенням суми прибутку на 1 гривню капіталу. Цього можна досягти за умови раціонального використання всіх видів ресурсів, недопущення їх перевитрат, втрат на всіх стадіях кругообороту. В результаті капітал повертається в більшій сумі, тобто з прибутком.

Актуальності набувають питання пошуку шляхів ефективного використання власного та позикового капіталу, для забезпечення стійкості фінансового стану підприємства. Виявити недоліки використання капіталу та усунути їх можна завдяки проведенню аналізу даних процесів діяльності підприємства, що дасть змогу розрахувати можливості підприємства щодо використання власних та позикових джерел фінансування та знизити рівень фінансового ризику.

Аналіз ефективності використання власного і позикового капіталу підприємства – це спосіб накопичення, порівняння, трансформації і використання інформації бухгалтерського обліку та звітності, який має на меті: оцінити поточний і перспективний фінансовий стан підприємства, тобто використання власного і позикового капіталу; обґрунтувати можливі і прийнятні темпи розвитку підприємства з позиції забезпечення їх джерелами фінансування; виявити доступні джерела засобів, оцінити раціональні способи їх мобілізації; виявити усі можливі ризики при використанні позикових джерел фінансування; обґрунтувати процеси та алгоритм оптимізації структури капіталу; спрогнозувати становище підприємства на ринку капіталів.

Аналіз ефективності використання капіталу організацій проводиться за допомогою різних типів моделей, що дозволяють структурувати та ідентифікувати взаємозв'язки між основними показниками. При існуючому стані найбільш прийнятними, на нашу думку, для аналізу є дескриптивні моделі.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Дескриптивні моделі, або моделі описового характеру, є основними як для проведення аналізу капіталу, так і для оцінки фінансового стану підприємств. До них відносяться: побудова системи звітних балансів, подання бухгалтерської звітності в різних аналітичних розрізах; структурний і динамічний аналіз звітності, коефіцієнтний та факторний аналіз, аналітичні записки до звітності. Всі ці моделі засновані на використанні інформації бухгалтерської звітності.

Структурний аналіз представляє сукупність методів дослідження структури. Він заснований на представленні бухгалтерської звітності у вигляді відносних величин, що характеризують структуру, тобто розраховується частка (питома вага) приватних показників в узагальнюючих підсумкових даних про власний і позиковий капітал. Динамічний аналіз дозволяє виявити тенденції зміни окремих статей власного і позикового капіталу або їх груп, що входять до складу бухгалтерської звітності.

Коефіцієнтний аналіз – провідний метод аналізу ефективності використання капіталу підприємств, що використовується різними групами користувачів: менеджерами, аналітиками, акціонерами, інвесторами, кредиторами та ін.

Відомо багато таких коефіцієнтів, тому для зручності розділимо їх на кілька груп:

- коефіцієнти оцінки руху капіталу підприємства;
- коефіцієнти ділової активності;
- коефіцієнти структури капіталу;
- коефіцієнти рентабельності та ін.

До **коефіцієнтів оцінки руху капіталу (активів) підприємства** відносять коефіцієнти надходження, вибуття і використання, що розраховуються по всьому сукупному капіталу і по його складових:

– **коефіцієнт надходження власного капіталу** ($K_{нк}$) показує, яку частину власного капіталу від наявного на кінець звітного періоду складають знову надійшли в його рахунок кошти:

$$K_{нк} = Н_{нк} / ЗВКк, \quad (4.5)$$

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

де $H_{вк}$ – надходження власного капіталу за звітний період;

$ЗВКк$ – залишок власного капіталу на кінець звітного періоду.

– **коефіцієнт надходження позикового капіталу** ($K_{нпк}$) показує, яку частину позикового капіталу від звітного періоду, що є на кінець, складають довгострокові і короткострокові позикові засоби, що знов поступили:

$$K_{нпк} = НПК / ЗПКк, \quad (4.6)$$

де $НПК$ – надходження позикового капіталу за звітний період;

$ЗПКк$ – залишок позикового капіталу на кінець звітного періоду.

– **коефіцієнт використання власного капіталу** ($K_{викорВК}$) показує, яка частина власного капіталу, з яким підприємство почало діяльність у звітному періоді, була використана в процесі діяльності господарюючого суб'єкта.

$$K_{викорВК} = ВК_{викор} / ВК_{п.п.}, \quad (4.7)$$

де $ВК_{викор}$ – використана частина власного капіталу;

$ВК_{п.п.}$ – власний капітал на початок періода.

– **коефіцієнт вибуття позикового капіталу** ($K_{виб.ПК}$) показує, яка його частина вибула протягом звітного періоду за допомогою повернення кредитів і позик та погашення кредиторської заборгованості:

$$K_{виб.ПК} = Впк / ПК_{п.п.}, \quad (4.8)$$

де $Впк$ – використання позикового капіталу за звітний період;

$ПК_{п.п.}$ – залишок позикового капіталу на початок

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

звітного періоду.

Коефіцієнти ділової активності дозволяють проаналізувати, наскільки ефективно підприємство використовує свій капітал. Як правило, до цієї групи відносяться різні коефіцієнти оборотності: оборотність власного капіталу, оборотність інвестованого капіталу, оборотність кредиторської заборгованості, оборотність позикового капіталу:

– **коефіцієнт оборотності власного капіталу** (*Коб.вк*), розраховується в оборотах, визначається як відношення чистої виручки від реалізації до середньорічної вартості власного капіталу:

$$Коб.вк = ЧВР / ВКс , \quad (4.9)$$

де *ЧВР* – чиста виручка від реалізації продукції;

ВКс – середньорічна сума власного капіталу.

Цей показник характеризує різні аспекти діяльності: з комерційної точки зору він відображає або надлишки продажів, або їх недостатність; з фінансової – швидкість обороту вкладеного капіталу; з економічної – активність коштів, якими ризикує вкладник.

Якщо він значно перевищує рівень реалізації над вкладеним капіталом, то це тягне за собою збільшення кредитних ресурсів і можливість досягнення тієї межі, за яким кредитори починають активніше брати участь у справі, ніж власники підприємства. У цьому випадку відношення зобов'язань до власного капіталу збільшується, зростає також ризик кредиторів, у зв'язку з чим компанія може мати серйозні труднощі, зумовлені зменшенням доходів або загальною тенденцією до зниження цін. Навпаки, низький показник означає бездіяльність частини власних коштів. В цьому випадку показник оборотності власного капіталу вказує на необхідність вкладення власних коштів в іншій більш відповідний джерело доходів.

– **коефіцієнт оборотності інвестиційного капіталу** (*Коб.ік*) визначається як частка від ділення чиста виручка від

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

реалізації на вартість власного капіталу плюс довгострокові зобов'язання:

$$Коб.вк = ЧВР / ІКс , \quad (4.10)$$

де $ІКс$ – середньорічна сума інвестиційного капіталу;
– **коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості** розраховується як частка від ділення собівартості реалізованої продукції на середньорічну вартість кредиторської заборгованості ($Коб.КЗ$) і показує скільки компанії потрібно зробити оборотів інвестиційного капіталу для оплати виставлених їй рахунків:

$$Коб.вк = ЧВР / КЗс , \quad (4.11)$$

де $КЗс$ – середньорічна сума кредиторської заборгованості.

Коефіцієнти структури капіталу характеризують ступінь захищеності інтересів кредиторів та інвесторів. Вони відображають здатність підприємства погашати довгострокову заборгованість¹⁶⁰. Коефіцієнти цієї групи називаються також коефіцієнтами платоспроможності. Мова йде про коефіцієнт власного капіталу, коефіцієнт позикового капіталу і коефіцієнт співвідношення власного капіталу до позикового:

– **коефіцієнт концентрації власного капіталу** ($Квк$) характеризує частку власного капіталу в структурі капіталу компанії, а отже, співвідношення інтересів власників підприємства і кредиторів. Цей коефіцієнт ще називають коефіцієнтом автономії (незалежності). У практиці вважається, що даний коефіцієнт бажано підтримувати на досить високому рівні, оскільки в такому випадку він свідчить про стабільну фінансову структуру коштів, якій віддають перевагу кредитори. Вона виражається в невисокій питомій вазі позикового капіталу і більш високому рівні коштів, забезпечених власними засобами.

¹⁶⁰ Подольська В.О. Фінансовий аналіз: навчальний посібник. / В.О.Подольська, О.В.Яріш – К.: Центр навчальної літератури, 2007. – 488 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Це є захистом від великих втрат в періоди спаду ділової активності і гарантією отримання кредитів. Коефіцієнтом власного капіталу, що характеризує досить стабільне положення при інших рівних умовах в очах інвесторів і кредиторів, є відношення власного капіталу до підсумку на рівні 60%. При цьому оптимальне значення даного показника для підприємства є більше 0,5:

$$K_{вк} = BK/BB, \quad (4.12)$$

де BK – сума власного капіталу;

BB – валюта балансу.

– коефіцієнт концентрації позикового капіталу $K_{пк}$ виражає частку позикового капіталу в загальній сумі джерел фінансування валюти балансу (ВБ). Цей коефіцієнт є зворотним коефіцієнту незалежності (автономії).

$$K_{пк} = ПК/ВБ, \quad (4.13)$$

де $ПК$ – сума позикового капіталу.

– **коефіцієнт співвідношення позикового і власного капіталу** (коефіцієнт фінансового ризику ($K_{ф.р.}$)) характеризує ступінь залежності організації від зовнішніх позик (кредитів). Він показує, скільки позикових коштів припадає на 1 власних коштів. Чим вищий цей коефіцієнт, тим більше позик у підприємства і тим ризикованіше ситуація, яка може привести в кінцевому підсумку до банкрутства. Високий рівень коефіцієнта відображає також потенційну небезпеку виникнення в організації дефіциту грошових коштів.

Інтерпретація даного показника залежить від багатьох факторів, зокрема, таких, як: середній рівень цього коефіцієнта в інших галузях, доступ компанії до додаткових боргових джерел фінансування, стабільність господарської діяльності компанії. Вважається, що коефіцієнт співвідношення позикового і власного капіталу в умовах ринкової економіки не повинен перевищувати одиниці. Висока залежність від зовнішніх позик

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

може істотно погіршити становище організації у разі уповільнення темпів реалізації, оскільки витрати по виплаті відсотків на позиковий капітал зараховуються до групи умовно-постійних, тобто таких витрат, які за інших рівних умов не зменшуються пропорційно зниженню обсягу реалізації. Крім того, високий коефіцієнт співвідношення позикового і власного капіталу може привести до ускладнень з отриманням нових кредитів за середньоринковою ставкою. Цей коефіцієнт відіграє найважливішу роль при вирішенні питання про вибір джерел фінансування:

$$Kф.р. = PK/BK . \quad (4.14)$$

Отже, одним з головних завдань фінансового менеджера є обґрунтування рішень щодо вибору оптимальних для конкретних фінансово-економічних умов форм фінансування підприємства. У цьому зв'язку фінансисти досить часто постають перед необхідністю прийняття рішень щодо вибору найкращої з існуючих альтернатив. Для прийняття правильних фінансових рішень слід зважати на критерії, за допомогою яких можна оцінити переваги та недоліки залучення позичкового і власного капіталу, зовнішніх і внутрішніх джерел фінансування тощо.

Аналіз ефективності використання власного та позикового капіталу підприємства допоможе чітко спланувати проведення аналізу та дозволить оперативно відшукати наявні «слабкі сторони» та прийняти управлінські рішення щодо їх швидкого усунення, що дасть змогу значно підвищити фінансову стійкість підприємства та його прибутковість.

4.8. Вартість капіталу. Сучасні підходи до оцінки вартості капіталу

Критерієм ефективної діяльності корпорації є примноження капіталу, джерелом формування якого є внески акціонерів. Тому основним завданням фінансового управління корпорацією є збільшення вартості акціонерного капіталу і відповідно

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

примноження багатства акціонерів. Для досягнення цієї мети необхідно, з одного боку, приймати правильні інвестиційні рішення, тобто визначати, куди спрямувати кошти фондів корпорацій, які активи придбати, а з іншого – правильно обирати джерела фінансування інвестицій, тобто слід прагнути залучити капітал на найвигідніших умовах (якомога дешевше), а інвестувати його в активи, вартість яких згодом перевищить витрати на їх придбання.

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

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

Також **вартість капіталу** можна визначити як витрати на залучення капіталу, тобто сума коштів, які підприємство повинно регулярно виплачувати власникам капіталу (кредиторам або інвесторам) з урахуванням суми залученого капіталу.

Поелементна оцінка вартості власного капіталу сприяє зміцненню фінансової стійкості корпорації на основі вибору найбільш недорогих джерел його залучення.

Механізм поелементної оцінки власного капіталу корпорації-емітента має такі складові. По-перше, розрахунок вартості власного капіталу, використовуюваного у звітному періоді. Його визначають за формулою:

$$BK_{з.п.} = \frac{ЧП * 100}{BK_c}, \quad (4.15)$$

де $BK_{з.п.}$ – вартість використовуюваного власного капіталу у звітному періоді, %;

$ЧП$ – сума чистого прибутку, виплаченого акціонерам у процесі його використання;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

BK_c – середня величина власного капіталу у звітному періоді.

Процес управління вартістю даного елемента власного капіталу здійснюється перш за все у поточній (звичайній) діяльності. Відповідно вартість використовуваного капіталу у майбутньому (прогнозованому) періоді може бути встановлена за формулою:

$$BK_{m.n.} = BK_{з.n.} * I, \quad (4.16)$$

де $BK_{m.n.}$ – вартість використовуваного власного капіталу в майбутньому періоді, %;

I – прогнозований індекс зростання виплат з чистого прибутку по корпорації в цілому, долі одиниці.

Як вже зазначалося, вартість нерозподіленого прибутку прирівнюють до ціни використовуваного власного капіталу у майбутньому періоді:

$$B_{np} = BK_{m.n.}, \quad (4.17)$$

де B_{np} – вартість нерозподіленого прибутку, %.

Якщо вартість використовуваного власного капіталу в майбутньому періоді і вартість нерозподіленого прибутку в тому ж періоді ідентичні, то при оцінці середньозваженої вартості капіталу (WACC) у плановому періоді дані елементи капіталу можна розглядати як єдиний елемент, тобто включати до оцінки із загальною сумованою питомою вагою.

По-друге, вартість додатково залученого акціонерного капіталу розраховується в процесі оцінки окремо – за звичайними і привілейованими акціями, оскільки норма дивіденду, що передбачається за ними, неоднакова.

Вартість залучення додаткового капіталу за рахунок емісії звичайних акцій потребує наявності таких показників:

- суми довгострокової емісії звичайних акцій;
- суми дивіденду, виплаченого у звітному періоді на одну звичайну акцію;
- планового індексу зростання виплат чистого

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

прибутку акціонерам у формі дивідендів;

– прогнозованих витрат за емісією звичайних акцій.

У процесі залучення даного виду власного капіталу слід ураховувати, що за вартістю він є більш дорогим, оскільки витрати на його обслуговування не знижують оподатковуваний прибуток, а фінансовий ризик найбільш високий, оскільки ця частина акціонерного капіталу при банкрутстві акціонерного товариства захищена найменше.

Розрахунок вартості додаткового капіталу, який залучають за рахунок емісії звичайних акцій (BK_{3A}), рекомендують здійснювати за формулою:

$$BK_{3A} = \frac{K_{3A} * D_{3A} * I * 100}{\sum BK_{3A} * B_E}, \quad (4.18)$$

де BK_{3A} – вартість власного капіталу, що залучають за рахунок випуску звичайних акцій, %;

K_{3A} – кількість додатково випущених звичайних акцій, шт.;

D_{3A} – сума дивіденду, що припадає на одну звичайну акцію у звітному періоді, грн.;

I – плановий індекс зростання дивідендів з чистого прибутку акціонерам;

$\sum BK_{3A}$ – сума власного (акціонерного) капіталу, що залучають за рахунок випуску звичайних акцій;

B_E – витрати з емісії звичайних акцій щодо загальної суми емісії акції, долі одиниці.

Вартість залучення додаткового капіталу за допомогою емісії привілейованих акцій визначають з урахуванням фіксованого розміру дивідендів, що встановлюються загальними зборами акціонерів або Радою директорів акціонерного товариства. Саме в цьому і полягає схожість даної частини акціонерного капіталу із залученням позикових коштів. Різниця між ними полягає в тому, що витрати

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

на обслуговування боргу у процентах відносять на витрати товариства, які обліковуються у податковому обліку окремо від витрат на виробництво і збут продукції. Дивідендні виплати за привілейованими акціями здійснюють за рахунок чистого прибутку. Поряд з виплатою дивідендів до витрат товариства відносять емісійні витрати з випуску акцій.

Виходячи з цих особливостей, вартість додатково залученого капіталу за рахунок емісії привілейованих акцій визначають за формулою:

$$BK_{ПА} = \frac{D_{ПА} * 100\%}{\sum BK_{ПА} * (1 - B_E)}, \quad (4.19)$$

де $BK_{ПА}$ – вартість власного капіталу, що залучають за допомогою привілейованих акцій, %;

$D_{ПА}$ – сума дивідендів, передбачених до виплати відповідно до контрактних зобов'язань акціонерного товариства;

$\sum BK_{ПА}$ – вартість власного капіталу, що залучають за допомогою привілейованих акцій;

B_E – емісійні витрати, виражені в частках одиниці щодо до загальної суми емісії.

Процес управління вартістю залучення власного капіталу за рахунок емісії акцій пов'язаний з великими труднощами і високим ризиком для емітента. Це потребує високої кваліфікації фінансового директора (головного фінансового менеджера), який відповідає за цей процес.

Управління ціною (вартістю) власного капіталу потребує від корпорації розробки й реалізації зваженої емісійної і дивідендної політики.

Різноманітність джерел і умов надання позикового капіталу у формі банківських кредитів передбачає необхідність порівняльної оцінки ефективності формування позикових коштів.

Вартість банківського кредиту визначають на основі процентної ставки («ціни кредиту»), яка формує основні видатки позичальника з обслуговування боргу.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Ця ставка в процесі оцінки потребує ряд уточнень. Вона має бути:

– збільшена на розмір інших витрат позичальника, зумовлених кредитною угодою (наприклад страхування кредиту за рахунок позичальника);

– знижена на ставку податку на прибуток з метою відображення реальних витрат позичальника з залучення кредиту.

З урахуванням цих положень *вартість позикового капіталу у формі банківського кредиту* визначають за формулою:

$$PK_{BK} = \frac{C_{\Pi} * (1 - P_{\Pi})}{1 - PB_{BK}}, \quad (4.20)$$

де PK_{BK} – вартість позиченого капіталу, який залучають у формі банківського кредиту;

C_{Π} – ставка процента за банківський кредит, %;

P_{Π} – ставка податку на прибуток, долі одиниці;

PB_{BK} – рівень витрат позичальника з залучення банківського кредиту в його сумі, долі одиниці.

Однією з форм залучення довгострокового позикового капіталу є розміщення облігаційних позик.

Вартість позикового капіталу, що залучають за рахунок емісії корпоративних облігацій, оцінюють на основі ставки купонного процента, що формується за рахунок періодичних купонних виплат. Якщо облігацію продають за інших умов, то базою оцінки виступає сума дисконту за нею, що виплачується при погашенні.

У першому випадку оцінку здійснюють за формулою:

$$PK_0 = \frac{C_{KP} * (1 - P_{\Pi})}{1 - P_{EB}}, \quad (4.21)$$

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

де $ПК_0$ – вартість позикового капіталу, що залучають за рахунок емісії облігацій, %;

$C_{КП}$ – ставка купонного процента за облігацією, %;

$П_{П}$ – ставка податку на прибуток, долі одиниці;

P_{EB} – рівень емісійних витрат щодо обсягу емісії, долі одиниці.

У другому випадку розрахунок вартості позики здійснюють за формулою:

$$ПК_0^1 = \frac{\overline{D} * 100}{(H_0 - \overline{D}) * (1 - P_{EB})}, \quad (4.22)$$

де $ПК_0^1$ – вартість позикового капіталу, що залучають за рахунок емісії облігацій, %;

H_0 – номінал облігації;

\overline{D} – середня сума дисконту (процента) за облігацією, грн.;

P_{EB} – рівень емісійних витрат щодо суми залучених за рахунок емісії грошових коштів, долі одиниці.

Кожна грошова одиниця, що використовується як капітал, тобто інвестується в певні активи з метою отримання доходу, має формувати грошовий потік: що більший очікуваний майбутній грошовий потік, то цінніше придбаний актив (наприклад, акція). Звідси впливає визначення *вартості активів* як розміру прибутку, на який розраховують інвестори.

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

Безумовно, зміну вартості грошей у часі слід

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

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

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

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

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

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

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

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

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

перебувають в обігу.

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

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

Дійсна вартість – це відновна вартість за вирахуванням зносу.

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

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

Розрахункова вартість з урахуванням ризику – це теперішня вартість майбутніх грошових потоків від цінних паперів, що розрахована із застосуванням ставки капіталізації у вигляді необхідної ставки доходу, визначеної за моделями САРМ або АРТ. Нині в Україні приватизація продовжується переважно шляхом продажу пакетів акцій корпоративізованих підприємств, що належать державі, приватним інвесторам; крім того, багато АТ оголошують додаткові емісії акцій з метою залучення капіталу; багато АТ перебувають у скрутному фінансовому становищі та змушені розробляти і виконувати програми санаційних заходів; концентруються права власності за рахунок скуповування акцій у дрібних акціонерів. Усі зазначені процеси

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

потребують оцінки вартості корпоративних цінних паперів, вартості акціонерного капіталу або/і компанії загалом.

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

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

4.9. Порядок оцінки пакетів акцій акціонерних товариств

Фонд державного майна України¹⁶¹ для розрахунку ціни пакетів акціонерних товариств пропонує використовувати алгоритми таких методів:

- майновий метод;
- метод дохідності;
- ринковий метод.

Розрахунок оціночної вартості пакета акцій з використанням майнового підходу здійснюється за такою формулою:

$$B_{п.м} = (B_a - B_з) * \frac{P_n}{СК} * K_{вл}, \quad (4.23)$$

де $B_{п.м}$ – це оціночна вартість Пакета акцій, визначена шляхом застосування майнового підходу, тис. грн;

¹⁶¹ Порядок визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонуються для конкурентного продажу: від 23.01.2004 року № 105 / Фонд державного майна України, Наказ.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

B_a – сукупна вартість усіх активів Акціонерного товариства, у тому числі переоцінена вартість нерухомого майна, крім об'єктів незавершеного капітального будівництва, тис. грн;

B_3 – сукупна балансова вартість усіх довгострокових та поточних зобов'язань і забезпечень, а також зобов'язань, пов'язаних з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття, тис. грн;

P_n – кількість акцій в Пакеті акцій, шт.;

$СК$ – загальна кількість випущених акцій, на які поділений статутний капітал, шт.;

$K_{e.l}$ – коефіцієнт властивостей Пакета акцій, який залежить від розміру пакету акцій.

Застосування майнового підходу до оцінки пакета акцій передбачає визначення чистої вартості активів акціонерного товариства, яка розраховується як різниця між вартістю його активів, у тому числі переоціненою, та вартістю його зобов'язань. Якщо результат розрахунку виявиться від'ємною величиною, розрахунок оціночної вартості пакета акцій із застосуванням майнового підходу не підлягає узгодженню з іншими отриманими результатами стандартизованої оцінки пакета акцій.

З метою визначення переоціненої вартості нерухомого майна, крім об'єктів незавершеного капітального будівництва акціонерного товариства, до показника залишкової балансової вартості такого майна застосовуються визначені Міністерством регіонального розвитку, будівництва та житлово-комунального господарства України індекси зміни вартості будівельних робіт за період від останньої переоцінки або дати введення в експлуатацію, у разі якщо такої переоцінки не було, – до дати оцінки.

Розрахунок оціночної вартості однієї акції здійснюється шляхом ділення вартості пакета акцій на кількість акцій в такому пакеті і відображається в акті оцінки пакета акцій. Якщо результат розрахунку виявиться менше однієї копійки, вартість однієї акції акціонерного товариства становить одну копійку.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Дохідний підхід до оцінки пакета акцій застосовується шляхом капіталізації грошового потоку з поправкою на коефіцієнт властивостей пакета акцій.

Дохідний підхід передбачає таку послідовність оціночних процедур:

- визначення грошового потоку за два повні календарні роки, попередні до року, в якому проводиться оцінка Пакета акцій;

- визначення усередненого грошового потоку за два попередні повні календарні роки до дати оцінки;

- визначення прогнозованого грошового потоку за рік, в якому проводиться оцінка, у разі якщо дата оцінки призначена на останнє число шостого - дванадцятого місяця такого року;

- визначення грошового потоку, що використовується для розрахунку оціночної вартості Пакета акцій;

- розрахунок ставки капіталізації;

- розрахунок оціночної вартості Пакета акцій шляхом ділення грошового потоку на коефіцієнт капіталізації з подальшим коригуванням отриманої величини на відповідний коефіцієнт властивостей Пакета акцій, який залежить від розміру пакету акцій.

Грошовий потік за кожний попередній повний календарний рік розраховується на підставі фінансової звітності як алгебраїчна сума таких показників:

- фінансовий результат від операційної діяльності: прибуток або збиток з відповідним знаком;

- фінансовий результат від фінансової діяльності (дохід від участі в капіталі, інші фінансові доходи, інші доходи, фінансові витрати, втрати від участі в капіталі, інші витрати);

- амортизація.

Фінансовий результат від фінансової діяльності Акціонерного товариства враховується у разі, якщо він дорівнює позитивному результату алгебраїчної суми показників, що характеризують таку діяльність. В інших випадках результат від фінансової діяльності Акціонерного товариства до грошового потоку не включається.

Сукупний фінансовий результат від операційної

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

діяльності та фінансової діяльності (у разі включення його до грошового потоку) визначається після оподаткування (з урахуванням податку на прибуток, розмір якого зазначено в фінансовій звітності (форма № 2) Акціонерного товариства).

Усереднений грошовий потік за два попередні до дати оцінки повні календарні роки визначається як середньоарифметичне значення таких грошових потоків. Якщо датою оцінки визначено останнє число січня або лютого, усереднений грошовий потік за два попередні до дати оцінки повні календарні роки розраховується як середньоарифметичне значення грошових потоків за два перші із трьох попередніх до дати оцінки повних календарних років.

Прогнозований грошовий потік за рік, в якому проводиться оцінка визначається на підставі фінансової звітності Акціонерного товариства (форма № 2) за останній звітний квартал такого року за такою формулою:

$$ГП = \frac{\Phi P + A}{n} * 4, \quad (4.24)$$

де $ГП$ – прогнозований грошовий потік за рік, в якому проводиться оцінка, тис. грн;

ΦP – фінансовий результат від операційної, фінансової діяльності, тис. грн;

A – амортизація, тис. грн.;

n – порядковий номер кварталу.

Отримані значення усередненого грошового потоку за два попередні до дати оцінки повні календарні роки та прогнозованого грошового потоку за рік, в якому проводиться оцінка, порівнюються між собою та узагальнюються для визначення грошового потоку для розрахунку оціночної вартості Пакета акцій ($ГП_p$) таким чином:

– якщо отримана величина усередненого грошового потоку за два попередні до дати оцінки повні календарні роки більша значення прогнозованого грошового потоку за рік, в якому проводиться оцінка, – грошовий потік, що використовується для розрахунку оціночної вартості Пакета

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

акцій, дорівнює значенню усередненого грошового потоку за два попередні до дати оцінки повні календарні роки;

– якщо отримана величина усередненого грошового потоку за два попередні до дати оцінки повні календарні роки менша значення прогнозованого грошового потоку за рік, в якому проводиться оцінка, – грошовий потік, що використовується для розрахунку оціночної вартості Пакета акцій, дорівнює значенню прогнозованого грошового потоку за рік, в якому проводиться оцінка.

Якщо за результатами визначення розміру грошового потоку, що використовується для розрахунку оціночної вартості Пакета акцій, отримано від'ємну величину, розрахунок оціночної вартості Пакета акцій з використанням дохідного підходу не проводиться.

Ставка капіталізації (C_{κ}) розраховується як сума її умовно безризикової складової та відповідних премій за ризики, визначених згідно з цим розділом.

Для розрахунку ставки капіталізації враховуються у разі їх наявності премії за такі ризики:

- галузевий ризик;
- ризик фінансового стану;
- додатковий ризик інвестування у діяльність Акціонерного товариства;
- ризик розміру Акціонерного товариства;
- ризик прогнозування грошового потоку;
- ризик, що враховує рівень зносу основних засобів, нематеріальних активів.

Коефіцієнт капіталізації розраховується на основі ставки капіталізації за такою формулою:

$$K_{\kappa} = \frac{C_{\kappa}}{100}, \quad (4.25)$$

де K_{κ} – коефіцієнт капіталізації;

C_{κ} – ставка капіталізації.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Величина умовно безризикової складової ставки капіталізації, розмір премій за галузевий ризик, величини галузевих показників фондосмності, середньогалузеві показники сукупної вартості активів підприємства, середньогалузеві показники зносу основних засобів, нематеріальних активів за видами економічної діяльності визначаються відповідно до цього розділу і встановлюються Фондом державного майна України шляхом видання наказу. Під час стандартизованої оцінки Пакета акцій застосовуються показники, розмір яких затверджено чинним на дату оцінки Пакета акцій наказом Фонду державного майна України.

Для визначення умовно безризикової складової ставки капіталізації опрацьовується інформація Національного банку України про відсоткові ставки за новими депозитами резидентів (крім інших депозитних корпорацій) за секторами економіки в іноземній валюті у річному обчисленні за місяцями календарного року, яка оприлюднюється Національним банком України через засоби масової інформації та офіційний веб-сайт в мережі Інтернет.

Фонд державного майна України встановлює величину умовно безризикової складової ставки капіталізації як середньоарифметичну величину значень відсоткових ставок за новими депозитами резидентів (крім інших депозитних корпорацій) за секторами економіки в іноземній валюті за місяцями календарного року щороку до лютого наступного за звітним року у разі, якщо величина середньоарифметичного значення відсоткових ставок за місяцями календарного року змінюється на понад два відсотки річних в порівнянні із значеннями відповідних показників, що використовувались для розрахунку умовно безризикової складової ставки капіталізації за попередній період, затвердженої наказом Фонду державного майна України.

Розмір премії за галузевий ризик визначається на підставі встановлених Фондом державного майна України розмірів премій за відповідний ризик та відомостей про зазначений у копії виписки з Єдиного державного реєстру юридичних осіб, фізичних осіб-підприємців та громадських формувань код Акціонерного товариства, визначений за

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

інформацією органів статистики про основний вид економічної діяльності юридичної особи (його перших двох цифр).

Фонд державного майна України щороку визначає розмір премій за галузевий ризик на підставі опрацювання наявної річної статистичної інформації про основні фінансово-економічні показники підприємств України шляхом розрахунку сукупного галузевого рейтингу за видами економічної діяльності.

Розмір премії за ризик фінансового стану визначається залежно від результатів розрахунку основних фінансових показників (коефіцієнтів) та порівняння їх із нормативними значеннями, встановленими Положенням про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації.

Розрахунок розміру премії за додатковий ризик інвестування у діяльність Акціонерного товариства передбачає визначення на підставі фінансової звітності Акціонерного товариства, показника фондоємності і його порівняння з величиною галузевого показника фондоємності (для певного виду економічної діяльності) за такою формулою:

$$P_i = \frac{3B_a/B}{\Phi_{гал}}, \quad (4.26)$$

де P_i – порівняльний коефіцієнт фондоємності;

$3B_a$ – залишкова вартість основних засобів, нематеріальних активів, тис. грн;

B – чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) у річному обчисленні, тис. грн;

$\Phi_{гал}$ – галузевий показник фондоємності.

Якщо для розрахунку розміру премії за додатковий ризик інвестування у діяльність Акціонерного товариства використовується фінансова звітність (форма № 2) за певний звітний квартал року, показник чистого доходу (виручки) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) у річному обчисленні (B) визначається за такою формулою:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

$$B = \frac{B_{кв}}{n} * 4, \quad (4.27)$$

де $B_{кв}$ – чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) за останній звітний квартал року, тис. грн;

n – порядковий номер кварталу.

Розмір премії за ризик розміру Акціонерного товариства визначається залежно від величини порівняльного коефіцієнта, який розраховується як співвідношення сукупної балансової вартості активів Акціонерного товариства згідно з даними його фінансової звітності (форма № 1) на останню звітну дату до середньогалузевого показника сукупної вартості активів підприємства, що встановлюється Фондом державного майна України.

Розмір премії за ризик розміру Акціонерного товариства залежно від величини порівняльного коефіцієнта визначається відповідно до Положення про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації.

Результати визначення премії за ризик розміру підприємства відображаються в акті оцінки пакета акцій.

Розмір премії за ризик прогнозування грошового потоку визначається на підставі аналізу додатних або від'ємних величин показника фінансового результату від операційної діяльності відповідно до фінансової звітності (форма № 2) за кожний з двох попередніх до дати оцінки повних календарних років та за останній до дати оцінки звітний період за такою формулою:

$$P_{np} = C_{\sigma}, \quad (4.28)$$

де P_{np} – премія за ризик прогнозування грошового потоку;

C_{σ} – сума балів, що дорівнює кількості від'ємних величин показника фінансового результату від операційної

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

діяльності Акціонерного товариства відповідно до форми № 2.

Розрахунок суми балів проводиться за правилом: за кожний випадок від'ємної величини показника фінансового результату від операційної діяльності Акціонерного товариства присвоюється один бал.

Розрахунок премії за ризик, що враховує рівень зносу основних засобів, нематеріальних активів, передбачає порівняння середньогалузевого коефіцієнта зносу основних засобів, нематеріальних активів з коефіцієнтом зносу зазначених активів Акціонерного товариства шляхом визначення порівняльного коефіцієнта як співвідношення зазначених коефіцієнтів.

Середньогалузевий коефіцієнт зносу основних засобів, нематеріальних активів визначається на підставі інформації, затвердженої наказом Фонду державного майна України.

Оціночна вартість Пакета акцій із застосуванням дохідного підходу розраховується за такою формулою:

$$B_{нд} = \frac{ГП_p}{K_k} * \frac{P_n}{СК} * K_{вл}, \quad (4.29)$$

де $B_{нд}$ – вартість Пакета акцій, визначена шляхом застосування дохідного підходу;

$ГП_p$ – грошовий потік для розрахунку оціночної вартості Пакета акцій, тис. грн.

Розрахунок оціночної вартості однієї акції із застосуванням дохідного підходу здійснюється шляхом ділення вартості Пакета акцій на кількість акцій у такому пакеті і відображається в акті оцінки пакета акцій. Якщо результат розрахунку виявиться менше однієї копійки, вартість однієї акції Акціонерного товариства становить одну копійку.

Порівняльний підхід до оцінки Пакета акцій передбачає застосування таких методів:

– методу ринкових мультиплікаторів з використанням результатів продажу за конкурсами або на аукціонах на фондових біржах акцій подібних акціонерних товариств (далі -

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

метод ринкових мультиплікаторів);

– методу середньозваженої вартості з використанням результатів продажу акцій Акціонерного товариства на аукціонах на фондових біржах (далі - метод середньозваженої вартості).

Під час порівняльного підходу до оцінки Пакета акцій застосовується коефіцієнт властивостей Пакета акцій, який залежить від розміру пакета акцій та враховує різницю в розмірі оцінюваного Пакета акцій з розмірами пакетів акцій, інформація про ціни на які використовувалась у розрахунках зазначених методів.

Визначення оціночної вартості Пакета акцій із застосуванням методу ринкових мультиплікаторів відбувається у такій послідовності:

– складання переліку акціонерних товариств, подібних до Акціонерного товариства, за основним видом економічної діяльності (першими чотирма цифрами коду виду економічної діяльності або першими трьома цифрами коду виду економічної діяльності (у разі відсутності подібних акціонерних товариств за першими чотирма цифрами коду виду економічної діяльності), пакети акцій яких були продані за конкурсом або на аукціонах на фондових біржах за визначений період (далі – подібні акціонерні товариства);

– збирання та обробка вихідних даних та іншої інформації, необхідної для оцінки Пакета акцій відповідно Порядку;

– визначення ринкових мультиплікаторів відповідно до вимог Порядку;

– розрахунок вартості стовідсоткового пакета акцій Акціонерного товариства з використанням усіх попередньо визначених ринкових мультиплікаторів;

– узагальнення отриманих значень вартості стовідсоткового пакета акцій Акціонерного товариства;

– застосування коефіцієнта властивостей Пакета акцій і визначення оціночної вартості Пакета акцій.

Для застосування методу ринкових мультиплікаторів у разі продажу акцій подібних акціонерних товариств за

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

конкурсами в процесі приватизації використовується інформація про продаж таких пакетів акцій за п'ять попередніх років до дати оцінки. Перелік подібних акціонерних товариств, до якого також включається Акціонерне товариство, складається на підставі інформації, яка безпосередньо міститься у Фонді державного майна України та його регіональних відділеннях, узагальнюється Фондом державного майна України і щомісячно надсилається для застосування.

Для застосування методу ринкових мультиплікаторів у разі продажу акцій подібних акціонерних товариств на аукціонах та фондових біржах використовується інформація про продаж таких пакетів акцій за останні шість місяців до дати оцінки. Перелік подібних акціонерних товариств, до якого не включається Акціонерне товариство, складається на підставі інформації, яка оприлюднена через мережу Інтернет, зокрема на веб-сайтах www.ux.ua, www.pfts.ua або www.investfunds.ua. У разі відсутності на дату складання акта оцінки пакета акцій інформації про продаж акцій подібних акціонерних товариств на аукціонах та фондових біржах за визначений період метод ринкових мультиплікаторів, що ґрунтується на зазначеній інформації, не застосовується.

Інформацією, необхідною для застосування методу ринкових мультиплікаторів, є відомості про ціни продажу пакетів акцій подібних акціонерних товариств у разі, якщо вони продавались за конкурсом, розмір таких пакетів акцій (кількість акцій в пакетах), фінансово-економічні показники діяльності зазначених акціонерних товариств за звітний період, що не перевищує року до дати проведення конкурсу, інтерпретовані у їх річні показники (у разі потреби).

Ринковими мультиплікаторами, на яких ґрунтується метод ринкових мультиплікаторів, є коефіцієнти, що розраховуються на підставі скоригованої ціни пакета акцій кожного подібного акціонерного товариства та (або) Акціонерного товариства, поділеної на певний фінансово-економічний показник діяльності таких товариств.

Ринковий мультиплікатор, визначення якого ґрунтується на цінах продажу пакетів акцій Акціонерного товариства або подібних акціонерних товариств за конкурсом, розраховується

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

шляхом ділення скоригованої на відповідний коефіцієнт властивостей пакета акцій ціни продажу відповідного стовідсоткового пакета акцій кожного із зазначених акціонерних товариств на певний фінансово-економічний показник його діяльності у відповідному звітному періоді:

$$M_{ni} = \frac{U_n}{P_{n*}} * CK^* * K_{dk*} / \Pi_{ni}, \quad (4.30)$$

де M_{ni} – значення ринкового мультиплікатора (M_{n1} , M_{n2}), визначеного на підставі інформації про продаж пакета акцій Акціонерного товариства або n подібного до нього акціонерного товариства за конкурсом та і фінансово-економічного показника його діяльності;

U_n – ціна продажу пакета акцій подібного акціонерного товариства або Акціонерного товариства, тис. грн;

P_{n*} – кількість акцій в проданому пакеті Акціонерного товариства або подібного до нього акціонерного товариства;

CK^* – загальна кількість випущених акцій Акціонерного товариства або подібного до нього акціонерного товариства;

$K_{e.r*}$ – коефіцієнт властивостей Пакета акцій для застосування порівняльного підходу, за допомогою якого враховується стовідсотковий пакет акцій Акціонерного товариства або подібного до нього акціонерного товариства;

Π_{ni} – значення і фінансово-економічного показника діяльності Акціонерного товариства або n подібного до нього акціонерного товариства у відповідному році (наприклад, чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (Π_1); показник ЕВІТДА (Π_2)).

Інформація про фінансово-економічні показники міститься в фінансовій звітності Акціонерного товариства та фінансовій звітності подібних до нього акціонерних товариств, складених не раніше року до дати проведення конкурсу.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Значення ЕВІТДА дорівнює фінансовому результату від операційної діяльності (до оподаткування) плюс фінансові витрати мінус інші фінансові доходи плюс амортизація мінус дооцінка (уцінка) необоротних активів, значення яких зазначені в фінансовій звітності (форма № 2).

Значення показників Π_{ni} із фінансової звітності (форма № 2) Акціонерного товариства або подібних до нього товариств, складеної за відповідні звітні квартали року (крім четвертого кварталу), повинні бути інтерпретовані у річні показники за такою формулою:

$$\Pi_{ni} = \frac{\Pi_{nim}}{m} * 4, \quad (4.31)$$

де Π_{ni} – прогнозне значення фінансово-економічного показника Акціонерного товариства або п подібного до нього товариства за рік, тис. грн;

Π_{nim} – значення і фінансово-економічного показника за звітний квартал року Акціонерного товариства або п подібного до нього товариства, тис. грн;

m – кількість акцій в проданому пакеті Акціонерного товариства або подібного до нього акціонерного товариства.

Якщо значення відповідного показника Π_{ni} за інформацією з фінансової звітності Акціонерного товариства або подібного до нього товариства є від'ємним, ринковий мультиплікатор не розраховується.

Ринковий мультиплікатор, визначення якого ґрунтується на середньозважених за шість місяців до дати оцінки цінах однієї акції подібних акціонерних товариств на аукціоні на фондових біржах, розраховується за такою формулою:

$$M_{ni} = (C_n * CK^* * K_{в.р.} / \Pi_{ni}), \quad (4.32)$$

де M_{ni} – значення ринкового мультиплікатора

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

(M_{n1}, M_{n2}) , визначеного на підставі інформації про середньозважену ціну однієї акції п подібного акціонерного товариства та і ансово-економічного показника його діяльності;

C_n – середньозважена за шість місяців до дати оцінки ціна однієї акції п подібного акціонерного товариства, тис. грн;

$СК^*$ – загальна кількість випущених акцій п подібного акціонерного товариства, шт.;

$K_{г.р.}^*$ – коефіцієнт властивостей пакета акцій п подібного акціонерного товариства, за допомогою якого враховується вартість стовідсоткового пакета акцій такого акціонерного товариства;

P_{ni} – значення і фінансово-економічного показника діяльності п подібного акціонерного товариства за період шість - дванадцять місяців до дати оцінки (наприклад, чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (Π_1); показник ЕВІТДА (Π_2).

Інформація про фінансово-економічні показники міститься в фінансовій звітності подібних акціонерних товариств, складених не раніше шести місяців до дати проведення аукціону на фондовій біржі. Значення ЕВІТДА дорівнює фінансовому результату від операційної діяльності (до оподаткування) плюс фінансові витрати мінус інші фінансові доходи плюс амортизація мінус дооцінка (уцінка) необоротних активів, значення яких зазначені в фінансовій звітності (форма № 2).

Значення показників P_{ni} із фінансової звітності (форма № 2) подібних акціонерних товариств, складеної за звітні квартали року (крім четвертого кварталу), повинні бути інтерпретовані у річні показники.

Для розрахунку оціночної вартості Пакета акцій використовуються ринкові мультиплікатори, визначені на підставі однакових фінансово-економічних показників для кожного подібного акціонерного товариства за період, що не перевищує шість місяців до дати оцінки Пакета акцій. Якщо

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

значення відповідного показника P_{ni} за інформацією з фінансової звітності подібного акціонерного товариства є від'ємним, ринковий мультиплікатор не розраховується.

Розрахунок значень вартості стовідсоткового пакета акцій Акціонерного товариства відбувається за такою формулою:

$$B_{ni} = P_i * M_{ni}, \quad (4.33)$$

де B_{ni} – значення вартості стовідсоткового пакета акцій Акціонерного товариства, отримане з використанням відповідного ринкового мультиплікатора M_{ni} , тис. грн;

P_i – відповідний і фінансово-економічний показник діяльності Акціонерного товариства, значення якого є додатним, згідно з його фінансовою звітністю (форми № 1, № 2), складеною на останню звітну дату, який інтерпретовано у річний показник (у разі потреби).

Узагальнення отриманих у результаті розрахунку з використанням ринкових мультиплікаторів значень вартості стовідсоткового пакета акцій Акціонерного товариства відбувається у такій послідовності:

– найменше та найбільше з отриманих значень для узагальнення не використовуються, якщо таких значень не менше чотирьох;

– значення вартості, які залишилися, узагальнюються шляхом розрахунку їх середньоарифметичної величини.

На основі узагальненого значення вартості стовідсоткового пакета акцій Акціонерного товариства розраховується оціночна вартість Пакета акцій із застосуванням методу ринкових мультиплікаторів за такою формулою:

$$B_{pm} = B_{узг} * \frac{P_n}{СК} * K_{вл}, \quad (4.34)$$

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

де B_{pm} – оціночна вартість Пакета акцій за результатами застосування методу ринкових мультиплікаторів, тис. грн;

$B_{узг}$ – узагальнене значення вартості стовідсоткового пакета акцій Акціонерного товариства, отримане із застосуванням методу ринкових мультиплікаторів, що ґрунтувався на цінах продажу акцій як за конкурсами, так і на аукціонах на фондових біржах, тис. грн.

Розрахунок оціночної вартості однієї акції із застосуванням методу ринкових мультиплікаторів здійснюється шляхом ділення вартості Пакета акцій на кількість акцій у такому пакеті.

Розрахунок вартості Пакета акцій з використанням методу середньозваженої вартості відбувається у такій послідовності:

- збір та обробка вихідних даних щодо продажу акцій Акціонерного товариства;
- визначення середньозваженої вартості однієї акції Акціонерного товариства за результатами продажу на аукціонах на фондових біржах з урахуванням коефіцієнта властивостей Пакета акцій для застосування порівняльного підходу;
- визначення оціночної вартості Пакета акцій.

Для застосування методу середньозваженої вартості використовується інформація про продаж акцій Акціонерного товариства на аукціонах на фондових біржах за півроку до дати оцінки.

Для застосування методу середньозваженої вартості у разі продажу акцій на аукціонах на фондових біржах використовується інформація про продаж акцій за останні шість місяців до дати оцінки, що оприлюднена через мережу Інтернет, зокрема на веб-сайтах www.investfunds.ua або www.ux.ua, www.pfts.ua.

Інформація повинна містити відомості про середньозважену за один торговельний день ціну однієї акції за договорами, укладеними протягом шести місяців до дати оцінки за результатами аукціонів на фондових біржах.

Визначення середньозваженої вартості однієї акції

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Акціонерного товариства за результатами аукціонів на фондових біржах здійснюється у такій послідовності:

- формується сукупність значень середньозваженої за один торговельний день ціни однієї акції на всіх фондових біржах за шість місяців до дати оцінки;
- середньозважена вартість однієї акції Акціонерного товариства за шість місяців до дати оцінки визначається за такою формулою:

$$B_{cp} = \frac{\sum_{i=1}^n C_{cp}}{n}, \quad (4.35)$$

де $\sum_{i=1}^n C_{cp}$ – сума всіх значень середньозваженої за торговельний день ціни однієї акції Акціонерного товариства на всіх фондових біржах, інформація про аукціони на яких наявна на зазначених в пункті 12 цього розділу сайтах, за шість місяців до дати оцінки;

n – загальна кількість усіх торговельних днів за шість місяців до дати оцінки на усіх фондових біржах, інформація про торги акціями Акціонерного товариства.

З метою визначення оціночної вартості однієї акції Акціонерного товариства шляхом застосування методу середньозваженої вартості величина середньозваженої вартості однієї акції Акціонерного товариства збільшується на коефіцієнт властивостей пакета акцій, ґрунтуючись на припущенні про те, що інформація про середньозважені ціни на одну акцію Акціонерного товариства, на підставі якої проводились розрахунки, стосувалась акцій в пакетах розміром менше 25 відсотків статутного капіталу Акціонерного товариства.

4.10. Оптимізація структури капіталу корпорації

Структура капіталу компанії характеризується

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

співвідношенням власних і позикових засобів.

Капітал корпорації утворюється з окремих частин: акціонерного капіталу, що складається з оплачених акцій, нерозподіленого прибутку, резервного капіталу і зобов'язань за випущеними борговими інструментами.

Проблеми формування структури капіталу з'являються разом із проблемами ризику і невизначеності в одержанні доходу. Як домогтися найкращого співвідношення між акціонерним капіталом і боргами, щоб сприяти збільшенню ринкової вартості капіталу корпорації, а процент за залучений з фінансового ринку капітал був мінімальним?

Теорії структури капіталу та залежності його вартості від цієї структури становлять інтерес як з теоретичного, так і практичного погляду.

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

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

$$v_0 = v_0^E + D_0, \quad (4.36)$$

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Згідно з теорією ММ на ринкову вартість v_O не впливає структура капіталу корпорації, оскільки якщо підвищується D_O , то відповідно на цю саму суму знижується v_O^E . Отже, ринкова вартість не зміниться, якщо корпорація профінансує додаткову потребу в капіталі на 100 % за рахунок боргу, або навпаки, на 100 % акціонерним капіталом. Оскільки корпорації сплачують податок на прибуток, то ситуація змінюється, тобто теоретично оптимальний варіант – 100 % фінансування за рахунок боргу.

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

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

послідовності: банківські кредити, випуск конвертованих облигацій і в останню чергу – випуск нових акцій.

На основі порівняння теорій ММ і Г. Дональдсона розвивається так звана *теорія асиметричної інформації* С. Майерса. Вона ґрунтується на тому, що менеджери корпорації мають повнішу інформацію, ніж інвестори. Асиметрична інформація – це різні можливості доступу до інформації. Наприклад, позичальник, який бере позику на фінансування інвестиційного проекту, володіє повнішою інформацією про потенційні доходи і ризик, ніж кредитор. Асиметрична інформація зумовлює виникнення проблеми несприятливого (небажаного) вибору. Припустимо, потенційний покупець акцій не має достатньої інформації і не може відрізнити компанії з високими очікуваними доходами та низьким ступенем ризику від компаній з поганим фінансовим становищем, низькими очікуваними доходами і високим ступенем ризику.

У такій ситуації інвестор буде готовий заплатити якусь середню ціну за акції, яка відобразатиме середній стан компаній-емітентів. Менеджери компаній, що мають показники, вищі за середні, мають повнішу інформацію щодо стану фірми, ніж інвестор, і не погодяться продавати акції за середньою ціною. За цю ціну будуть готові продавати цінні папери фірми з поганим фінансовим становищем. У цьому разі інвестор прийме рішення не купувати цінні папери взагалі. Отже, проблема несприятливого вибору стосується і інвесторів, і емітентів; оскільки фінансовий ринок погано функціонуватиме, небагато компаній зможуть мобілізувати капітал на такому ринку. На думку С. Майерса, для того щоб усунути нерівність доступу до інформації, менеджерам корпорацій слід дбати про поширення сприятливої інформації, тоді інвестори платитимуть за акції корпорації більше. Наприклад, коли компанія підвищує дивіденди й розширює інвестиції, ціна її акцій на ринку зростає і, навпаки, коли дивіденди знижуються, інвестиції скорочуються, а компанія залучає додатково нові зовнішні джерела фінансування, то ціна її акцій падає. Іншими словами, менеджери мають передусім дбати про головне – оптимізацію капітальної вартості, а «субординація джерел», на думку С. Майерса, відвертає їх від досягнення цієї мети.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

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

Оптимізація структури є однією з найскладніших процедур у процесі управління корпоративними фінансами. Вона виражає таке співвідношення використання власного і позикового капіталу, при якому забезпечується найбільш ефективний взаємозв'язок між коефіцієнтами рентабельності власного капіталу і заборгованості, в результаті чого, ринкова вартість (ціна) корпорації максимізується.

Процес оптимізації структури капіталу здійснюється у такій послідовності:

1. Аналіз складу капіталу за ряд періодів (кварталів, років), а також тенденцій зміни його структури (співвідношення між власними і залученими джерелами). У процесі аналізу розглядають такі параметри, як коефіцієнти фінансової незалежності, заборгованості, напруженості, співвідношення між короткостроковими і довгостроковими зобов'язаннями. Далі вивчають показники оборотності і прибутковості активів і власного капіталу.

2. Оцінка ключових факторів, що визначають структуру капіталу. До них належать:

- галузеві особливості господарської діяльності корпорації (характер готового продукту, тривалість виробничого й фінансового циклів, форми розрахунків з постачальниками і покупцями тощо);

- кон'юнктура товарного і фінансового ринків;
- рівень прибутковості поточної діяльності;
- податкове навантаження на корпорацію (частка спла-

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

чених прямих і непрямих податків у виручці від продажу - брутто);

– ступінь концентрації акціонерного капіталу (прагнення капіталовласників зберегти контрольний пакет акцій);

– стадія життєвого циклу корпорації (молоді компанії з життєздатною продукцією і новими технологіями можуть застосовувати для свого розвитку більше позикового капіталу, а зрілі – використовують переважно власні кошти).

З урахуванням перелічених факторів управління структурою капіталу передбачає вирішення двох ключових завдань:

– встановлення прийнятних пропорцій використання власного і залученого капіталу;

– забезпечення в разі необхідності залучення додаткового внутрішнього і зовнішнього капіталу.

Застосування багатоваріантних розрахунків з використанням указаних показників дозволяє встановити оптимальну структуру капіталу, яка призводить до максимізації приросту рентабельності власного капіталу.

3. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості (ціни) базується на попередній оцінці власного і позиченого капіталів за умов їх залучення і варіантів розрахунку WACC.

4. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації фінансового ризику пов'язана з вибором більш дешевих джерел фінансування активів корпорації.

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

Плеце фінансового важеля – це співвідношення між

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

капіталом фірми позиковим (ПК) і власним (ВК).

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

$$ЕФВ = (ПК/ВК) * (P_A - \%) * (1 - K_{оп}), \quad (4.37)$$

де P_A – рентабельність активів (відношення прибутку фірми до суми активів), %;

$\%$ г – процентна ставка за користування позиною, %,

$K_{оп}$ – коефіцієнт оподаткування прибутку. Якщо ставка податку становить 18 %, то $K_{оп} = 0,18$.

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

Перевага фінансового важеля полягає в можливості використовувати капітал, який узято в борг під фіксований відсоток, для інвестицій, що приносять вищий прибуток, ніж сплачені відсотки. Різниця означатиме приріст прибутку акціонерів, які володіють простими акціями. Цей приріст буде тим більший, що довше плече важеля, тобто більше співвідношення позиковий капітал: власний капітал і більша різниця між рентабельністю всього інвестованого капіталу і ставкою позичкового процента. Тому компанія може підвищувати борг доти, поки кредитори здатні давати позики, і в такий спосіб збільшувати дохід на одну просту акцію (EPS). Однак фінансовий важіль може мати і зворотний ефект, який одразу ж виявиться, якщо прибуток компанії нижчий від вартості позикового капіталу. Тоді сплачені проценти за кредит зведуть нанівець прибуток акціонерів.

Плече фінансового важеля показує фінансовий ризик, пов'язаний зі структурою капіталу, отже, при недостатньо високій рентабельності капіталу фірма, що має більшу частку позикового капіталу, швидше втрачає платоспроможність, оскільки виникає від'ємний ЕФВ. У цьому разі підвищується ризик несплати

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

відсотків і повернення боргу для кредиторів. Виходячи з цього кредитори зазвичай визначають верхню межу частки позикового капіталу у структурі капіталу потенційного позичальника.

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

Отже, капітал є необхідним атрибутом діяльності корпорації – від моменту його створення до ліквідації або реорганізації. Ефективність діяльності акціонерного товариства значною мірою залежить від рівня розвитку системи управління його капіталом. Управління капіталом передбачає вплив на його обсяг і структуру, а також джерела формування з метою підвищення ефективності його використання.

Сучасне економічне становище потребує від власників та фінансових менеджерів корпорації ефективного управління, уважного контролю та своєчасного коригування структури капіталу підприємства, оскільки оптимальна структура капіталу дозволяє отримувати максимальний прибуток, рентабельність, фінансову стійкість та високі показники ліквідності та платоспроможності. Таким чином в умовах ринкової економіки в Україні процеси, що пов'язані з вдосконаленням системи управління капіталом підприємства, зокрема його формування та використання, набувають особливого значення, оскільки створення та розвиток необхідної фінансової ресурсної бази є важливою умовою сталого економічного зростання.

Запитання та завдання для самоконтролю знань студентів

1. Дайте визначення дивідендній політиці корпорації.
2. Зазначте джерела формування позикового капіталу корпорації.
3. Охарактеризуйте теорію переваги дивідендів

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

(«синиця в руках»).

4. Що таке емісійна політика?
5. Що належить до зовнішніх джерел формування власного капіталу?
6. Вкажіть етапи формування емісійної політики підприємства?
7. Виділіть основні завдання фінансової діяльності підприємств корпоративного типу?
8. Назвіть основні завдання дивідендної політики корпорації.
9. Які вам відомі складові позикового капіталу корпорації?
10. Виділіть основні завдання політики формування власних фінансових ресурсів ?
11. Який зв'язок між дивідендною політикою та ринковим курсом корпоративних прав ?
12. За допомогою якого показника оцінюється ефективність розробленої політики формування власних фінансових ресурсів?
13. Які фактори впливають на структуру капіталу корпорації?
14. Які вам відомі теорії структури капіталу?
15. За допомогою яких підходів можна оцінити ціну пакетів акцій акціонерних товариств?
16. Які вам відомі показники оцінки структури капіталу?
17. Як визначається та що характеризує ефект фінансового левериджу?
18. Що таке вартість капіталу?
19. Як визначити ціну позикового капіталу корпорації?
20. Які функції виконує власний капітал?

Тестові завдання

1. Дотримання постійної виплати дивідендів протягом тривалого періоду незалежно від динаміки курсу акцій – це...
 - а) агресивний підхід до вибору дивідендної політики;
 - б) помірний підхід до вибору дивідендної політики;
 - в) консервативний підхід до вибору дивідендної політики;
 - г) немає правильної відповіді.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

2. Розрахунок вартості залучення додаткового капіталу за рахунок емісії звичайних акцій потребує наявності таких показників:

- а) суми довгострокової емісії звичайних акцій;
- б) суми дивіденду, виплаченого у звітному періоді на одну звичайну акцію;
- в) суми дивідендів, виплачених у попередньому періоді на одну звичайну акцію;
- г) правильні відповіді а і б.

3. Згідно з теорією переваги дивідендів:

- а) максимізація дивідендних виплат переважає над капіталізацією прибутку;
- б) капіталізація прибутку переважає над максимізацією дивідендних виплат;
- в) виплата дивідендів здійснюється лише у випадку, коли власні кошти складають 50% капіталу підприємства;
- г) правильної відповіді немає.

4. Якому способу залучення капіталу відповідають наступні особливості: правові відносини між позичальником і кредитором відомі небагатьом особам; умови надання капіталу визначаються партнерами по кожній угоді; зменшується строк між моментом прийняття рішення про залучення капіталу та надходженням коштів?

- а) випуск облігацій;
- б) взяття довгострокового кредиту;
- в) випуск акцій;
- г) немає правильної відповіді.

5. Коефіцієнт самофінансування визначається як:

- а) відношення власних фінансових ресурсів, сформованих у базисному періоді, до приросту майна корпорації;
- б) відношення приросту майна корпорації до власних фінансових ресурсів, сформованих у базисному періоді;
- в) відношення довгострокових зобов'язань до приросту майна корпорації;
- г) відношення чистого прибутку до власного капіталу.

6. Процес оптимізації співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів базується на таких критеріях:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- а) збереження управління корпорацією її першими засновниками;
 - б) мінімізація вартості (ціни) мобілізації власних фінансових ресурсів;
 - в) правильна відповідь а і б;
 - г) немає правильної відповіді.
7. Вартість власного капіталу, що використовується у звітному періоді визначається як:
- а) відношення суми чистого прибутку, виплаченого акціонерам у процесі його використання, до величини власного капіталу у звітному періоді у відсотках;
 - б) відношення нерозподіленого прибутку до величини власного капіталу у звітному періоді у відсотках;
 - в) за нульовою ставкою;
 - г) немає правильної відповіді.
8. Вартість нерозподіленого прибутку як джерела формування власного капіталу – це...
- а) вартість залучення капіталу за рахунок емісії привілейованих акцій без поправки на емісію;
 - б) ціна використовуваного власного капіталу у майбутньому періоді;
 - в) нульова вартість;
 - г) немає правильної відповіді.
9. Помірний підхід до вибору дивідендної політики передбачає...
- а) дотримання постійної виплати дивідендів протягом тривалого періоду незалежно від динаміки курсу акцій;
 - б) методику гарантованого «мінімуму» і «екстра»-дивідендів;
 - в) методику постійного процентного розподілу чистого прибутку на виплату дивідендів і розвиток виробництва;
 - г) немає правильної відповіді.
10. Вартість банківського кредиту визначають:
- а) на основі процентної ставки за кредит;
 - б) на основі витрат щодо залучення кредиту;
 - в) правильні відповіді а і б;
 - г) немає правильної відповіді.
11. Залучення позикового капіталу у формі випуску облігацій забезпечує акціонерному товариству такі переваги:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- а) облігації мають більшу можливість розповсюдження, ніж акції;
- б) правові відносини між позичальником і кредитором відомі небагатьом особам;
- в) після випуску облігацій внаслідок зміни кон'юнктури на фінансовому ринку середня ставка позикового відсотку може стати значно нижчою, ніж установлений процент виплати за облігаційною позикою;
- г) правильні відповіді а і в.

12. Теорія надання переваги дивідендам була розроблена:

- а) М. Гордоном;
- б) Д. Літнером;
- в) С. Россом;
- г) правильні відповіді а і б.

13. Розрахунок вартості залучення додаткового капіталу за рахунок емісії привілейованих акцій потребує наявності таких показників:

- а) суми емісійних витрат;
- б) суми дивіденду, виплаченого у звітному періоді на одну звичайну акцію;
- в) суми дивідендів, передбачених до виплати відповідно до контрактних зобов'язань акціонерного товариства;
- г) правильні відповіді а і в.

14. Ключовою метою дивідендної політики є:

- а) встановлення максимального рівня дивідендних виплат;
- б) встановлення максимального рівня реінвестованих коштів;
- в) встановлення оптимальних пропорцій між поточним споживанням прибутку власниками і її майбутнім зростанням, що максимізує ринкову ціну компанії і забезпечує її стратегічний розвиток;
- г) усі відповіді правильні.

15. За періодом залучення позикові кошти бувають:

- а) позикові кошти, залучені на довгостроковій основі(понад 1 рік);
- б) позикові кошти, залучені на короткостроковій основі(до 1 року);
- в) правильні відповіді а та б;
- г) всі відповіді правильні.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

16. Згідно з НП(С)БО 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності» власний капітал корпорацій України включає такі елементи:

- а) зареєстрований капітал, капітал у дооцінках, неоплачений капітал;
- б) пайовий капітал, резервний капітал;
- в) нерозподілений прибуток, вилучений капітал;
- г) всі відповіді правильні.

17. Другий етап політики формування власних фінансових ресурсів полягає в:

- а) оцінці вартості залучення власного капіталу з різних джерел;
- б) визначенні загальної потреби у власних фінансових ресурсах;
- в) здійсненні процеу оптимізації співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел утворення власних фінансових ресурсів;
- г) оцінюванні достатності власних фінансових ресурсів, що сформувалися на підприємстві у передплановому періоді.

18. До внутрішніх джерел формування власних фінансових ресурсів підприємства відносять:

- а) прибуток, що залишається в розпорядженні підприємства;
- б) одержання підприємством безплатної фінансової допомоги;
- в) амортизаційні відрахування від основних засобів і нематеріальних активів;
- г) правильна відповідь б і в.

19. Фактори, які впливають на дивідендну політику підприємства:

- а) сприятливі форми інвестування у певні періоди;
- б) різноманітні кредитні та фінансові обмеження;
- в) диференційні податкові ставки на дивіденди і доходи з приросту капіталу;
- г) всі відповіді правильні.

20. Основні завдання фінансової діяльності підприємства корпоративного типу:

- а) забезпечення інвестиційної діяльності підприємства;
- б) фінансове забезпечення поточної виробничо-господарської діяльності;
- в) своєчасність виконання зобов'язань;
- г) всі відповіді правильні.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

ТЕМА 5. ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ В ОСНОВНИЙ ТА ОБОРОТНИЙ КАПІТАЛ КОРПОРАЦІЇ

- 1. Стратегія інвестування: суть, цілі, етапи формування та фактори впливу.*
- 2. Інвестиційна політика корпорації.*
- 3. Фінансування інвестицій в необоротні активи корпорації.*
- 4. Інвестиції в оборотні активи підприємства.*
- 5. Оцінка доцільності вкладення коштів корпорації в інвестиційні проекти.*

Ключові слова: інвестиційна політика корпорації, стратегія інвестування, інвестиційний проект, джерела фінансування капітальних інвестицій, методи оцінки інвестиційних проектів, фінансовий цикл, поточні фінансові потреби, власні оборотні кошти, оборотність оборотних активів, політика управління оборотними активами, фінансування інвестицій в необоротні активи корпорації.

5.1. Стратегія інвестування: суть, цілі, етапи формування та фактори впливу

Інвестиційна діяльність є об'єктивним процесом, що підлягає певній логіці, який розвивається відповідно до властивих йому закономірностей і відіграє важливу роль у розвитку корпорації.

Відзначимо, що інвестиційний процес починається з визначення інвестиційної стратегії підприємства. Під час визначення інвестиційної стратегії погляди вчених збігаються. Так, майже усі розглядають інвестиційну стратегію підприємства з позиції формування системи довгострокових цілей (табл. 6.1).

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Таблиця 6.1

Узагальнення поглядів науковців на визначення поняття
«інвестиційна стратегія»

Автор	Визначення
1	2
Бланк І.О. ¹⁶²	Інвестиційна стратегія – це частина загальної стратегії розвитку активів підприємства, яка заключається у виборі та реалізації найбільш вигідних шляхів розширення та оновлення його активів з ціллю забезпечення основних спрямованостей його економічного розвитку.
Майорова Т.В. ¹⁶³	Інвестиційна стратегія – це процес формування системи довгострокових цілей інвестиційної діяльності та вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення на базі прогнозування умов здійснення цієї діяльності, кон'юнктури інвестиційного ринку як у цілому, так і на окремих його сегментах.
Бочаров В.В. ¹⁶⁴	Інвестиційна стратегія – це система довгострокових цілей інвестиційної діяльності і дій щодо їх досягнення.
Перекатов Б.О., Тютіков Ю.П. ¹⁶⁵	Інвестиційна стратегія – це дії з визначення довгострокових цілей інвестиційної діяльності і найбільш ефективних шляхів їх досягнення.
Черваньов Д.М. ¹⁶⁶	Інвестиційна стратегія – це формування системи довготермінових цілей інвестиційної діяльності підприємства і вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення.

¹⁶² Бланк И.А. Управление активами: учебник / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2002. – 720 с.

¹⁶³ Майорова Т.В. Инвестиційна діяльність: навч. посіб. / Т.В. Майорова. – Київ: ЦУЛ, 2003. – 376 с.

¹⁶⁴ Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент: учебное пособие / В.В. Бочаров. – СПб.: Питер, 2000. – 160 с.

¹⁶⁵ Перекатов Б.А. Стратегический менеджмент: Основные понятия и определения / Б.А. Перекатов, Ю.П. Тютиков. – СПб.: Изд-во СПбЭУ, 2016. – 305 с.

¹⁶⁶ Черваньов Д.М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємства: навч. посіб. / Д.М. Черваньов. – К.: Знання-Прес, 2003. – 622 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 6.1

1	2
Ястремська О.М. ¹⁶⁷	Інвестиційна стратегія – це система дій щодо вибору об’єктів вкладання економічних ресурсів, їх ефективного залучення, перерозподілу і використання для досягнення цілей інвестування, що забезпечують соціально-економічний розвиток підприємства та його підрозділів на основі їх ефективного функціонування.

Отже, узагальнюючи дані визначення під інвестиційною стратегією розуміють комплекс довгострокових цілей, найбільш принципових установок і намірів в області капіталовкладень та вкладень у фінансові активи, розвитку виробництва, формування оптимальної структури напрямків інвестування та джерел їх фінансування, а також сукупність дій та їх досягнення. У загальному виді інвестиційна стратегія реалізується у розробці плану та програми здійснення інвестиційної діяльності, виходячи з ситуації, що склалася на даному етапі розвитку підприємства. Стратегія відображає специфіку підприємства і його переваги, що виникають в результаті змін в економіці. Інвестиційна стратегія підприємства формується з урахуванням існуючих джерел та форм інвестування, їхньої доступності і потенційної ефективності використання.

Вихідною передумовою формування інвестиційної стратегії є загальна стратегія економічного розвитку підприємства. Стосовно неї інвестиційна стратегія носить підлеглий характер і повинна узгоджуватися з нею по цілях та етапах реалізації. Інвестиційна стратегія при цьому розглядається як один з головних факторів забезпечення ефективного розвитку підприємства відповідно до обраної ним загальною економічною стратегією.

Процес формування інвестиційної стратегії підприємства

¹⁶⁷ Ястремська О.М. Інвестиційна діяльність промислових підприємств: методологічні та методичні засади: Монографія / О.М. Ястремська. –Х.: ВД ІНЖЕК, 2004. – 488 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

проходить ряд етапів. Більшість науковців наводять до 6 етапів формування інвестиційної стратегії підприємства. Основними етапами цього процесу, можна виділити такі (рис. 6.1).



Рис. 6.1. Етапи формування інвестиційної стратегії підприємства

Охарактеризуємо детальніше дані етапи:

1) визначення періоду формування інвестиційної стратегії;

Тривалість цього періоду залежить від стану економіки в

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

цілому і ринку зокрема, що впливає на точність прогнозів результатів вкладень інвестиційних ресурсів. В умовах нестабільної економіки прогнози розвитку підприємств не можуть перевищувати 3 - 5 років. Найбільші компанії в країнах з розвиненою ринковою економікою прогнозують свою діяльність на період 10-15 років. Другою умовою, що впливає на вибір строків, є тривалість періоду, визначеного загальною стратегією розвитку підприємства. Терміни розробки інвестиційної стратегії не повинні виходити за межі періоду загальної стратегії. Третім фактором визначення періоду інвестиційної стратегії є галузева приналежність підприємства. Найбільший період характерний для інституційних інвесторів (5-10 років), найменший період – для підприємств, що здійснюють свою діяльність у сфері виробництва споживчих товарів, роздрібної торгівлі та послуг (3-5 років). Нарешті, умовою визначення періоду формування інвестиційної стратегії є розмір підприємства. Великі компанії прогнозують результати своєї діяльності на більш тривалий термін;

2) формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності;

При визначенні інвестиційних цілей підприємству необхідно насамперед виходити із загальної стратегічної мети і обов'язково погоджувати ці цілі зі стадіями його життєвого циклу.

До них відносять:

1. *Забезпечення темпів зростання капіталу.* Ця мета являє собою збільшення капіталу компанії в довгостроковій перспективі. Здійснюється ця мета шляхом інвестування в реальні проекти і фінансові інструменти, вартість яких у майбутньому зросте. В результаті цих вкладень інвестор в перспективі отримає додаткові кошти, що дозволяють:

– створити умови для зниження виробничих витрат за рахунок заміни обладнання на більш продуктивне, в результаті чого підвищується ефективність виробництва;

– розширити обсяг продукції в рамках існуючих виробництв;

– створити нові виробництва, реконструювати і розширити старі.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

2. *Забезпечення темпів росту поточного доходу.* Так як здійснення інвестиційної діяльності вимагає мобілізації значних фінансових ресурсів, у тому числі позикових, при формуванні інвестиційної програми слід включати в неї проекти з високою поточною прибутковістю, що забезпечують підтримку постійної платоспроможності підприємства. Крім того, частина поточних доходів може бути капіталізована в цілях підтримання оптимальної структури інвестиційного портфеля. Але при формуванні портфеля, орієнтованого на отримання поточного доходу, необхідно чітко визначити мінімум прибутку, яку інвестор хотів би періодично отримувати.

3. *Збереження капіталу.* При інвестуванні коштів необхідно забезпечити мінімізацію інвестиційних ризиків. У процесі мінімізації загального рівня ризику за інвестиційним портфелем основна увага повинна бути приділена мінімізації ризику втрати доходів. Ризик за інвестиційним портфелем необхідно постійно контролювати.

4. *Забезпечення достатньої ліквідності.* Для досягнення мети керованості інвестиціями, забезпечення можливостей швидкого реінвестування капіталу в більш вигідні проекти інвестиційний портфель (або частина його) повинен носити високоліквідний характер, тобто при необхідності швидко і з мінімальними втратами перетворюватися в гроші. Рівень ліквідності інвестицій залежить від економічного клімату в державі, кон'юнктури інвестиційного ринку і специфіки інвестиційної діяльності підприємства.

5. *Отримання контролю над компанією-емітентом.* Ця мета передбачає придбання контрольного пакету акцій компанії-емітента з метою отримання контролю над нею.

Деякі з розглянутих цілей інвестиційної стратегії підприємства є альтернативними. Враховуючи альтернативність перерахованих цілей інвестування, підприємство-інвестор визначає їх пріоритети на тому чи іншому етапі інвестиційної діяльності. Пріоритетність цілей диктується загальними стратегічними цілями розвитку підприємства. Важливо відзначити, що крім головної, пріоритетної мети, підприємство може розробляти додаткові (вторинні) цілі, що не є

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

альтернативою первинної.

Основні цілі інвестиційної стратегічної політики повинні бути покладені в основу відповідних критеріальних показників. Такими показниками можуть бути, наприклад, нормативні значення мінімальних темпів зростання капіталу, мінімального рівня поточної прибутковості, максимального рівня інвестиційного ризику, мінімальну по капіталомісткості частку високоліквідних проектів та ін. Ці показники в подальшому повинні використовуватися при формуванні інвестиційного портфеля та відборі конкретних інвестиційних проектів і фінансових інструментів;

3) розробка найбільш ефективних шляхів реалізації стратегічних цілей інвестиційної діяльності з позицій визначення напрямків інвестування та джерел їх фінансування.

Цей етап розробки інвестиційної політики здійснюється за двома напрямками. Одне з них включає розробку стратегічних напрямів інвестиційної діяльності, інше - розробку стратегії формування інвестиційних ресурсів.

Розробка стратегічних напрямків інвестиційної діяльності здійснюється послідовним вирішенням трьох завдань:

- 1) визначення співвідношення різних форм інвестування на окремих етапах перспективного періоду;
- 2) визначення галузевої спрямованості інвестиційної діяльності;
- 3) визначення регіональної спрямованості.

На співвідношення форм інвестування впливають різні фактори, серед яких:

– загальний стан економіки і кон'юнктура інвестиційного ринку викликають зростання або зниження інвестиційних ризиків. В умовах нестабільної ринкової економіки інвестори воліють вкладати фінансові ресурси в активи, особливо короткострокові (за умови, що прибутковість цих інвестицій перевищує темні інфляції);

– функціональна спрямованість діяльності підприємства визначає частки фінансових і реальних і фінансових інвестицій у портфелі. Інституційні інвестори здійснюють свою діяльність

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

переважно на фондовому ринку і вкладають ресурси в акції, облігації, ощадні сертифікати та інші фондові інструменти. Підприємства, що здійснюють виробничу діяльність, переважно інвестують у виробничі активи, що дозволяє цим підприємствам розвиватися. Фінансові вкладення таких підприємств, як правило, пов'язані з наявністю тимчасово вільних грошових коштів;

– співвідношення різних форм інвестування коливається в залежності від стадії життєвого циклу підприємства. На стадіях народження і дитинства інвестування носить переважно реальний виробничий характер. На стадіях зрілості підприємства можуть дозволити собі підвищення питомої ваги фінансових інвестицій;

– нарешті, на співвідношення реальних і фінансових форм інвестування впливає розмір підприємства. Малі та середні підприємства інвестують переважно в реальні активи. У великих підприємств частка фінансових активів зазвичай вище.

Визначення галузевої спрямованості інвестицій являє собою оцінку різних прогнозованих варіантів вкладення коштів. Ці варіанти диктуються загальною стратегією економічного розвитку. Перший варіант пов'язаний з галузевою концентрацією інвестиційної діяльності. Концентрація інвестицій в одній галузі дозволяє підприємству контролювати великі сегменти ринку продукції та послуг і швидко досягти успіху. Але цей варіант пов'язаний з високим рівнем інвестиційного ризику. Другий варіант передбачає диверсифікацію вкладень інвестицій в рамках однієї галузі або групи взаємопов'язаних галузей. Наприклад, сільське господарство, легка і харчова промисловість. Подібна диверсифікація вкладень пов'язана з формуванням стратегічної зони господарювання, що дозволяє істотно розширити контрольований сегмент ринку і знизити ризик вкладення капіталів. Третій варіант передбачає диверсифікацію вкладень в розрізі не пов'язаних між собою галузей виробництва. Така диверсифікація інвестицій викликає формування на підприємствах стратегічних господарських центрів, що включають стратегічні зони господарювання і представляють собою самостійні структурні одиниці великого підприємства (компанії). За рахунок вибору галузей з різними

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

стадіями життєвого циклу і з різними за часом коливаннями кон'юнктури на їх продукцію значно знижується рівень інвестиційних ризиків.

Визначення регіональної спрямованості інвестиційної діяльності підприємства пов'язано з його розміром і тривалістю діяльності. Малі і значне число середніх підприємств діють у межах свого регіону. Можливість регіональної диверсифікації інвестиційної діяльності пов'язана з фінансовими інвестиціями, здійснення яких може собі дозволити велике підприємство.

Розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів здійснюється в кілька етапів:

Етап I. Прогнозування потреби в загальному обсязі інвестиційних ресурсів.

Етап II. Вивчення можливості формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел.

Етап III. Визначення методів фінансування окремих інвестиційних програм та проектів.

Етап IV. Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів.

Використовуються для прогнозування методи розрізняються для підприємств, що здійснюють виробничу діяльність, і для інституціональних інвесторів. Інституційні інвестори формують свої ресурси за рахунок емісії акцій та інвестиційних сертифікатів. Можливий обсяг їх інвестиційних ресурсів формується за рахунок стратегії андеррайтингу. Тому в них не виникає проблем з вибором методу фінансування й оптимізації структури джерел. У зв'язку з цим основну увагу у викладі методики формування інвестиційних ресурсів буде приділено підприємствам, що здійснюють виробничу діяльність.

Прогнозування потреби у загальному обсязі інвестиційних ресурсів полягає у визначенні обсягу фінансових ресурсів як для реальних, так і для фінансових інвестицій. Вартість будівництва, розширення, реконструкції і технічного переозброєння може бути визначена за допомогою показника питомих капіталовкладень на одиницю потужності. Цей показник розраховується по об'єктах-аналогах. Витрати на капіталовкладення необхідно збільшити на потребу в оборотних коштах для нового виробництва. Вартість придбання діючих

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

підприємств може бути спрогнозована за витратами, здійсненими по об'єктах-аналогах. Розмір витрат на придбання може прогнозуватися на основі чистої балансової вартості, прибутку або ринкової ціни об'єкта-аналога. Потреба для інвестування в фінансові активи ґрунтується на встановлених співвідношень між різними формами інвестування. Для кожного прогнозованого періоду встановлюється питома вага фінансових інвестицій у загальному їх обсязі. Обсяг потреби в інвестиційних ресурсах для реального та фінансового інвестування являє собою суму потреб у фінансових ресурсах на прогнозований період, яку доцільно збільшити на суму резерву в розмірі до 10% сукупної потреби.

Другий етап полягає у вивченні можливостей формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел. Усі джерела формування інвестиційних ресурсів можна розділити на три групи:

- 1) власні;
- 2) позикові;
- 3) залучені.

До власних джерел фінансування інвестиційної діяльності в першу чергу слід віднести прибуток. Частина чистого прибутку, яку підприємство може спрямувати на інвестиційні цілі, прогнозується по роках, виходячи із загальної економічної стратегії розвитку. Другим за значенням власним джерелом є амортизаційні відрахування. Їх розмір встановлюється по роках, виходячи з прийнятої підприємством амортизаційної політики та прогнозованого але років обсягу основних фондів, на які нараховується амортизація. До інших власних джерел фінансування капітальних вкладень належать: виручка від реалізації вибулих основних фондів, суми страхових відшкодувань за втрачене майно, мобілізація внутрішніх ресурсів у будівництві й інші джерела, що вносяться і не внесені на рахунки будівництва. При розробці стратегії формування інвестиційних ресурсів ці джерела не розглядаються.

Серед позикових джерел важливу роль відіграють кредити банків. Можливості залучення кредитів пов'язані з аналізом тенденцій зміни грошового ринку і кредитної політики держави. Прогнозування можливості повернення кредиту і

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

сплати відсотків ґрунтується на загальній стратегії підприємства. Можливості мобілізації позикових коштів шляхом випуску облігацій, а також шляхом використання лізингу впливають із загальної стратегії підприємства.

Залучення джерел у вигляді емісії акцій прогнозують акціонерні товариства. Розширення статутного фонду може відбуватися шляхом залучення додаткових пайових внесків вітчизняних та зарубіжних інвесторів.

Третій етап полягає у визначенні методів фінансування окремих інвестиційних програм та проектів.

При розробці стратегії формування джерел прийнято розглядати п'ять методів фінансування:

1) повне самофінансування передбачає інвестування виключно за рахунок власних джерел та внутрішніх накопичень. Цей метод застосовується для фінансування невеликих реальних проектів і фінансових інвестицій;

2) акціонування використовується для реалізації великих реальних інвестиційних проектів або для регіональної диверсифікації інвестиційної діяльності;

3) кредитне фінансування застосовується для фінансування проектів з високою нормою прибутку. Рівень прибутковості але таких проектів повинен суттєво перевищувати вартість позикових ресурсів;

4) лізинг застосовується для фінансування реальних проектів з невеликим періодом експлуатації або високим ступенем змінності технології;

5) змішане фінансування ґрунтується на різних співвідношеннях всіх перерахованих джерел інвестиційної діяльності.

Останнім часом великі інвестиційні проекти реалізуються на базі приватно-державного партнерства (ПДП), тобто взаємодії держави та бізнесу в досягненні загальних цілей, в тому числі спільного фінансування великомасштабних проектів.

У міжнародній практиці виділяють наступні угоди, на підставі яких реалізуються проекти ЧГП.

ОСЬ (build – operate – transfer) – будівництво – управління – передача. Концесіонер здійснює будівництво та

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

експлуатацію (в основному – на праві власності) протягом встановленого терміну, після чого об'єкт передається державі.

COT (build – transfer – operate) – будівництво – передача – управління. Концесіонер будує об'єкт, який передається державі (концедента) у власність відразу після завершення будівництва, після чого він передається в експлуатацію концесіонеру.

BOO (build – own – operate) – будівництво – володіння – управління. Концесіонер будує об'єкт і здійснює подальшу експлуатацію, володіючи ним на праві власності, термін дії якого не обмежується.

BOOT (build – own – operate – transfer) – будівництво – володіння – управління – передача. Володіння і користування побудованим об'єктом на праві приватної власності здійснюється протягом певного терміну, після закінчення якого об'єкт переходить у власність держави.

BBO (buy – build – operate) – покупка – будівництво – управління. Форма продажу, що включає відновлення або розширення існуючого об'єкта. Держава продасть об'єкт приватному сектору, який робить необхідні удосконалення для ефективного управління.

Виділяють також більш прості форми ЧГП:

Lease contract – контракт, близький за змістом оренді. Орендар не бере участі в будівництві, отримуючи об'єкт від держави. Обов'язки орендаря: обслуговування, стягування плати і платежі державі за користування.

Service contract – контракт на обслуговування. Держава укладає контракт з корпорацією на обслуговування об'єкта.

Management contract – контракт на управління об'єктом. Держава укладає контракт з корпорацією на управління об'єктом.

Turnkey («під ключ») – держава фінансує, корпорація проектує, будує і управляє об'єктом.

Четвертий етап – оптимізація джерел формування інвестиційних ресурсів, яка полягає у встановленні оптимальних пропорцій внутрішніх (власних) і зовнішніх (позикових і залучених) джерел фінансування.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Головними критеріями оптимізації виступають:

- необхідність забезпечення високої фінансової стійкості підприємства;
- максимізація прибутку від реалізації інвестиційних проектів при різному поєднанні власних та позикових джерел фінансування.

У процесі розробки інвестиційної стратегії слід за роками визначити оптимальну частку власних джерел фінансування в загальній їх сумі. Максимізація прибутку досягається шляхом використання фінансового важеля;

4) конкретизація інвестиційної стратегії за інвестиційних програм та термінів.

На підставі прогнозу майбутнього стану підприємства і загального аналізу інвестиційних проектів формується інвестиційна програма. Інвестиційні проекти, що включаються в програму, розподіляються у часі з урахуванням наявності коштів для здійснення проекту і готовності підприємства до здійснення проекту.

Інвестиційна програма в подальшому коректується з урахуванням цих двох факторів, якщо прогноз стану підприємства не виправдовується на момент події. Інвестиційна програма впливає з загальної інвестиційної стратегії і узгоджується з нею. Всередині програми передбачається узгодженість але часом реалізації окремих інвестиційних проектів і формування фінансових ресурсів;

5) оцінка розробленої інвестиційної стратегії;

Оцінка здійснюється на основі наступних критеріїв:

- узгодженість інвестиційної стратегії з загальною стратегією економічного розвитку підприємства та цілей, етапів і термінів її реалізації;
- внутрішня збалансованість інвестиційної стратегії передбачає узгодження цілей, напрямів та послідовності здійснення окремих напрямів інвестиційної політики;
- узгодженість інвестиційної стратегії з зовнішнім середовищем. Вивчаються і враховуються прогнози економічного розвитку країни в цілому та інвестиційного клімату зокрема;
- реалізованість інвестиційної стратегії з урахуванням

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

наявних ресурсів передбачає відповідність напрямів інвестиційної діяльності можливостям формування не тільки фінансових ресурсів, але і кадрового забезпечення, стану основних фондів, можливостям використання сировинних ресурсів. В окремих випадках досліджується можливість додаткового залучення необхідних фінансових, технологічних, сировинних і інших ресурсів;

- прийнятність рівня інвестиційних ризиків оцінюється в зв'язку з загальною стратегією розвитку підприємства;

- результативність інвестиційної стратегії включає оцінку не тільки попередніх показників ефективності здійснення інвестиційних проєктів, але і дослідження їх впливу на загальні показники діяльності підприємства як у сфері виробництва, так і в соціальній сфері;

б) перегляд стратегії у залежності від зміни зовнішніх умов стану підприємства.

Інвестиційна стратегія відображає специфіку підприємства і його переваги, а також можливості, що виникають в результаті змін в економіці, тому необхідний постійний моніторинг за станом здійснення окремих напрямів інвестиційної політики та приведення її у відповідність з постійно мінливими внутрішніми і зовнішніми умовами діяльності.

В процесі формування інвестиційної стратегії йде великий пошук і оцінка альтернативних варіантів інвестиційних рішень, найповніше відповідають завданням підприємства. Інвестиційна стратегія не є незмінною, вона повинна періодично переглядатися і уточнюватися в залежності від зміни зовнішніх економічних умов та нових можливостей росту підприємства. Інвестиційна стратегія завжди повинна відповідати таким цілям:

- максимізації прибутку від інвестиційної діяльності;
- мінімізації інвестиційних ризиків;
- забезпечення покращення стану підприємства за рахунок ефективної інвестиційної діяльності.

Для того щоб у процесі стратегічного, тактичного і оперативного планування досягти поставлених цілей, необхідно постійно проводити роботу для вирішення наступних завдань:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- дослідження зовнішнього інвестиційного середовища і прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку;
- технічні і маркетингові дослідження з метою передбачення наслідків інвестицій;
- пошук нових, більш прибуткових інвестиційних можливостей;
- оцінку привабливості інвестиційних проектів і відбір найбільш ефективних;
- оцінку інвестиційних якостей фінансових інструментів і відбір найбільш ефективних;
- розробку капітального бюджету;
- формування оптимальної структури інвестування;
- підготовка рішень про своєчасний вихід з неефективних інвестиційних проектів і реінвестування капіталу.

На вибір інвестиційної стратегії підприємства впливають наступні *фактори*:

1) загальна стратегія розвитку, яка передбачає наявність головної мети розвитку. Цими цілями можуть бути:

- проникнення на ринок (тактична мета – забезпечення виживаності при збитковій діяльності);
- закріплення на ринку (тактичне завдання – забезпечення беззбиткової діяльності);
- істотне розширення свого сегмента на ринку (тактичне завдання – забезпечення систематичного зростання прибутку з виходом на оптимальний рівень);
- галузева диверсифікація діяльності з метою підтримання певного її зростання (тактичне завдання – забезпечення збалансованого зростання прибутку і підтримання оптимального її рівня);
- забезпечення стабілізації обсягу діяльності (тактичне завдання – забезпечення збереження прибутку, платоспроможності та фінансової стійкості);
- суттєве оновлення форм і напрямків діяльності (тактичне завдання – забезпечення умов для високих темпів зростання прибутку);

2) стадія життєвого циклу підприємства, яка включає ряд послідовних стадій:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

– народження – метою інвестиційної стратегії є забезпечення достатнього обсягу початкових реальних інвестицій у формі капітальних вкладень;

– дитинство – завершення початкового реального інвестування у формі капітальних вкладень;

– юність – забезпечення розширення діяльності за рахунок нового реального інвестування і початок фінансового інвестування;

– рання зрілість – продовження реального інвестування для розширення діяльності при суттєвому розширенні обсягу і форм фінансового інвестування;

– остаточна зрілість – здійснення інвестування в обсягах, що забезпечують технічне переозброєння і широкомасштабне фінансове інвестування;

– старіння – це забезпечення реального і фінансового інвестування в розмірах, що забезпечують збереження необхідного обсягу діяльності;

– відродження – це великомасштабна реальне інвестування, пов'язане з різними формами диверсифікації діяльності;

3) фінансовий стан підприємства на основі оцінки його фінансової стійкості, ліквідності і платоспроможності, ефективності. Фінансовий стан підприємства, поряд з рівнем його технічного і організаційного потенціалу визначає конкурентну позицію підприємства. Конкурентна позиція підприємства – це його позиція на ринку збуту. Вона оцінюється як частка ринку збуту у даного підприємства та перспективи її зростання;

4) наявність тимчасово вільних грошових коштів. Цей фактор визначає готовність підприємства інвестувати кошти в довгострокові, середньострокові та короткострокові реальні і фінансові активи.

Таким чином, розробка інвестиційної стратегії дозволяє приймати ефективні управлінські рішення, пов'язані з розвитком підприємства в умовах зміни зовнішніх і внутрішніх чинників, що визначають цей розвиток.

Залежно від мети інвестування, типу управління, характеру економічної ситуації та багатьох інших факторів

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

можна виокремити різні інвестиційні стратегії. До групи базових належать:

- стратегія збереження, що рекомендується інвесторам, які не бажають ризикувати своїм капіталом, а також тим, хто не впевнений у строках інвестування. Оптимальним варіантом стратегії є той, що передбачає термінове виведення основної частини коштів (до 80-90 %) з інвестиційного ринку протягом року;

- стратегія накопичення, орієнтована на інвесторів, які не бажають ризикувати. Мета стратегії – поступовий приріст капіталу, зіставний із дохідністю за безризиковим фінансовим інструментом;

- стратегія поміркованого росту – рекомендується для інвесторів, які передбачають отримати високі доходи при обмежені потенційних ризиків;

- стратегія агресивного росту – передбачає отримання максимально можливої дохідності на вкладений капітал за короткий період.

Для стратегічного інвестора, головна мета якого полягає у розширенні сфери впливу та участі в управлінні підприємством, можна назвати:

- 1) стратегію ефективного власника – мета інвестора полягає не лише в отриманні доступу до певних видів продукції, але й у підвищенні науково-технічного та промислово-збутового потенціалу та фінансового оздоровлення підприємства-емітента. Основний дохід, що отримує інвестор, має довгостроковий характер і є результатом ефективної господарської діяльності. Використання цієї стратегії передбачає не лише наявність значних фінансових ресурсів, але й досвід, зв'язки, а також знання технології виробництва, ринків збуту та інших особливостей підприємства, що контролюється;

- 2) стратегію спекулятивного злиття та поглинання, зміст якої полягає у придбанні контрольного пакету акцій для забезпечення доступу до дефіцитних товарів (послуг) фінансових ресурсів або з метою отримання у користування вигідних об'єктів нерухомого майна, інших майнових та немайнових прав.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Інвестори, які використовують цю стратегію, можуть отримати прибуток, як за рахунок реалізації пакету акцій кінцевому інвестору, так і за рахунок управління грошовими потоками підприємства. Якщо за ознаку класифікації взяти прибутковість, то учасники інвестиційного процесу розрізняють стратегії, що базуються на:

- зростанні інвестованого капіталу;
- забезпеченні отримання регулярного поточного доходу;
- раціональному поєднанні зростання капіталу та поточного доходу.

Стратегія зростання капіталу полягає в отриманні доходу за рахунок збільшення ринкової вартості об'єктів інвестування.

Стратегія регулярного поточного доходу припускає отримання добре запрогнозованих доходів за рахунок дивідендів за акціями, відсотків і дисконту при погашенні боргових цінних паперів (наприклад, облігацій).

Стратегія збалансованого зростання припускає отримання регулярного поточного доходу та забезпечення середнього зростання вкладеного капіталу. З метою забезпечення збалансованості між дохідністю й інвестиційним ризиком іноді рекомендується така структура вкладень:

- 35-45 % – акції фінансово надійних підприємств;
- 35-45 % – акції та конвертовані облігації «блакитних фішок»;
- 10-30 % – державні та муніципальні цінні папери.

Інвестиційну стратегію слід розглядати і як процес стратегічного управління інвестиційною діяльністю, який дозволяє сформулювати глобальну мету розвитку фірм, позицію менеджерів та оперативно пристосовуватися до змін ринкового середовища.

Стратегічний характер здобувають застосування ресурсів (потоки, розподіл, збереження, доставка), функції структурних ланок, ділові процеси і продуктові проекти. Важливо бачити довгостроковий розвиток як самого підприємства, так і кожної його складової (елемента). Це

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

обумовлює необхідність відпрацювання чіткої схеми взаємодії окремих видів робіт, методів і технологій, що використовуються при формуванні стратегії підприємства.

Розглянемо різні види робіт, методи і технології, що використовуються при формуванні стратегій підприємства (табл. 6.2).

Таблиця 6.2

Схема видів робіт, методів і технологій, що використовуються при формуванні стратегій підприємства

Вид дій	Методи і технології
Аналіз Оцінка підприємства з позицій макроекономічних індикаторів Оцінка погроз підприємства з боку зміни зовнішнього середовища і поведіння конкурентів	Інформаційні огляди, проекти, звіти, довідки, статистичні оцінки Дослідження, методи збору даних, аналізу і статистичної оцінки
Прогнози Динаміка параметрів ринку Динаміка параметрів підприємства	Сценарій розвитку Нормативний метод Екстраполяція тенденцій
Обґрунтування і вибір цілей Цілі, їхня ідентифікація Вибір ринкових сегментів і локальних ринків Цільові пріоритети, цільові траєкторії Техніко-економічна оцінка економічної ефективності	Операційні дослідження, імітаційні моделі Методи експертних оцінок Моделі прийняття рішень, методи оцінки варіантів Операційні дослідження Аналіз ризику Методи творчого мислення
Формування стратегічних параметрів Типова стратегія росту, конкурентна стратегія Стратегічні операції	Методи експертних оцінок Портфель замовлень Методи теорії запасів, теорії масового обслуговування
Формування стратегічних варіантів Ідентифікація й оцінка вузлових проблем і ризиків	Методи мережного аналізу Аналіз ризику Методи вартісного аналізу Методи експертних оцінок

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

До **основних принципів**, що забезпечують підготовку і прийняття стратегічних інвестиційних рішень в процесі розробки інвестиційної стратегії підприємства, відносяться наступні:

1. Розгляд підприємства як відкритої соціально-економічної системи, спроможної до самоорганізації. Підприємство є цілком відкритим для активної взаємодії з зовнішнім інвестиційним середовищем. У процесі такої взаємодії підприємство знаходить відповідну просторову, часову або функціональну структуру, що й розглядається як його спроможність до самоорганізації.

2. Урахування базових стратегій операційної діяльності підприємства. Як складова загальної стратегії економічного розвитку підприємства, спрямована в першу чергу на розвиток операційної діяльності, інвестиційна стратегія підпорядковується їй. Водночас, інвестиційна стратегія сама істотно впливає на операційну діяльність. Основні цілі операційної стратегії (забезпечення високих темпів реалізації продукції, зростання операційного прибутку і підвищення конкурентної позиції підприємства) пов'язані з тенденціями розвитку відповідного товарного ринку (споживчого або факторів виробництва). Якщо тенденції розвитку товарного й інвестиційного ринків (у тих сегментах, де підприємство здійснює свою господарську діяльність) не збігаються, стратегічні цілі розвитку операційної діяльності підприємства не можуть бути реалізовані у зв'язку з інвестиційними обмеженнями. У цьому випадку коригується стратегія операційної діяльності підприємства.

Отже, під час формування стратегії інвестування важливими завданнями інвесторів є постійно проводити моніторинг адекватності вибору способів реалізації стратегічних цілей, а також об'єктивності встановлення критеріїв, які характеризують рівень досягнення встановлених цілей. Фахівці стверджують, що виконання цих завдань доцільне на основі колективного формування управлінських інвестиційних рішень інвесторами. Для того, щоб ці рішення були раціональними необхідно усіх суб'єктів, залучених до вироблення рішення поставити в рівні умови. Тобто позиція

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

кожного з них має бути однаково важливою і її прийняття або заперечення має обґрунтуватись. Фахівці стверджують також те, що усі суб'єкти, відповідальні за формування і ухвалення управлінських інвестиційних рішень повинні бути однаково активними у висуненні ідей оптимізації стратегії інвестування.

5.2. Інвестиційна політика корпорації

Інвестиційна діяльність підприємства є об'єктивним процесом, що підлягає певній логіці, який розвивається відповідно до властивих йому закономірностей і відіграє важливу роль у розвитку корпорації. Відзначимо, що інвестиційний процес починається з визначення інвестиційної політики та інвестиційної стратегії підприємства.

В науковій думці не існує єдиної точки зору щодо визначення поняття «інвестиційна політика» (табл. 6.3).

Таблиця 6.3

Узагальнення поглядів науковців на визначення поняття інвестиційна політика підприємства

Автор	Визначення
1	2
Бланк І.О. ¹⁶⁸	Інвестиційна політика – це частина загальної стратегії розвитку активів підприємства, яка закладається у виборі та реалізації найбільш ефективних форм реальних і фінансових його інвестицій з метою забезпечення високих темпів його розвитку та розширення економічного потенціалу його розвитку.
Біла О.Г. ¹⁶⁹	Інвестиційна політика є складовою частиною фінансової політики і загальної стратегії сталого розвитку корпорації. Вона визначає вибір і способи реалізації раціональних шляхів оновлення та розширення виробничого і науково-технічного потенціалу.

¹⁶⁸ Бланк І.А. Управление активами: учебник / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2002. – 720 с.

¹⁶⁹ Біла О.Г. Фінанси підприємств: навч. посіб. / О.Г. Біла – Львів: «Магнолія 2006», 2008. – 383 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 6.3

1	2
Птащенко Л.О. ¹⁷⁰	Інвестиційна політика – це система рішень і заходів, спрямованих на отримання доходів від інвестиційної діяльності.
Попков В.П., Семенов В.П. ¹⁷¹	Інвестиційна політика – це комплекс заходів, які забезпечують вигоду вкладень власних, позичених та інших коштів у інвестиції з метою забезпечення фінансової стійкості діяльності підприємства на близьку та далеку перспективу.
Галіцин В.К., Кубрушко Ю.О., Суслов О.П. ¹⁷²	Інвестиційна політика – це формування стратегічних цілей і розробка найбільш ефективних шляхів реалізації стратегічних цілей інвестиційної діяльності за конкретними періодами реалізації та їх оцінка.
Бочаров В.В. ¹⁷³ , Жуйріков К.К., Раїм С.Р. ¹⁷⁴	Інвестиційна політика – це складова частина загальної фінансової стратегії підприємства, що полягає у виборі і реалізації раціональних шляхів розширення та відновлення виробничого потенціалу.
Черваньов Д.М. ¹⁷⁵	Інвестиційна політика становить частину його загальної інвестиційної стратегії, яка полягає у виборі й реалізації найбільш ефективних форм здійснення реальних і фінансових інвестицій (визначення оптимальних напрямків інвестування) з метою забезпечення високих темпів розвитку підприємства і розширення економічного потенціалу його господарської діяльності.

¹⁷⁰ Птащенко Л.О. Управління корпоративними фінансами: навч. посіб. / Л.О. Птащенко – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 296 с.

¹⁷¹ Попков В.П. Организация и финансирование инвестиций / В.П. Попков, В.П. Семенов. – СПб.: Изд-во – Питер, 2001. – 224 с.

¹⁷² Галіцин В.К. Моделі і методи оцінки інвестиційних проектів: Монографія / В.К. Галіцин, О.П. Суслов, Ю.О. Кубрушко. – К.: КНЕУ, 2005. – 168 с.

¹⁷³ Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент: учебное пособие / В.В. Бочаров. – СПб.: Питер, 2000. – 160 с.

¹⁷⁴ Жуйріков К.К. Корпоративні фінанси: підруч. / К.К. Жуйріков, С.Р. Раїм. – К.: РПК, 2004. – 308 с.

¹⁷⁵ Черваньов Д.М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємства: навч. посіб. / Д.М. Черваньов. – К.: Знання- Прес, 2003. – 622 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Отже, якщо Черваньов Д.М., Бланк І.О., Жуйріков К.К., Раїм С.Р., Бочаров В.В. розглядають інвестиційну політику підприємства як складову його інвестиційної або фінансової стратегії, то Попков В.П., Семенов В.П., Галіцин В.К., Кубрушко Ю.О., Суслов О.П. акцентують увагу на тому, що інвестиційна політика – це, в першу чергу, формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства, тобто ставлять її над інвестиційною стратегією.

На нашу думку, перша група вчених мають рацію, оскільки інвестиційна діяльність підприємства підпорядкована певній інвестиційній політиці, розробленій підприємством в складі його фінансової стратегії (для інституційних інвесторів – інвестиційних компаній, інвестиційних фондів і т.п. – вона розробляється, як самостійна інвестиційна стратегія).

З врахуванням цієї цілі зміст політики управління інвестиціями підприємства можна сформулювати наступним чином: інвестиційна політика представляє собою частину загальної фінансової стратегії підприємства, яка заключається у виборі і реалізації найефективніших шляхів розширення об'єму його активів для забезпечення основних напрямків його розвитку.

Основною ціллю інвестиційної політики є забезпечення найефективніших шляхів розширення активів підприємства з позицій перспектив його розвитку і збільшення його ринкової вартості.

Проведення активної інвестиційної політики сприяє:

- розвитку і зміцненню позиції корпорації на ринку;
- оновленню основних фондів;
- зростання технічного рівня;
- стабілізації фінансового стану;
- підвищенню конкурентоспроможності;
- підвищення кваліфікації кадрового складу;
- вдосконалення методів управління.

Інвестиційна політика підприємства передбачає:

1. Формування окремих напрямків інвестиційної діяльності підприємства у відповідності із стратегією його економічного розвитку. Розробка напрямків інвестиційної

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

діяльності підприємства базується на стратегії його економічного розвитку в майбутньому періоді і покликана вирішувати наступні задачі:

- визначення співвідношення різних форм інвестування на окремих етапах перспективного періоду. Форми інвестування визначаються функціональною направленістю діяльності підприємства, його розмірами, стадією його життєвого циклу і рядом інших умов;

- визначення галузевої направленості інвестиційної діяльності. Ця задача вирішується для підприємств, що здійснюють багатогалузеву господарську діяльність;

- визначення регіональної направленості інвестиційної діяльності. Така задача вирішується підприємствами з регіональною диверсифікацією діяльності. Формування окремих напрямків інвестиційної діяльності підприємства у відповідності із стратегією його економічного розвитку дозволяє визначити пріоритетні цілі і задачі цієї діяльності за окремими етапами майбутнього періоду.

2. *Дослідження і врахування умов зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку.*

В процесі такого дослідження вивчаються правові умови інвестиційної діяльності в цілому і в розрізі окремих форм інвестиційної діяльності («інвестиційний клімат»); аналізується поточна кон'юнктура інвестиційного ринку і фактори, що визначають її; прогнозується найближча кон'юнктура інвестиційного ринку в розрізі окремих його сегментів, пов'язаних з діяльністю підприємства.

3. *Пошук окремих об'єктів інвестування і оцінка їх відповідності напрямкам інвестиційної діяльності підприємства.* В процесі реалізації цього напрямку інвестиційної політики вивчається поточна пропозиція на інвестиційному ринку, відбираються для вивчення окремі інвестиційні проекти і фінансові інструменти, що найповніше відповідають напрямкам інвестиційної діяльності підприємства для оновлення складу діючих її видів; проводиться детальна експертиза відібраних об'єктів інвестування.

4. *Забезпечення високої ефективності інвестицій.* Відібрані на попередньому етапі об'єкти інвестування

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

аналізуються з позиції їх економічної ефективності. При цьому для кожного об'єкту інвестування використовується конкретна методика оцінки ефективності. За результатами оцінки проводиться ранжирування окремих інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування за критерієм їх ефективності (дохідності). При інших рівних умовах відбираються для реалізації ті об'єкти інвестування, які забезпечують найбільшу ефективність.

5. Забезпечення мінімізації фінансових ризиків, пов'язаних з інвестиційною діяльністю. В процесі реалізації цього напрямку інвестиційної політики повинні бути в першу чергу оцінені ризики, властиві кожному конкретному об'єкту інвестування. За результатами оцінки проводиться ранжирування окремих об'єктів інвестування по рівню їх ризиків і відбираються для реалізації ті з них, які при інших рівних умовах забезпечують мінімізацію інвестиційних ризиків.

6. Поряд з ризиками окремих об'єктів інвестування оцінюються фінансові ризики, пов'язані з інвестиційною діяльністю в цілому. Ця діяльність пов'язана з відволіканням фінансових засобів у великих розмірах і, як правило, на тривалий період, що може призвести до зниження рівня платоспроможності підприємства по поточних господарських операціях. Крім того, фінансування окремих інвестиційних проектів здійснюється часто за рахунок значного залучення позичкового капіталу, що може призвести до зниження рівня фінансової стійкості підприємства в довгостроковому періоді. Тому в процесі формування інвестиційної політики слід завчасно прогнозувати, як вплинуть фінансові ризики, пов'язані з інвестиційною діяльністю, на дохідність, платоспроможність і фінансову стійкість підприємства.

7. Забезпечення ліквідності інвестицій. Здійснюючи інвестиційну діяльність слід передбачати, що в силу суттєвих змін зовнішнього середовища, кон'юнктури інвестиційного ринку або стратегії розвитку підприємства в майбутньому періоді по окремих об'єктах інвестування може різко знизитися очікувана дохідність, підвищитися рівень ризиків, знизитися значення інших показників їх інвестиційної привабливості для підприємства. Це буде вимагати прийняття рішення про

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

своєчасний вихід з окремих інвестиційних програм і реінвестування капіталу. З цією ціллю по кожному об'єкту інвестування повинен бути оцінений ступінь його майбутньої ліквідності. За результатами оцінки проводиться ранжирування окремих інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування по критерію їх ліквідності. При інших рівних умовах відбираються для реалізації ті з них, які мають найбільшу ліквідність.

8. *Визначення необхідного об'єму інвестиційних ресурсів і оптимізація структури їх джерел.* Всі напрямки і форми інвестиційної діяльності підприємства здійснюються за рахунок інвестиційних ресурсів, що формуються ним. Інвестиційні ресурси представляють собою всі види грошових і інших активів, що залучаються для здійснення вкладів в об'єкти інвестування. В процесі реалізації цього напрямку інвестиційної політики підприємства прогнозується загальна потреба в інвестиційних ресурсах, необхідних для здійснення інвестиційної діяльності в передбачуваних об'ємах; визначається можливість формування інвестиційних ресурсів за рахунок власних фінансових джерел; виходячи з ситуації на грошовому ринку визначається доцільність залучення для інвестиційної діяльності позичкового капіталу. В процесі оптимізації структури джерел інвестиційних ресурсів забезпечується раціональне співвідношення власних і залучених фінансових засобів, а також диверсифікація залучених джерел фінансування інвестицій по окремих кредиторам потоках майбутніх платежів з ціллю попередження зниження фінансової стійкості і платоспроможності підприємства в майбутньому періоді.

9. *Формування і оцінка інвестиційного портфелю підприємства.* З врахуванням можливого залучення об'єму інвестиційних ресурсів, а також оцінки інвестиційних якостей окремих об'єктів інвестування проводиться формування сукупного інвестиційного портфелю підприємства. При формуванні інвестиційного портфелю слід врахувати, що високий рівень доходності окремих і об'єктів інвестування рідко супроводжується мінімальним рівнем їх інвестиційних ризиків і високим ступенем ліквідності. Тому в процесі формування інвестиційного портфелю визначаються принципи його і

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

формування з врахуванням фінансового менталітету керівництва, а потім кожен об'єкт інвестування, який відбирається в нього, оптимізується по співвідношенню рівня дохідності, інвестиційного і ризику і ліквідності. На заключному етапі формування інвестиційного портфелю проводиться його оцінка і оптимізація по перерахованих критеріях в цілому. Сформований інвестиційний портфель розглядається як сукупність інвестиційних програм, що реалізуються в майбутньому періоді.

10. Забезпечення шляхів прискорення реалізації інвестиційних програм. Намічені до реалізації інвестиційні програми повинні бути виконані якнайшвидше виходячи з наступних міркувань: перш за все, високі темпи реалізації кожної інвестиційної програми сприяють прискоренню економічного розвитку підприємства в цілому; крім того, чим швидше реалізується інвестиційна програма, тим швидше починає формуватися додатковий грошовий потік у вигляді прибутку і амортизаційних відрахувань; прискорення реалізації інвестиційних програм скорочує терміни використання позичкового капіталу; нарешті, швидка реалізація інвестиційних програм сприяє зниженню інвестиційних ризиків, пов'язаних з несприятливою зміною кон'юнктури інвестиційного ринку, погіршенням інвестиційного клімату в цілому.

В процесі формування інвестиційної політики підприємства І. Бланк¹⁷⁶ виділяє три основні напрямки: реальні інвестиції, фінансові інвестиції, інноваційні інвестиції; а Д. Черваньов¹⁷⁷ їх більш деталізує та виокремлює такі – реальне та фінансове інвестування, формування інвестиційних ресурсів, управління інвестиційними ризиками, при цьому вказує на можливість мати багаторівневий характер.

Все ж у науковій практиці здебільшого схиляються до поділу на **три основні напрямки:**

- 1) реальні інвестиції;
- 2) фінансові інвестиції;

¹⁷⁶ Бланк И.А. Управление активами: учебник / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2002. – 720 с.

¹⁷⁷ Черваньов Д.М. Менеджмент инвестиційної діяльності підприємства: навч. посіб. / Д.М. Черваньов. – К.: Знання-Прес, 2003. – 622 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

3) інноваційні інвестиції.

Реальні інвестиції (**Real investments**) є в даний час основним напрямком інвестиційної діяльності підприємства. Вони представляють собою вкладення засобів в реальні матеріальні активи, в основному в оновлення основних фондів підприємства. Фінансові інвестиції (**Financial investments**) представляють собою вкладення засобів підприємства на термін більше одного року в різні грошові і фондові інструменти інвестування, серед яких найбільш значну долю займають вкладення засобів у цінні папери. Інноваційні інвестиції (**Innovative investments**) представляють собою вкладення засобів в нематеріальні активи, що забезпечують впровадження сучасних наукових досягнень в практику діяльності підприємства. Специфіка різних форм інвестиції визначає особливості управління ними, які вимагають спеціального розгляду.

Розробка інвестиційної політики підприємства базується на таких концепціях фінансового менеджменту:

1. Концепція грошових потоків базується на визнанні активів як джерела майбутніх грошових потоків і передбачає: ідентифікацію грошових потоків від інвестування в окремі активи; оцінювання факторів впливу на величину і структуру майбутніх грошових надходжень від інвестицій; вибір коефіцієнту дисконтування, що дає змогу зіставити грошові потоки, які генеруються на різних стадіях інвестиційного процесу; оцінювання ризиків, пов'язаних з грошовими потоками.

2. Концепція теперішньої вартості витікає з об'єктивно існуючої нерівноцінності наявних і очікуваних грошових ресурсів у зв'язку з інфляцією, ризику упущеної вигоди, уповільнення обороту коштів.

3. Концепція компромісу між ризиком і дохідністю враховує, що зі збільшенням рівня очікуваної дохідності інвестицій одночасно зростає ризик недоотримання цього доходу. Найчастіше у практиці фінансового менеджменту вирішується завдання оптимального поєднання ризику і дохідності, хоча в окремі періоди можуть вирішуватися завдання максимізації інвестиційного доходу або мінімізації

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

інвестиційних ризиків.

4. Концепція ціни капіталу передбачає необхідність врахування вартості окремих інвестиційних ресурсів з метою забезпечення їх найбільш оптимальної структури за критерієм мінімізації середньозваженої ціни капіталу.

5. Концепція ефективності ринку капіталу полягає в тому, що при своєчасному і достатньому інформаційному забезпеченні ринкові ціни фінансових інструментів відповідають їх внутрішній (реальній) вартості. Виходячи з цієї концепції, фінансові менеджери можуть орієнтуватися на ринкові ціни фінансових інструментів, обґрунтовуючи необхідність їх включення в інвестиційний портфель.

6. Концепція асиметричної інформації враховує той факт, що окремі учасники інвестиційної діяльності можуть володіти конфіденційною інформацією і використовувати її при прийнятті інвестиційних рішень.

7. Концепція альтернативних затрат виходить з необхідності враховувати розмір упущеної вигоди інвестора у випадку, коли він обирає один напрям вкладення коштів і відмовляється від альтернативних варіантів інвестування.

8. Концепція агентських угод передбачає необхідність свідомо йти на додаткові агентські витрати у випадку, коли інвестиційні посередники краще знають кон'юнктуру інвестиційного ринку і можуть більш ефективно управляти інвестиційним портфелем, ніж сам інвестор.

Потреба в ресурсах для реалізації інвестиційної політики корпорації визначають з урахуванням її виробничого і науково-технічного потенціалу, необхідного для випуску продукції відповідно до потреб ринку. Інвестиційна політика, визначена менеджментом корпорації, підлягає розгляду і затвердженню керівництвом. Ключові положення даної політики рекомендується враховувати при техніко-економічному обґрунтуванні інвестиційних проєктів і виборі різних джерел їх фінансування.

Під час розробці інвестиційної політики підприємства доцільно керуватися такими *принципами*:

– націленість інвестиційної політики на досягнення стратегічних планів підприємства і його фінансову стійкість;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- економічне обґрунтування інвестицій;
- формування оптимальної структури портфельних та реальних інвестицій;
- ранжування проектів та інвестицій за їх важливості та послідовності виходячи з наявних ресурсів і з урахуванням залучення зовнішніх джерел;
- вибір надійних і більш дешевих джерел і методів фінансування інвестицій;
- досягнення максимального економічного, науково-технічного і соціального ефекту аналізованих заходів;
- одержання підприємством необхідного прибутку на вкладений капітал;
- раціональне використання коштів, що направляються на інвестиційну діяльність;
- використання державної підтримки для підвищення ефективності інвестицій;
- одержання пільгових кредитів і позик;
- забезпечення мінімізації інвестиційних ризиків, пов'язаних з реалізацією конкретних проектів.

При розробці інвестиційної політики корпорації враховують наступні фактори:

- фінансовий стан (стійке, нестійке, кризовий);
- технічний рівень виробництва, наявність незавершеного будівництва та невстановленого обладнання;
- можливість отримання обладнання по лізингу;
- наявність власних коштів, можливості залучення недорогих кредитів і позик;
- кон'юнктуру ринку капіталу;
- пільги, одержувані з коштів держави;
- підприємницьку та бюджетну ефективність реалізації інвестиційних проектів;
- умови страхування і отримання гарантій;
- податкове оточення - податки та інші обов'язкові платежі, що сплачуються інвестором;
- умовно-змінні і умовно-постійні витрати, у тому числі на виробництво і реалізацію продукції;
- ціни на продукцію та виручку від реалізації.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Також необхідно передбачити:

- досягнення економічного, науково-технічного і соціального ефектів від розглянутих заходів – для кожного об'єкта інвестування використовують специфічні методи оцінки ефективності, а потім відбирають ті проекти, які, за інших рівних умов, забезпечують інвестору максимальну прибутковість інвестицій при мінімальному рівні ризику вкладень капіталу;

- раціональне розпорядження коштами на реалізацію неприбуткових інвестиційних проектів, тобто зниження витрат на досягнення відповідного соціального та екологічного ефектів реалізації даних проектів;

- використання поряд з власними коштами залучених коштів з фінансового ринку грошових ресурсів у формі кредитів і позик, надходжень від емісії додаткових пакетів акцій та ін.;

- використання для реалізації великомасштабних проектів державної підтримки у формі бюджетних кредитів і гарантій державних органів влади;

- залучення пільгових кредитів міжнародних фінансово-кредитних корпорацій і приватних інвесторів;

- мінімізацію інвестиційних ризиків, пов'язаних з виконанням робіт на конкретних об'єктах;

- забезпечення ліквідності реальних інвестицій шляхом зниження термінів окупності капітальних витрат;

- відповідність заходів, які намічено здійснити в рамках інвестиційної політики, законодавчим та нормативним актам України, регулюючим інвестиційну діяльність в країні.

Інвестиційна політика дозволяє реально оцінити інвестиційні можливості корпорації, забезпечити максимальне використання її внутрішнього потенціалу і можливість активного маневрування ресурсами.

Основні напрями інвестиційної політики в Україні:

- зниження соціальної напруги, досягнення остаточного підходу у виділенні коштів на потреби соціальної сфери;

- скорочення фонду виробничого будівництва за рахунок державних коштів і формування надійних інвестиційних джерел, в першу чергу з власних коштів

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

підприємств тощо;

- скорочення централізованих державних капіталовкладень, що виділяються безповоротно. Перехід до нових принципів централізованого фінансування інвестиційної діяльності;

- створення ринку підрядних робіт. Зацікавленість будівельників у виконанні замовлень;

- прискорення у кілька разів темпів вибуття застарілого обладнання;

- перегляд надання державних кредитів на вигідних умовах з дефіцитними ставками на конкурсній основі, включаючи державне замовлення;

- залучення іноземних інвестицій, отримання іноземних кредитів, створення спільних підприємств з іноземним капіталом за такими напрямками, як розвиток переробної промисловості АПК, активізація приватизації, конверсії, а також галузей, які визначають науково-технічний прогрес;

- створення ефективних форм і механізмів управління інвестиційною діяльністю;

- розвиток паливно-енергетичного комплексу, ресурсозберігаючих технологій, конверсія ВПК, забезпечення населення товарами народного споживання вітчизняного виробництва, розвиток медицини і фармацевтичної промисловості.

Отже, інвестиційну політику здебільшого виділяють як складову частину загальної економічної політики корпорації, яка визначає вибір і способи реалізації найбільш перспективних шляхів оновлення та розширення її виробничого і науково-технічного потенціалу. Вона спрямована на виживання корпорації в складному ринковому середовищі, на досягнення нею фінансової стійкості і гнучкості, а також на створення умов для майбутнього розвитку.

5.3. Фінансування інвестицій в необоротні активи корпорації

Активи підприємства – це майно в його матеріальній і нематеріальній формах, придбане підприємством за рахунок

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

власних або залучених ресурсів, що перебувають у його розпорядженні та призначені для використання у фінансово-господарській діяльності з метою отримання прибутку. Залежно від строку та специфіки використання у виробничій діяльності корпорації активи поділяють на необоротні (фіксовані) та оборотні (поточні).

Необоротні активи призначені для тривалого використання в процесі фінансово-господарської діяльності. До них відносять основні засоби, нематеріальні активи, довгострокові фінансові вкладення, а також незавершене будівництво, довгострокову дебіторську заборгованість тощо. Кошти, інвестовані в необоротні активи, є певною мірою знерухомленими, вилученими з обороту на тривалий період і не можуть бути оперативно використані на інші цілі. Тому інвестиції в необоротні активи, як правило, здійснюються за рахунок довгострокових джерел фінансування і докладно оцінюються з погляду їх доцільності.

Аналіз літературних джерел та досліджень вчених свідчить, що однозначного тлумачення терміну та суті необоротних активів не існує. В зарубіжній обліковій практиці поняття «необоротні активи» позначається різними термінами: постійні активи; власність, споруди та обладнання; матеріальні постійні активи тощо.

В Швейцарії необоротні активи в активі балансу об'єднані в одну групу – основні засоби; в Росії оборотні активи, які включають нематеріальні активи, основні засоби та дохідні вкладення в матеріальні цінності, в Німеччині – основний капітал та фінансові активи.

Згідно НП(С)БО № 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності» в Україні необоротні активи визначають як активи, які не є оборотними. При цьому під оборотними активами розуміють гроші та їх еквіваленти, що не обмежені у використанні, а також інші активи, призначені для реалізації чи споживання протягом операційного циклу чи протягом дванадцяти місяців з дати балансу.

Розглядаючи політику фінансування інвестицій в необоротні активи корпорації варто визначити основні складові необоротних активів корпорації.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Основні засоби є найважливішою складовою необоротних активів, оскільки є необхідними при організації будь-якого виробничого процесу. До основних засобів належать будівлі, споруди, транспортні засоби, меблі, електронні, оптичні, електромеханічні прилади та інструменти, інше офісне обладнання, устаткування тощо. Кошти, інвестовані в основні засоби, так само як і самі основні засоби, часто називають основним капіталом.

Нематеріальні активи – це грошові кошти, вкладені в нематеріальні об'єкти, що використовуються протягом довгострокового періоду часу в господарській діяльності та приносять дохід. Це право користування земельними ділянками та природними ресурсами, патенти, ноу-хау, тобто сукупність науково-технічних знань, секретів виробництва, винаходів та інших, авторські права, монопольні права і привілеї, гудвіл, тобто престижем торгової марки, репутацією, стійкістю клієнтури, кадри і багато інших, ціна корпорації, компанії, фірми та інші.

Нематеріальні активи займають більш чи менш значущу частку необоротних активів залежно від специфіки діяльності підприємства, його фінансової та інвестиційної політики. В будь-якому разі - це активи, які досить швидко можуть втратити свою ринкову вартість внаслідок швидкого морального старіння. Тому їх вартість часто не враховують при обчисленні власного капіталу підприємства.

Основні засоби та нематеріальні активи неодноразово використовуються у виробничому циклі. В процесі такого використання їх вартість поступово зменшується внаслідок морального та фізичного зносу і переноситься на вартість виробленої продукції.

Довгострокові фінансові вкладення характеризують інвестиційну діяльність підприємства, безпосередньо не пов'язану з його основною діяльністю (якщо це не є вкладеннями в дочірні або асоційовані компанії). Кошти, вкладені у такий спосіб, є вилученими з господарського обороту і їх наявність може бути виправданою лише в разі високої прибутковості інвестицій та наявності вільних фінансових ресурсів, які не передбачено використовувати для розширення

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

виробничої діяльності.

Довгострокові фінансові вкладення – це відволікання коштів з обороту на термін більше одного року, метою якого, як правило, є отримання прибутку в довгостроковому періоді. Довгострокові фінансові вкладення можуть бути представлені кількома різновидами:

- інвестиції в цінні папери (довгострокові облигації, фінансові векселі) в результаті яких організація буде отримувати відсотки, а по закінченні строку, встановленого для даного паперу, отримає назад вкладені кошти;

- вкладення в статутні капітали інших організацій (купівля акцій ПАТ, ПрАТ, придбання часток ТОВ), метою яких є здійснення контролю над даним підприємством, а також отримання доходу (дивідендів);

- надання довгострокових позик іншим організаціям.

Необоротні активи є однією з найважливіших економічних категорій діяльності корпорації. Формування необоротних активів підприємства пов'язане зі всіма стадіями його життєвого циклу. Необоротним активам характерні такі *позитивні особливості* як:

- необоротні активи практично не схильні втрат від інфляції, а отже краще захищені від неї;

- необоротним активам властивий менший комерційний ризик втрат у процесі операційної діяльності підприємства; вони практично захищені від недоброчесних дій партнерів по операційним комерційних справах;

- ці активи здатні генерувати стабільний прибуток, забезпечуючи випуск різноманітних видів продукції відповідно до кон'юнктури товарного ринку;

- вони сприяють запобіганню (або істотного зниження) втрат запасів товарно-матеріальних цінностей підприємства в процесі їх зберігання;

- їм притаманні великі резерви істотного розширення обсягу операційної діяльності в період підйому кон'юнктури товарного ринку.

Разом з тим, необоротні активи в процесі операційного використання мають ряд *недоліків*:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

– необоротні активи схильні до морального зносу (особливо активна частина виробничих основних засобів та нематеріальні операційні активи), у зв'язку з чим, навіть будучи тимчасово виведеними з експлуатації, ці види активів втрачають свою вартість;

– дані активи важко піддаються оперативному управлінню, тому що слабко мінливі в структурі в короткому періоді; в результаті цього будь-який тимчасовий спад кон'юнктури товарного ринку призводить до зниження рівня корисного їх використання, якщо підприємство не переходить на випуск інших видів продукції;

– у переважної частини вони відносяться до групи слаболіквідних активів і не можуть служити засобом забезпечення потоку платежів, що обслуговує операційну діяльність підприємства;

– слід зауважити, що в Україні на більшості підприємств усіх сфер діяльності в складі необоротних активів велику частку займають основні засоби, а відповідно важливу роль для об'єктивної оцінки майна, у складі якого велику питому вагу займають основні засоби, має їх оцінка.

Фінансування оновлення необоротних активів підприємства здійснюється за такими двома варіантами: використання власного капіталу підприємства; змішане фінансування за рахунок власного і позикового капіталу.

При виборі варіантів фінансування необоротних активів підприємства враховуються основні фактори:

– визначається достатність власних фінансових ресурсів для оновлення необоротних активів і забезпечення економічного розвитку підприємства в майбутньому періоді;

– розраховується вартість довгострокового фінансового кредиту в порівнянні з прибутком, що генерується поновлюваними видами необоротних активів;

– вивчається досягнуте співвідношення використання власного і позикового капіталу, що визначає рівень фінансової стійкості підприємства;

– оцінюється доступність довгострокового фінансового кредиту для підприємства.

У процесі фінансування інвестиційної діяльності

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

підприємства використовують традиційні та нетрадиційні інструменти довгострокового фінансування.

До традиційних інструментів довгострокового фінансування належать:

- *звичайна акція* – цінний папір, що дає право власнику право голосу на зборах акціонерів, а також право на одержання дивідендів;

- *привілейована акція* – цінний папір, що не дає її власнику права голосу на зборах акціонерів, але дає прибуток у вигляді фіксованих дивідендів;

- *облігація* – цінний папір, що засвідчує вкладення її власником коштів і підтверджує зобов'язання відшкодувати її номінальну вартість у передбачений термін зі сплатою фіксованого відсотка;

- *кредитування* – передбачає придбання підприємством устаткування та інших необоротних активів на підставі використання:

- *проектних кредитів*. Вони видаються під здійснення конкретних інвестиційних проектів, являють собою найбільш ризиковий вид довгострокового кредитування і видаються під розроблений бізнес-план;

- *іпотечних кредитів*. Вони являють собою довгострокові кредити під заставу нерухомості і земельних ділянок;

- *кредитних ліній*. Це найбільш гнучкий вид довгострокового кредитування. При цьому використовуються: рамкова кредитна лінія, що відкривається банком підприємству для оплати поставок у рамках одного великого контракту;

- *револьверних кредитних ліній*, що використовуються переважно в міжнародній практиці, являють собою ланцюжок продовжуваних в межах установленого терміну кредитних операцій;

- *синдикованих кредитів*. Ця форма використовується при фінансуванні дуже великих проектів, для яких проводиться спеціальне об'єднання кредитних ресурсів ряду банків, тобто утворюється синдикат.

Довгострокове фінансування необоротних активів підприємства пов'язане з використанням таких нетрадиційних

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

інструментів як опціон, заставні операції, лізинг, франчайзинг, процентні свопи тощо.

До особливостями управління необоротними активами, відносять низьку мобільність коштів, вкладених у необоротні активи (основні засоби, нематеріальні активи, довгострокові фінансові інвестиції), вона не означає відмови від комплексу управлінських завдань. Основна мета управління необоротними активами полягає у забезпеченні їх своєчасного оновлення та ефективного використання.

У процесі інвестування та управління необоротними активами вирішуються такі завдання:

- визначення можливих форм оновлення основних виробничих засобів на простій і розширеній основі;
- визначення потреби в нарощування необоротних активів для розширення обсягів діяльності;
- визначення можливих способів розширення основних виробничих засобів (будівництво, створення, купівля, оренда, лізинг);
- забезпечення ефективного використання раніше сформованих та нововведених основних засобів та нематеріальних активів;
- формування необхідних фінансових ресурсів для відтворення необоротних активів та оптимізація їх структури.

Організаційними формами оновлення виробничих засобів на простій основі є:

- *поточний ремонт* — часткове оновлення основних засобів (фінансується за рахунок витрат виробництва);
- *капітальний ремонт* — значне відновлення основних засобів і часткова заміна їх окремих видів (фінансується за рахунок частини накопичених амортизаційних відрахувань і списується на витрати підприємства);
- *придбання нових видів необоротних активів* — заміна зношених основних засобів у межах нагромаджених амортизаційних відрахувань.

При розширеному відтворенні формування (будівництво, створення, придбання) нових видів необоротних активів здійснюється із залученням додаткових фінансових ресурсів (зверх накопиченої амортизації): прибутку,

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

довгострокових позик, випуску цінних паперів.

Для визначення потреби у прирості необоротних активів у випадку їх розширеного відтворення аналізуються:

- необхідні додаткові площі та потужності для збільшення обсягів діяльності (якщо не можна підвищити коефіцієнт змінності використання наявних виробничих засобів);
- залишок необоротних активів на початок планового періоду;
- планове вибуття необоротних активів у зв'язку з їх фізичним та моральним зносом.

При цьому необхідно володіти в достатньому обсязі інформацією про ціну ресурсів та облікові оцінки виробничих засобів, оскільки в практиці, приріст необоротних активів завжди визначається лише у вартісних показниках (для планування потреби у фінансових ресурсах).

Важливим джерелом простого і розширеного відтворення є амортизація основних засобів та нематеріальних активів.

Залежно від прийнятої на підприємстві облікової політики можуть використовуватися різні методи нарахування амортизації основних засобів. Відповідно до П(С)БО 7 амортизація основних засобів нараховується із застосуванням наступних методів:

- прямолінійного;
- зменшення залишкової вартості;
- прискореного зменшення залишкової вартості;
- кумулятивного;
- виробничого (метод суми одиниць продукції).

Нарахування амортизації може здійснюватися з урахуванням мінімально допустимих строків корисного використання основних засобів, встановлених податковим законодавством (крім випадку застосування виробничого методу).

Методи нарахування амортизації, запропоновані в П(С)БО 7, можна умовно розбити на два види:

- методи амортизації, використання основних засобів,

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

що базуються на часі, тобто перші чотири у переліку;

– метод амортизації, що базується на кількості одиниць, отриманих від використання об'єктів основних засобів. До нього відноситься виробничий метод нарахування амортизації.

Найбільш розповсюдженими у практиці, методами нарахування амортизацій, виступають пряmlinійний та виробничий, оскільки їх застосовують не тільки при амортизації основних засобів а і інших необоротних активів.

Проведення на підприємстві прискореної амортизаційної політики є важливим стимулом для розвитку науково-технічного прогресу та активного запровадження інновацій у виробничий процес. У результаті прискореної амортизації скорочується строк окупності обладнання, прискорюється вибуття старих основних засобів, інтенсивніше відбувається процес накопичення амортизації, що дає змогу вчасно купити нове обладнання й уникнути морального зносу технічних засобів.



Рис. 6.2. Причинно-наслідкові зв'язки ефективного управління необоротними активами

Обґрунтовуючи доцільність використання окремих

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

методів нарахування амортизації, фінансовий менеджер повинен намагатися максимізувати не лише обсяг накопиченої амортизації, а й забезпечити якомога більше значення чистого грошового потоку, що залишається у розпорядженні підприємства (сума чистого прибутку від основної діяльності та амортизаційних відрахувань у поточному періоді).

Водночас, важливим об'єктом фінансового управління є ефективність використання необоротних активів, про що свідчить наведена нижче схема причинно-наслідкових зв'язків на рис. 6.2.

Постійний фінансовий моніторинг за ефективністю використання основних засобів необхідно здійснювати за допомогою таких аналітичних показників, як фондівіддача, фондорентабельність, відносна економія основних засобів у результаті підвищення фондівіддачі, приріст продукції за рахунок підвищення фондівіддачі та ін.

Водночас, доцільно при інвестиціях у необоротні активи, забезпечувати ефективне формування грошових потоків, пов'язаних із придбанням та орендою (лізингом) основних засобів. Під час оцінювання грошових потоків, пов'язаних із різними способами формування необоротних активів, перевагу надають тому варіанту, який забезпечує мінімальний потік платежів у періоді, що дорівнює строку оренди.

Порівнюючи окремі грошові потоки (придбання обладнання на умовах лізингу, за рахунок банківського кредиту, за рахунок власних фінансових ресурсів) керуються такими правилами:

- порівняння грошових потоків здійснюється шляхом їх приведення до теперішньої вартості;
- ставка дисконту береться однаковою для всіх альтернативних варіантів;
- для більш об'єктивного оцінювання альтернативних грошових потоків враховується можливість отримання податкової економії (при лізингу – за рахунок віднесення на собівартість продукції лізингових платежів, при купівлі за рахунок кредиту – за рахунок процентів за кредит та амортизаційних відрахувань).

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовжуючи розглядати політику інвестування в необоротні активи потрібно зазначити про капітальні вкладення. Капітальні вкладення являють собою витрати на утворення нових, розширення, реконструкцію, модернізацію і технічне переоснащення діючих виробництв. За допомогою капітальних вкладень може здійснюватись як просте, так і розширене відтворення основних фондів.

У господарській практиці розрізняють технологічну і відтворювальну структуру капітальних вкладень.

Технологічна структура капітальних вкладень відображає співвідношення таких затрат: будівельні роботи, монтаж устаткування, придбання устаткування, яке вимагає монтажу, придбання інструменту, інвентаря, проектні роботи, інші затрати.

Відтворювальна структура капітальних вкладень включає в себе такі напрями: нове будівництво, розширення, реконструкція і технічне переоснащення діючих підприємств.

Першочергове значення для підвищення ефективності виробництва має покращення технологічної структури капітальних вкладень, розподіл їх між основними складовими частинами. Прогресивність технологічної структури визначається збільшенням у складі капітальних вкладень питомої ваги затрат на придбання активної частини основних виробничих фондів.

Джерела фінансування капітальних вкладень підприємства-інвестора можуть формуватися за рахунок різних фінансових ресурсів, а саме: власних фінансових ресурсів і внутрішньогосподарських резервів; запозичених фінансових ресурсів; залучених фінансових коштів, які отримують від продажу акцій, пайових і інших внесків членів трудових колективів; грошових коштів, які централізуються об'єднаннями підприємств в установленому порядку; коштів позабюджетних фондів; коштів державного бюджету, які надаються на безповоротній і поворотній основі, місцевих бюджетів; коштів іноземних інвесторів (табл. 6.4).

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Таблиця 6.4

Джерела фінансування капітальних вкладень

Джерело	Склад джерела
Власні фінансові ресурси	Готівкові кошти засновників підприємства, фонди нагромадження за рахунок прибутку, резервні фонди, амортизаційний фонд, кошти від продажу власного майна, кошти від здавання власного майна в оренду, використання внутрішніх резервів у будівництві
Централізовані фінансові ресурси	Кошти державного бюджету та місцевих бюджетів, кошти державних позабюджетних фондів, кошти благодійних фондів
Залучені та запозичені фінансові ресурси	Довгострокові кредити комерційних банків, кошти від емісії та реалізації цінних паперів, іноземні інвестиції

Власні фінансові ресурси підприємства включають первісні внески засновників підприємства і накопичення, які направляються на фінансування капітальних вкладень за рахунок результатів господарської діяльності. Грошова частина внесків власників підприємства вкладається в придбання основних фондів.

У подальшому для цієї мети використовуються накопичення, утворені в підприємства в результаті господарської діяльності. В першу чергу, до них належать амортизаційні відрахування, які отримуються в складі виручки від реалізації товарної продукції, а також прибуток. На фінансування капітальних вкладень спрямовується частина прибутку, яка залишається в розпорядженні підприємства після сплати податків. Ця частина прибутку може використовуватися на капітальні вкладення в складі фонду накопичення чиншого фонду аналогічного призначення, який утворюється на підприємстві.

При введенні капітального будівництва господарським способом в підприємства утворюються специфічні джерела фінансування, які мобілізуються в процесі будівництва. До них

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

належать: мобілізація внутрішніх ресурсів у будівництві, планові накопичення з будівельно-монтажних робіт і економія від зниження собівартості робіт.

Мобілізація внутрішніх ресурсів у будівництві утворюється в тих випадках, коли на будівництвах скорочується потреба в оборотних активах на плановий період. Крім того, протягом року може відбутись приріст кредиторської заборгованості. Суму мобілізації (імобілізації) внутрішніх ресурсів можна визначити за формулою:

$$M = (A - H) + (-)KЗ, \quad (5.1)$$

де A – очікувана наявність оборотних активів на початок планового періоду;

H – потреба в оборотних коштах будівництва на кінець планового періоду;

$KЗ$ – приріст (зниження) стійкої кредиторської заборгованості протягом планового періоду.

Результат розрахунку зі знаком «+» означає мобілізацію коштів, зі знаком «-» імобілізацію коштів будівництва, що свідчить про ріст потреби в фінансових ресурсах для утворення додаткових запасів і затрат. Запозичені кошти можуть використовуватися підприємством у вигляді банківського кредиту, позичок інших кредиторів під векселі й інші боргові зобов'язання і грошових коштів, отриманих від розміщення облігаційних запозичень.

Засоби амортизаційних відрахувань є першим джерелом власних коштів підприємства, вони надходять у складі виручки від реалізації на розрахунковий рахунок підприємства, і безпосередньо з розрахункового рахунку проводиться оплата всіх рас ходів з різних напрямків капітальних вкладень.

Через механізм прискореної амортизації підприємства мають можливість регулювати величину і терміни фінансування відтворення фондів за рахунок даного джерела. Фактичні суми амортизаційних відрахувань, потрапляючи разом з виручкою від реалізації на розрахунковий рахунок підприємства, включаються до складу його оборотних коштів і починають

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

самостійний рух, поза зв'язку з амортизаційним майном. Вони можуть залишатися вільними, спрямовуватися на капітальні вкладення або вкладатися в інші види оборотного капіталу.

Амортизаційна політика підприємства являє собою складову частину загальної політики управління операційними необоротних активів, яка полягає в індивідуалізації рівня інтенсивності їх відновлення відповідно до специфіки їх експлуатації в процесі операційної діяльності. Амортизаційна політика підприємства в значній мірі відображає амортизаційну політику держави на різних етапах його економічного розвитку. Вона базується на встановлених державою принципах, методах і нормах амортизаційних відрахувань. Разом з тим, кожне підприємство має можливість індивідуалізувати свою амортизаційну політику, враховуючи конкретні фактори, що визначають її параметри.

У процесі формування амортизаційної політики підприємства, визначає рівень інтенсивності відновлення окремих груп операційних необоротних активів, враховуються такі основні фактори:

– *обсяг використовуваних операційних основних засобів і нематеріальних активів.* Вплив амортизаційної політики підприємства на інтенсивність відновлення операційних необоротних активів і на кінцеві фінансові результати його діяльності зростає пропорційно збільшенню обсягу власних основних засобів і нематеріальних активів;

– *методи відображення в обліку реальної вартості використовуваних основних засобів і нематеріальних активів.* Здійснювана переоцінка цих видів операційних активів підприємства носить у сучасних умовах періодичний характер і не повною мірою відображає зростання цін на них. У зв'язку з цим, амортизаційні відрахування не характеризують повною мірою фактичний знос цих активів і втрачають своє іноваційне значення. Заниження розміру реального зносу операційних необоротних активів призводить не тільки до зменшення швидкості їх відновлення, але і до формування зайвої фіктивної суми прибутку підприємства, а відповідно вилученню у нього додаткових фінансових засобів у вигляді сплачуваного податку на прибуток;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

– *реальний термін використання підприємством активів, що амортизуються.* Встановлений у процесі розробки норм амортизації середній термін використання окремих видів основних засобів носить знеособлений характер і повинен конкретизуватися на кожному підприємстві з урахуванням особливостей мул використання в операційній діяльності. Це відноситься і до використовуваних в операційному процесі окремими видами нематеріальних активів, термін служби яких підприємство встановлює самостійно (але не більше 10 років);

– *дозволені законодавством методи амортизації.* Зарубіжний досвід свідчить про велику кількість дозволених до використання методів амортизації поза оборотних активів, що дозволяє підприємствам формувати альтернативні варіанти амортизаційної політики в широкому діапазоні. Українське законодавство істотно обмежує використовувані методи амортизації;

– *склад і структура використовуваних основних засобів.* Методи амортизації, дозволені до використання в нашій країні, диференціюються в розрізі рухомої і нерухомої (активної і пасивної) частин операційних основних фондів. Цю ж диференціацію визначають і встановлені норму амортизаційних відрахувань;

– *темпи інфляції.* В умовах високої інфляції постійно занижуються база нарахування амортизації, а відповідно і розміри амортизаційних відрахувань. Крім того, інфляція робить негативний вплив на реальну вартість накопичених коштів амортизаційного фонду, що негативно позначається на фінансових можливостях збільшення швидкості відновлення операційних необоротних активів;

– *інвестиційна активність підприємства.* Вибір методів амортизації значною мірою визначається рівнем поточної потреби в інвестиційних ресурсах, готовністю підприємства до реалізації окремих інвестиційних проектів, що забезпечують оновлення операційних необоротних активів.

Облік перерахованих факторів дозволяє підприємству вибрати відповідні методи амортизації окремих груп операційних необоротних активів, найбільшою мірою відбивають специфіку їх використання в операційному процесі.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Багато підприємств незалежно від форми власності, створюються з вельми обмеженим капіталом. Це практично не дозволяє їм у повному обсязі здійснювати статутні види діяльності за рахунок власних коштів і призводить до залучення ними в обіг значних кредитних ресурсів. Банківські кредити надаються підприємству на підставі кредитного договору, кредит – на умовах платності, терміновості, зворотності під забезпечення: гарантії, заставу нерухомості, заставу інших активів підприємства.

Джерелом фінансування відтворення основних засобів є позикові кошти інших підприємств, які надаються підприємству на оплатній або безоплатній основі зі стратегічним інтересом. Позики підприємствам можуть надаватися також індивідуальними інвесторами (фізичними особами). Питання про вибір джерел фінансування капітальних вкладень повинно вирішуватися з урахуванням багатьох факторів:

- вартості залученого капіталу;
- ефективності віддачі від нього;
- співвідношення власного і позикового капіталів, визначального фінансовий стан підприємства;
- ступеня ризику різних джерел фінансування;
- економічних інтересів інвесторів і позикодавців.

При нестачі власних коштів, труднощі з розміщенням цінних паперів організації можуть направити на фінансування капітальних вкладень такі позикові кошти, як кредити банків або позики, отримані від інших підприємств (наприклад, материнська компанія може дати позичку на розширення, реконструкцію дочірньої). Кредитування придбання підприємством необоротних активів здійснюється на основі використання наступних видів довгострокового кредиту:

1. *Проектних кредитів*, які видають під здійснення конкретних інвестиційних проектів. Вони являють собою найбільш ризиковий вид довгострокового кредитування та видаються за обов'язкової наявності бізнес-плану і під надійне забезпечення.

2. *Іпотечних кредитів*, які представляють собою довгострокові кредити під заставу нерухомості та земельних ділянок. Іпотека - найбільш надійний вид застави.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

3. *Кредитних ліній*, що представляють собою найбільш гнучкий вид довгострокового кредитування.

При цьому використовуються:

- рамкова кредитна лінія – відкривається банком підприємству для оплати поставок в рамках одного великого контракту, реалізованого протягом певного часу;

- револьверна кредитна лінія являє собою ланцюжок продовжуваних в межах встановленого терміну кредитних операцій;

- синдигованих кредитів. Якщо кредитна лінія, що відкривається підприємству, досить велика, то спеціально для цих цілей об'єднуються кредитні ресурси ряду банків. У цьому випадку утворюється синдикат, а підприємству надається так званий синдигований кредит.

Виходячи з вищевказаного поділу коштів підприємства на оновлення капіталу необхідно відзначити, що фінансування майбутнього оновлення операційних необоротних активів зводиться до *трьох варіантів*. Перший з них ґрунтується на тому, що весь обсяг оновлення цих активів фінансується за рахунок власного капіталу. Другий з них заснований на змішаному фінансуванні відновлення операційних необоротних активів за рахунок власного і довгострокового позикового капіталу. Третій варіант передбачає оновлення окремих видів необоротних активів виключно за рахунок фінансового кредиту (наприклад, за рахунок фінансового лізингу).

Вибір відповідного варіанта фінансування відновлення операційних необоротних активів по підприємству в цілому здійснюється з урахуванням таких основних чинників:

- достатності власних фінансових ресурсів для забезпечення економічного розвитку підприємства в майбутньому періоді;

- вартості довгострокового фінансового кредиту порівняно з рівнем прибутку, що генерується оновлюваними видами операційних необоротних активів;

- досягнутого співвідношення використання власного і позикового капіталу, що визначає рівень фінансової стійкості підприємства;

- доступності довгострокового фінансового кредиту

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

для підприємства.

У процесі фінансування відновлення окремих видів операційних необоротних активів однієї з найбільш складних завдань фінансового менеджменту є вибір альтернативного варіанта – придбання цих активів у власність або їх оренда. Формування структури джерел покриття активного капіталу нерозривно пов'язане з урахуванням особливостей кожної з її складових частин.

Власний капітал характеризується наступним:

- простою залучення;
- високою здатністю генерування прибутку у всіх сферах діяльності;
- забезпеченням фінансової стійкості розвитку підприємства, його платоспроможності в довгостроковому періоді.

Разом з тим, йому властиво:

- обмеженість обсягу залучення, а, отже, і можливостей суттєвого розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства;
- висока вартість у порівнянні з альтернативними позиковими джерелами формування капіталу.

Позиковий капітал характеризується наступним:

- досить широкими можливостями залучення;
- забезпеченням зростання фінансового потенціалу підприємства у разі збільшення темпів зростання обсягу його господарської діяльності;
- більш низькою вартістю в порівнянні з власним капіталом.

У той же час використання позикового капіталу характеризується наступним:

- генерує найбільш небезпечні фінансові ризики в господарській діяльності підприємства;
- активи, сформовані за рахунок позикового капіталу, генерують меншу за інших рівних умов норму прибутку;
- високою залежністю вартості позикового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку;
- складністю процедури притягнення.

Таким чином, підприємство при формуванні активів має

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

залучати позиковий та власний капітал в оптимальному обсязі та співвідношенні з метою забезпечення високого рівня фінансового потенціалу свого розвитку і фінансової стійкості.

Склад і структура джерел фінансування інвестицій (капітальних вкладень) залежить від різних факторів внутрішнього і зовнішнього характеру:

– масштабів господарської діяльності інвесторів (забудовників);

– організаційно-правової форми власності;

– фінансового стану корпорацій-інвесторів;

– ціни залучення джерела засобів;

– фінансової та грошово-кредитної політики держави

та ін.

Отже, політикою фінансування інвестицій в необоротні активи вирішуються такі комплекси управлінських завдань: обґрунтування можливих форм оновлення основних виробничих засобів, визначення потреби в їх нарощенні та можливих способів розширення, формування необхідних фінансових ресурсів, підвищення ефективності використання введених в дію основних засобів.

5.4. Інвестиції в оборотні активи підприємства

Ключове місце в реалізації інвестиційної тактики корпорації займають проблеми достатності оборотного капіталу, механізму його планування, регулювання та фінансування, аналізу ефективності використання. Довгострокові фінансові рішення не матимуть успіху, якщо не займатися короткостроковими господарськими операціями, наприклад, по закупкам матеріальних ресурсів і збуту готової продукції. Самі ж оборотні активи мають подвійну економічну природу: з одного боку, вони являють собою значну частину майна підприємства, втіленого в матеріально-виробничих запасах, незакінчених розрахунках, залишки грошових коштів та короткострокових фінансових вкладеннях, з іншого – це частина капіталу (пасивів), що забезпечують безперервність процесу виробництва і реалізації продукції.

Поняття «оборотний капітал» та «оборотні активи» часто

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

використовуються як синоніми, хоча оборотні активи у процесі виробничої діяльності підприємства споживаються і витрачаються, на відміну від оборотного капіталу, що лише авансується. Але слід зазначити, що на капітал перетворюється не весь обсяг авансованих грошових коштів, а лише той, що забезпечує економічний, соціальний або екологічний ефект. Тому, можна зробити висновок, що оборотні активи й оборотний капітал це дві категорії, які характеризують одні й ті ж об'єкти: грошові кошти, короткострокові фінансові вкладення, дебіторську заборгованість і запаси.

Розглянемо різні погляди відомих вчених на визначення поняття оборотних активів (табл. 6.5).

Таблиця 6.5

Визначення поняття «оборотних активів»

Автор	Визначення
1	2
НП(С)БО 1 ¹⁷⁸	Оборотні активи – це грошові кошти та їх еквіваленти, що не обмежені у використанні, а також інші активи, призначені для реалізації чи споживання протягом операційного циклу чи протягом дванадцяти місяців з дати балансу.
Слав'юк Р.А. ¹⁷⁹	Оборотні активи – ресурси, які належать підприємству і які напевно буде перетворено на гроші чи використано іншим чином протягом року з дати складання бухгалтерського балансу.
Нашкерська Г.В. ¹⁸⁰	Оборотні активи – це грошові кошти, що вкладені для створення оборотних виробничих фондів та фондів обігу з метою забезпечення безперервного процесу виробництва і реалізації продукції.

¹⁷⁸ Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності»: від 07.02.2013 року № 73 / Міністерство фінансів України, Наказ.

¹⁷⁹ Слав'юк Р.А. Фінанси підприємств: навч. посіб./ Р. А. Слав'юк. – Луцьк: Ред.-вид. відд. «Вежа» Волин. держ. ун-ту ім. Лесі Українки, 2001. – 460с.

¹⁸⁰ Нашкерська Г.В. Фінансовий облік: навч. посіб. / Г.В. Нашкерська. – К.: Кондор, 2005. – 503с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 6.5

1	2
Демченко Т.А. ¹⁸¹	Оборотні активи – це сукупність оборотних фондів і фондів обігу, які використовуються для фінансування поточної господарської діяльності і виражені в грошовій формі.
Ковалев В.В. ¹⁸²	Оборотні активи – це активи, що споживаються у ході виробничого процесу протягом року або звичайного операційного циклу, що перевищує 12 міс. через специфіку технологічного виробництва, і тому такі, що повністю переносять свою вартість виготовленої продукції.
Бланк І.О. ¹⁸³	Оборотні активи – це сукупність майнових цінностей підприємства, що забезпечують поточну виробничо-комерційну діяльність підприємства та, що повністю споживаються у процесі одного виробничого циклу.
Ермасова Н.Б. ¹⁸⁴	Оборотні активи – це засоби, інвестовані підприємством в поточні операції під час кожного операційного циклу.
Усатов І.А. ¹⁸⁵	Оборотні активи – це грошові кошти та мобільні активи, які перетворюються в грошові кошти впродовж одного виробничого циклу, що забезпечує безперервність процесу виробництва, обороту та отримання прибутку.
Брейлі Р., Майерс С. ¹⁸⁶	Оборотні активи – це такі активи, які компанія в найближчому майбутньому збирається перетворити в грошові кошти.

¹⁸¹ Демченко Т.А. Оборотно-активні та їх відображення в бухгалтерському обліку і фінансовій звітності / Т.А. Демченко // Актуальні проблеми економіки. – 2007. – №9. – С.227-231.

¹⁸² Ковалев В. В. Курс финансового менеджмента: учебное пособие / В. В. Ковалев. – М.: ТК Велби, Проспект, 2008. – 448 с.

¹⁸³ Бланк І.А. Фінансовий менеджмент: навч. курс / І.А. Бланк. – К.: Ольга, Ніка-центр, 2004. – 656 с.

¹⁸⁴ Ермасова Н.Б. Финансовый менеджмент: учебное пособие / Н.Б. Ермасова. – М.: Юрайт-Издат, 2007. – 192с.

¹⁸⁵ Усатов И.А. Хозяйственный расчет и контроль рублем в промышленности / И.А. Усатов. – М.: «Финансы», 1968. – 232 с.

¹⁸⁶ Брейли Р. Принципы корпоративных финансов: учебное пособие / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес, 1997. – 1088 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 6.5

1	2
Русак Н.А. ¹⁸⁷	Оборотні активи – це мобільні активи підприємства, що є грошовими коштами або можуть бути перетворені в них протягом року або одного виробничого циклу.
Зві Боді, Роберт Мертон ¹⁸⁸	Оборотні активи – це суми грошових коштів компанії та всі інші статті балансу, які протягом року передбачається перетворити в гроші.
Кірейцев Г.Г. ¹⁸⁹	Оборотні активи – це сукупність коштів, авансованих в оборотні виробничі фонди і фонди обігу для забезпечення безперервності процесу виробництва та реалізації продукції.

На основі наведеної вище інформації можна навести узагальнене визначення категорії «**оборотні активи**». За економічною сутністю під оборотними активами слід розуміти сукупність матеріальних цінностей, що використовуються у виробничому процесі, перетворюються на грошові кошти та переносять свою вартість на готову продукцію, протягом одного операційного циклу.

З позиції бухгалтерського обліку оборотними активами визнають активи, які можуть бути звернені в готівку протягом одного року. Оборотні кошти - це грошові кошти, вкладені в оборотні активи. Для оборотних коштів як частини авансованого капіталу характерні наступні *особливості*:

- вони повинні бути вкладені заздалегідь, тобто авансованими до отримання доходу (виручки від продажу товарів);
- оборотні кошти як найбільш ліквідних ресурсів не витрачають і не споживають, але їх постійно поновлюють у господарському обороті;

¹⁸⁷ Русак Н.А. Финансовый анализ субъекта хозяйствования: справ. Пособие / Н.А. Русак, В.А. Русак. – Мн.: Вышш. шк., 1997. – 309 с.

¹⁸⁸ Боді З. Финансы: учебное пособие / З. Боді, Р. Мертон. – М.: Вильямс, 2007. – 592 с.

¹⁸⁹ Кірейцев Г.Г. Финанси підприємств: навч. посіб. / Г.Г. Кірейцев – К.: ЦУЛ, 2002. – 268 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

– абсолютна потреба в оборотних засобах залежить від обсягу і спрямованості господарської діяльності, умов постачання і збуту, тривалості процесу виробництва і тому повинна регулюватися фінансовою службою підприємства.

Класифікація оборотних коштів підприємств може бути розглянута за наступними напрямками:

1) в залежності від обслуговування сфери виробництва і сфери обігу оборотні кошти поділяються на кошти, авансовані в оборотні виробничі фонди, та оборотні кошти в фондах обігу;

2) з урахуванням особливостей планування, господарювання і принципів організації оборотні кошти поділяються на плановані (нормовані) і неплановані;

3) за джерелами формування оборотних коштів – на власні, позикові та залучені.

За рахунок власних джерел покривається дійсна потреба підприємств у грошових ресурсах, що забезпечують безперервність процесу виробництва і збуту продукції протягом усього року, а за рахунок позикових і залучених джерел – додаткова потреба для створення сезонних запасів матеріальних цінностей, покриття витрат в процесі виробництва, а також коливань ринкової кон'юнктури (платоспроможного попиту покупців).

Високої мобільності кошти підприємств досягають у сфері обігу, де функціонують короткострокові активи. Їх формують, як правило, за рахунок власних джерел. Короткострокові кредити організаціям надаються на комерційній основі шляхом укладення з банками кредитних договорів на умовах цільового використання, забезпеченості, терміновості і платності - в межах кредитних ресурсів, мобілізованих на місцях, а також придбаних у інших банків. Таким чином, підприємствам надано право маневрувати оборотними коштами протягом року;

4) за ліквідністю оборотні кошти поділяються на кошти, авансовані в:

– найбільш ліквідні активи – грошові кошти (каса, розрахунковий, валютний, поточний та інші грошові рахунки), тобто активи, які не потребують реалізації і представляють

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

собою готові засоби платежу;

– швидко реалізовані активи – дебіторська заборгованість;

– повільно реалізовані активи – виробничі запаси і витрати;

5) за характером фінансових джерел формування виділяють валові, чисті та власні оборотні активи. Валові оборотні активи характеризують загальний їх обсяг, сформований за рахунок як власного, так і позикового капіталу. Чисті оборотні активи характеризують ту частину їх обсягу, що сформована за рахунок власного і довгострокового позикового капіталу. Суму чистих оборотних активів розраховують за такою формулою:

$$ЧОА = ОА - КФЗ, \quad (5.2)$$

де $ЧОА$ – сума чистих оборотних активів підприємства;

$ОА - КФЗ$ – сума валових оборотних активів підприємства;

$КФЗ$ – короткострокові поточні фінансові зобов'язання підприємства.

Власні оборотні активи характеризують ту їх частину, що сформована за рахунок власного капіталу підприємства. Суму власних оборотних активів підприємства розраховують за формулою:

$$ВОА = ОА - ДПК - КФЗ, \quad (5.3)$$

де $ВОА$ – сума власних оборотних активів підприємства;

$ОА$ – сума валових оборотних активів підприємства;

$ДПК$ – довгостроковий позиковий капітал, інвестований в оборотні активи підприємства;

$КФЗ$ – короткострокові (поточні) фінансові зобов'язання підприємства.

Якщо підприємство не використовує довгостроковий

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

позиковий капітал для фінансування оборотних коштів, то суми власних і чистих оборотних активів співпадають;

б) за періодом функціонування оборотні активи поділяються наступним чином:

– постійна частина оборотних активів представляє собою незнижувальний мінімум оборотних активів, необхідний підприємству для здійснення операційної діяльності;

– змінна частина оборотних активів, що пов'язана із сезонним зростанням обсягу виробництва і реалізацією продукції, необхідністю формування в окремі періоди господарської діяльності підприємства запасів товарно-матеріальних цінностей сезонного збереження, дострокового завезення та цільового призначення. У складі даного виду оборотних активів виділяють максимальну і середню їх частини.

Необхідність виділення з оборотних коштів планованих (нормованих) і непланованих (ненормовані) впливало з вимоги комерційного розрахунку господарювання в умовах адміністративно-командної системи: досягнення найбільших результатів при найменших витратах. У даному випадку шляхом встановлення оптимальної потреби по окремих статтях оборотних коштів підприємством ставиться завдання з мінімальними запасами сировини, матеріалів, палива, незавершеного виробництва, готових виробів забезпечити безперервність і ефективність виробництва, необхідну якість продукції робіт.

При неефективному використанні оборотних коштів фінансовий стан корпорації погіршується, що безпосередньо позначається на її платоспроможності та ліквідності балансу і в підсумку призводить до неспроможності в подальшому існуванні (банкрутства). Тому одним із важливих завдань фінансового менеджменту на підприємствах є формування ефективної політики управління оборотними активами підприємства.

Політика управління оборотними активами важлива насамперед з позиції забезпечення безперервності й ефективності поточної діяльності підприємства.

Управління виробничим процесом і оборотними

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

активами на підприємстві належить до завдань, які вирішують менеджери-економісти.

Оскільки процеси виробництва та реалізації продукції супроводжуються рухом фінансових ресурсів, активну участь у вирішенні завдань, пов'язаних з управлінням оборотними активами підприємства беруть фінансові менеджери.

До найважливіших із таких завдань належать:

- визначення оптимального обсягу та структури оборотних активів;
- мінімізація витрат на фінансування та підтримку певного їх обсягу
- управління чистим оборотним капіталом підприємства;
- забезпечення ліквідності та платоспроможності;
- формування оптимального обсягу товарно-матеріальних запасів;
- управління дебіторською заборгованістю;
- управління грошовими коштами тощо.

Послідовність розробки і реалізації політики управління оборотними активами така:

- аналіз оборотних активів підприємства у попередньому періоді;
- моделювання величини оборотних активів і факторів, що її визначають;
- розрахунок планової потреби в оборотних активах;
- вибір стратегії їх фінансування;
- визначення політики комплексного оперативного управління;
- оборотними активами і поточними зобов'язаннями;
- пошук напрямків прискорення оборотності оборотних активів.

Сучасний період розвитку економіки України характеризується втратою багатьма підприємствами значної частини власних оборотних коштів. Найважливішими причинами, які генерують цей процес, є висока інфляція, знецінювання майбутніх доходів і відсутність джерел поповнення оборотних коштів. Інфляційний ефект втрати оборотних коштів

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

виникає з двох причин: через запізнювання наступних витрат щодо одержуваних доходів і витрат на формування запасів; через інфляційного зростання прибутку, вагому частину якої вилучають у вигляді податків в бюджетний фонд.

Якщо інфляція носить помірний характер (менше 10% в рік), тобто вона передбачувана, то можна з достатнім ступенем точності передбачити її вплив на величину оборотних коштів. У зв'язку з цим концепція управління оборотними засобами (активами) зводиться до забезпечення підприємства мінімальним, але достатнім обсягом грошових ресурсів для підтримки його постійної платоспроможності.

Вона включає в себе наступні елементи:

- облік усіх складових оборотних коштів на кожну звітну дату;
- аналіз стану і причин, в силу яких виникла незабезпеченість компанії грошовими коштами;
- впровадження в практику роботи економічних служб сучасних методів управління оборотними коштами, заснованих на комп'ютерних технологіях;
- оперативний контроль за станом їх найважливіших елементів у процесі виробничо-комерційної діяльності.

Виробничо-комерційна діяльності характеризується повним циклом обороту оборотних активів, які в свою чергу характеризують час руху коштів підприємства, вкладених в ці активи, і залежить від тривалості процесу виробництва і реалізації продукції.

Алгоритм руху оборотних активів наступний:

$$Д \rightarrow МПЗ \rightarrow НЗВ \rightarrow ДП \rightarrow Д', \quad (5.4)$$

де $Д'$ – грошові кошти, авансовані в оборотні активи;

$МПЗ$ – матеріально-виробничі запаси;

$НЗВ$ – незавершене виробництво;

$ДП$ – готова продукція на складі і у відвантаженні;

$Д'$ – виручка від продажів.

Виручка від продажів розраховується за формулою:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

$$D' = D + \Delta D, \quad (5.5)$$

де ΔD – зміна величини оборотних активів.

При $\Delta D < 0$ – підприємство є збитковим, при $\Delta D > 0$ – оборотні активи збільшуються на суму прибутку.

Для нормальної діяльності підприємства оборотні активи повинні перебувати на всіх стадіях виробничого циклу і у всіх формах (грошової, продуктивної і товарної). Відсутність будь-якого з елементів на одній із стадій призводить до зупинки виробництва.

Тривалість виробничого (операційного) циклу ($ПЦ$) визначають за формулою:

$$ПЦ = ПО_з + ПД_з, \quad (5.6)$$

де $ПО_з$ – період оборотності запасів, дні;

$ПД_з$ – період оборотності дебіторської заборгованості, дні.

Період оборотності запасів становить час виробничого процесу ($ПП$):

$$ПП = ПО_M + ПО_{НЗП} + ПО_{ГП}, \quad (5.7)$$

де $ПО_M$ – період оборотності матеріалів, дні;

$ПО_{НЗП}$ – період оборотності незавершеного виробництва, дні;

$ПО_{ГП}$ – період оборотності готової продукції на складі, дні.

Розрив між платежами за своїми зобов'язаннями і отриманням грошових коштів від покупців відображає фінансовий цикл (ФЦ), протягом якого вони відвернені з обороту підприємства:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

$$\PhiЦ = ПЦ - ПО_{КЗ}, \quad (5.8)$$

де $ПО_{КЗ}$ – період оборотності (погашення) кредиторської заборгованості (дні). Якщо $ПО_{КЗ} \geq ПЦ$, то фінансовий цикл відсутній.

Зниження виробничого і фінансового циклів у динаміці – позитивна тенденція. Таке скорочення може бути досягнуто за рахунок:

- зниження рівня матеріально-виробничих запасів;
- прискорення виробничого процесу;
- прискорення оборотності дебіторської заборгованості;
- уповільнення терміну погашення кредиторської заборгованості, що створює для організації додаткове джерело фінансування оборотних активів.

На практиці розглядають склад і структуру оборотних активів. Склад даних активів – це сукупність складових їх елементів, в числі яких виділяють дві групи статей:

1) оборотні активи у сфері виробництва – матеріально-виробничі запаси, незавершене виробництво, витрати майбутніх періодів;

2) оборотні активи у сфері обігу – готова продукція на складі і у відвантаженні, розрахунки з дебіторами, короткострокові фінансові вкладення, грошові кошти.

Структура оборотних активів показує питому вагу кожної статті у їх загальному обсязі. Вона складається під впливом ряду факторів:

1) виробничих – складу і структури витрат на виробництва, його типу, характеру продукції, тривалості технологічного процесу та ін.;

2) особливостей закупівель матеріальних ресурсів – періодичності, регулярності і комплектності поставок, виду транспорту, питомої ваги комплектуючих виробів в обсязі споживання та ін.;

3) форм розрахунків із споживачами товарів (послуг) і постачальниками матеріальних ресурсів;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

4) попиту на продукцію даного підприємства-виробника, який впливає на обсяг готової продукції і дебіторської заборгованості;

5) прийнятої облікової політики.

Рекомендовані значення запасів повинні становити 60-65%; дебіторської заборгованості – 20-25%; грошових активів – 20-10%.

Незважаючи на те що частка оборотних активів в активах підприємства значною мірою визначається його галузевою належністю (близько 40-50% активів промислових підприємств є оборотними активами), основну увагу при управлінні оборотним капіталом зосереджують на формуванні оптимальних для підприємства обсягу та структури оборотних активів. Обсяг оборотних активів має бути достатнім для забезпечення в довгостроковому періоді стабільної виробничої та фінансової діяльності підприємства. Крім того, він повинен бути оптимальним у контексті управління поточною діяльністю підприємства, тобто забезпечувати ліквідність та платоспроможність господарюючого суб'єкта на належному рівні.

Оскільки фінансові зобов'язання оплачуються грошима, які надходять на розрахунковий рахунок, то найбільш ліквідний елемент оборотних активів – це готівкові грошові кошти. Фінансистам компаній необхідно забезпечувати достатній обсяг готівки до моменту настання платежів за зобов'язаннями держави, персоналу та контрагентам. Управління готівковою грошовими коштами переслідує три головні цілі: збільшення швидкості надходження готівки; зниження часу для здійснення платежів; підвищення віддачі від вкладених грошей.

У процесі управління оборотними активами при визначенні потреби в оборотному капіталі фінансовий менеджер насамперед аналізує структуру, оборотність, ліквідність оборотних активів, а також забезпеченість оборотним і чистим оборотним капіталом підприємства. Аналізуючи усереднені та максимальні значення таких показників на інших підприємствах галузі, а також враховуючи політику підприємства щодо фінансування оборотного капіталу, менеджер приймає відповідні управлінські рішення.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Іншими словами, управління оборотним капіталом включає не тільки формування необхідного обсягу оборотних активів, а й визначення структури джерел їх фінансування, що є одним із завдань фінансової та інвестиційної політики підприємства.

Основними напрямками стратегічної роботи підприємства в області управління джерелами оборотних коштів є:

- визначення потреби підприємства в оборотних коштах;
- визначення наявності власних оборотних коштів і приведення їх обсягів до оптимального значення;
- вживання заходів щодо прискореного повернення підприємству сум дебіторської заборгованості;
- припинення виконання робіт для неплатоспроможних замовників;
- визначення оптимального обсягу виробництва продукції з урахуванням рівня беззбитковості виробництва;
- скорочення управлінських та усунення непродуктивних витрат;
- впровадження прогресивних методів управління виробництвом;
- поступове збільшення обсягу статутного капіталу підприємства для фінансування власних оборотних коштів.
- обґрунтоване встановлення норм і нормативів праці;
- встановлення прямих постійних взаємозв'язків з постачальниками;
- зменшення вартості застосовуваних у виробництві сировини і матеріалів на основі придбання їх за оптовими цінами чи заміни дешевшими аналогами;
- економія на нормах витрат сировини і матеріалів завдяки впровадженню прогресивних технологій у виробництво;
- вторинне використання відходів у виробництві;
- уніфікація рецептури виробництва продукції;
- інтенсифікація виробничих процесів (скорочення тривалості виробничого циклу);
- перехід до безперервного здійснення виробничих

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

процесів;

- прискорення обробки партій постачання матеріальних ресурсів;

- прискорення процесів збуту продукції при застосуванні прогресивних маркетингових технологій.

У сучасних умовах корпораціям надана широка самостійність у маневруванні обіговими коштами. Їм надано право визначати планову потребу в оборотних коштах і маневрувати ними протягом року. Корпорації також вправі реалізувати невикористані матеріальні цінності іншим корпораціям за ринковими цінами. Результат від реалізації враховують у складі бухгалтерської прибутку (прибутку до оподаткування).

У розпорядженні корпорацій залишається також економія, отримана від прискорення оборотності оборотних коштів в якості їх внутрішнього фінансового резерву. За рахунок чистого прибутку (після оподаткування), виходячи з установчих документів, можна формувати резервний капітал, призначений для покриття збитків і непередбачених втрат. Щоб вижити в ринковому середовищі, кожна корпорація зобов'язана забезпечувати ефективне використання і прискорення оборотності оборотних коштів, підтримувати на достатньому рівні свою платоспроможність і ліквідність балансу.

У процесі визначення необхідного обсягу оборотних активів підприємства можуть бути реалізовані різні стратегії інвестування, серед яких граничними є так звані «сильна» та «слабка» стратегії.

При «сильній» стратегії інвестування підприємство підтримує необхідний обсяг реалізації за рахунок мінімального обсягу оборотних активів. Реалізація такої стратегії пов'язана, з одного боку, зі зростанням прибутковості та ефективності використання оборотних засобів, а з другого – зі зростанням ризику можливих втрат внаслідок нестачі грошових коштів або товарно-матеріальних запасів для забезпечення неперервного й стабільного виробничого процесу. Така політика інвестування оборотних активів може використовуватись і приносити значну вигоду лише в умовах стабільного ринку та за наявності на

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

підприємстві висококваліфікованих менеджерів з управління оборотним капіталом.

«Слабка» стратегія інвестування характеризується високим рівнем оборотного капіталу, яким підприємство підтримує визначений обсяг реалізації. Основними результатами реалізації такої стратегії є наявність у підприємства достатнього для стабільної виробничої діяльності обсягу оборотного капіталу й зниження рентабельності виробничого процесу внаслідок неефективного використання ресурсів. Як правило, до такої політики інвестування оборотних активів фінансові менеджери вдаються у разі нестабільної роботи постачальників, зростання цін на сировину та матеріали, а також при можливих непередбачуваних змінах на ринках збуту продукції та в розрахунках з іншими суб'єктами ринку.

Згідно іншого підходу виділяють три варіанти політики формування оборотних активів організації – консервативна, помірна і агресивна.

Основні характеристики кожного з трьох варіантів можна представити у вигляді табл. 6.6.

Таблиця 6.6

Характеристика варіантів політики формування оборотних активів організації

Політика	Реалізація на практиці	Співвідношення дохідності та ризику
1	2	3
Запаси		
Консервативна	Формування завищеного обсягу страхових і резервних запасів на випадок перебоїв з поставками	Великі втрати на зберіганні запасів і відволікання коштів з обороту, як наслідок, зниження прибутковості.
Помірна	Формування резервів на випадок типових збоїв	Середня прибутковість. Середній ризик
Агресивна	Мінімум запасів	Максимальна прибутковість, але найменші збої загрожують зупинкою (затримкою) виробництва

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Продовження таблиці 6.6

1	2	3
Дебіторська заборгованість		
Консервативна	Тверда політика надання кредиту та інкасації заборгованості, мінімальна відстрочка платежу, робота тільки з надійними клієнтами	Мінімальні втрати від освіти безнадійної заборгованості і затримки оплати, але рівень продажів і конкурентоспроможність невеликі
Помірна	Надання середньострокових (стандартних) умов поставки та оплати	Середня прибутковість. Середній ризик
Агресивна	Велика відстрочка, гнучка політика кредитування	Великий обсяг продажів за цінами вище середньоринкових, але також висока ймовірність появи простроченої дебіторської заборгованості
Грошові кошти		
Консервативна	Зберігання великого страхового залишку грошових коштів на рахунках	Можливість вчасно здійснювати плановані платежі навіть при тимчасових проблемах з інкасацією може привести до їх знецінення
Помірна	Формування порівняно невеликих страхових резервів, інвестування тільки в самі надійні цінні папери	Середня прибутковість. Середній ризик
Агресивна	Зберігання мінімального залишку грошових коштів, їх вкладення у високоліквідні цінні папери	Організація ризикує не розплатитися за строковими

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Кожному типу управління оборотними активами повинна відповідати певна політика їх фінансування, тобто управління короткостроковими зобов'язаннями (пасивами). Ознакою агресивної політики управління короткостроковими пасивами служить значний (більше 50%) обсяг короткострокових кредитів і позик у загальній сумі пасивів. При такій політиці у корпорації може вирости ефект фінансового важеля (левериджу) до 30-50% рентабельності активів.

Однак збільшаться і постійні витрати за рахунок процентних платежів позикодавцям (банкам). У результаті підвищиться і сила впливу операційного важеля (маржинальний дохід, поділений на операційний прибуток), що може свідчити про зростання не тільки фінансового, але й підприємницького ризику, пов'язаного з даною корпорацією.

Ознакою консервативної політики управління короткостроковими зобов'язаннями служить відсутність або низька питома вага (не більше 30-35%) короткострокових кредитів і позик у валюті пасиву балансу.

Ознакою поміркованої політики є вага короткострокових кредитів і позик у валюті пасиву балансу в межах 35-45%.

Слід зазначити, що при консервативній політиці управління оборотними активами їй може відповідати помірний або консервативний тип управління короткостроковими зобов'язаннями. Поміркованій політиці управління оборотними активами може відповідати будь-який тип управління короткостроковими пасивами. Нарешті, агресивній політиці управління оборотними активами може відповідати агресивний або помірний тип управління короткостроковими зобов'язаннями, але не консервативний.

Таким чином, вибір відповідних джерел фінансування для проведення політики управління оборотними активами підприємства визначає в кінцевому рахунку співвідношення параметрів ефективності використання оборотного капіталу і рівня ризику, що впливає на його фінансову стійкість і платоспроможність.

Аналіз стану оборотних активів, їх окремих елементів (запасів, дебіторської заборгованості, грошових коштів та короткострокових фінансових вкладень), а також показників

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

оборотності дозволяє:

- підвищити ефективність використання грошових ресурсів протягом поточної (операційної) діяльності підприємства;

- встановити ліквідність балансу, тобто потенційну можливість своєчасно погасити найбільш термінові зобов'язання;

- визначити, у що вкладати чистий оборотний капітал (власні оборотні кошти) протягом фінансового циклу – для оцінки надлишку або нестачі окремих елементів оборотних коштів.

Для характеристики ефективності використання оборотних коштів на підприємстві застосовують такі показники:

1. Коефіцієнт оборотності обігових коштів (*КОБ*) характеризує кількість оборотів оборотних коштів за визначений період і розраховується за формулою:

$$КОБ = РП / ОЗС , \quad (5.9)$$

де *РП* – обсяг реалізованої продукції, грн;

ОЗС – середній залишок оборотних коштів у визначеному періоді, грн.

Середній залишок оборотних коштів визначається як середньозважена величина суми оборотних коштів на початок і на кінець звітного періоду. На практиці для обчислення середніх залишків оборотних коштів підприємства зазвичай використовують зведений баланс підприємства за визначений період.

Коефіцієнт оборотності (кількість оборотів) розраховується діленням вартості реалізованої продукції за діючими оптовими цінами за певний період на середній залишок оборотних коштів за той самий період. Показник, що є оберненим стосовно коефіцієнта оборотності, заведено називати коефіцієнтом завантаження. Він показує, скільки оборотних коштів (у частках одиниці) припадає на кожну грошову одиницю реалізованої продукції. Тривалість одного обороту в днях (або швидкість обороту) оборотних коштів визначається як

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

співвідношення кількості днів у розрахунковому періоді (для кварталу – 90 днів, року – 360 днів) і коефіцієнта оборотності за той самий період. Для характеристики економічної ефективності використання оборотних коштів може застосовуватися показник їхньої рентабельності, обчислюваний як відношення прибутку підприємства до суми його оборотних коштів.

Унаслідок прискорення оборотності фінансових (грошових) коштів зменшується потреба в них, відбувається процес вивільнення цих коштів з обороту. Розрізняють абсолютне (зменшення потрібної суми коштів) та відносне (реалізація більшої кількості продукції за фіксованої суми коштів завдяки поліпшенню їхнього використання) вивільнення грошових коштів з обороту.

2. Зворотним до коефіцієнта оборотності обігових коштів є коефіцієнт закріплення оборотних коштів ($KЗ$), який показує частку оборотних коштів у кожній грошовій одиниці реалізованої продукції і визначається за формулою:

$$KЗ = 1 / КОБ . \quad (5.10)$$

3. Швидкість або тривалість одного обороту обігових коштів в днях (T) визначається за формулою:

$$T = ТК / КОБ , \quad (5.11)$$

де $TК$ – кількість днів в аналізованому періоді.

Показники оцінки ефективності використання оборотних коштів можна розраховувати за всією сукупністю оборотних коштів і за їх окремими елементами.

Слід усвідомити, що прискорення оборотності коштів супроводжується додатковим залученням засобів в оборот. Уповільнення оборотності супроводжується відволіканням засобів з господарського обороту, їх більш тривалим осіданням у виробничих запасах, незавершеному виробництві, готовій продукції.

До зовнішніх факторів оборотності слід віднести загальну економічну ситуацію в країні, платоспроможність

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

основних контрагентів, наявність стійких взаємин з ними. Відсутність налагоджених господарських зв'язків з постачальниками і покупцями призводить до вимушеного накопичення запасів, значно уповільнює процес обороту коштів.

До внутрішніх факторів відносять особливості операційного циклу організації, наявність стратегії управління оборотними активами, включаючи цінову політику, використовувані методи оцінки товарно-матеріальних запасів, кредитну політику, що дає більшу або меншу свободу впливу на тривалість обороту коштів.

Разом з обчисленням вказаних показників слід пам'ятати, що загальними джерелами економії матеріальних ресурсів є:

- зменшення питомих витрат матеріалів;
- зменшення ваги (маси) виробів;
- зменшення втрат і відходів матеріальних ресурсів;
- використання відходів і побічних продуктів;
- заміна натуральної сировини і матеріалів штучними;
- підвищення якості матеріальних ресурсів тощо.

У процесі реалізації будь-якої політики управління оборотним капіталом підприємства повинні намагатись прискорити оборотність оборотних активів з тим, щоб вивільнити частину оборотних коштів та поліпшити ефективність їх використання. Прискорення оборотності може відбуватися на всіх стадіях кругообігу:

– *на стадії формування запасів* – за рахунок визначення зайвих запасів та їх ліквідації, оптимального вибору постачальників і поліпшення організації постачання;

– *на стадії виробництва* – за рахунок впровадження нових технологій та підвищення ефективності праці, що сприятиме скороченню виробничого циклу без зниження якості продукції, яку виробляють;

– *на стадії реалізації продукції* – за рахунок раціональної організації збуту, що, зокрема, забезпечується формуванням і реалізацією ефективної кредитної політики.

Підвищення оборотності обігових коштів дає змогу збільшити обсяги виробництва й реалізації продукції без

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

залучення додаткових фінансових ресурсів. При визначенні потреби в оборотному капіталі та реалізації тієї чи іншої політики інвестування оборотних активів потрібно також враховувати стан економіки в цілому. Підприємства, які організовують свою діяльність в умовах перехідної економіки, як правило, підтримують значний рівень оборотного капіталу, зокрема товарно-матеріальних запасів, що обумовлено необхідністю забезпечувати в умовах нестабільного ринку неперервність та рентабельність виробничого процесу. При низькому рівні оборотного капіталу підприємство може не мати достатнього рівня прибутку в результаті нестачі оборотних коштів і втрати ліквідності. Зростання рівня оборотного капіталу до деякої величини забезпечує неперервний і стабільний виробничий процес за рахунок оптимальних для даного підприємства обсягу товарно-матеріальних запасів, залишку грошових коштів на рахунку та необхідного в конкретних умовах обсягу дебіторської заборгованості. В результаті ефективного використання ресурсів прибуток досягає максимальної величини. Подальше нарощення обсягу оборотних активів приводить до виникнення надлишкових товарно-матеріальних запасів, невиправданої дебіторської заборгованості, неефективного використання грошових коштів, що негативно впливає на ефективність усієї виробничо-господарської діяльності підприємства та призводить до зниження прибутку.

Отже, компроміс між ризиком втрати ліквідності при низькому рівні оборотного капіталу та зниженням ефективності виробничо-господарської діяльності корпорації внаслідок зростання обсягу оборотних активів може забезпечити розробка й реалізація ефективної політики управління оборотним капіталом.

5.5. Оцінка доцільності вкладення коштів корпорації в інвестиційні проекти

Оцінка ефективності інвестиційних проектів є одним з найбільш важливих етапів в процесі управління інвестиціями. Тому, наскільки якісно виконана така оцінка, залежить

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

правильність ухвалення остаточного рішення.

Під інвестиційним проектом слід розуміти сферу діяльності по створенню або зміні технічної, економічної або соціальної систем, а також розробку нової структури управління або програми науково-дослідних робіт.

Критеріями для обґрунтування (визначення) придатності (ефективності) інвестиційного проекту можуть бути: прибуток, прибутковість, частка ринку, якість продукції, беззбитковість. Вкрай важливо при цьому розрахувати і простежити напрямки потоку грошей: капітальні витрати на викуп землі і підготовку місця, будівництво будинків і споруджень, придбання (проектування, виготовлення) устаткування і машин, навчання фахівців; поточні витрати – сировина і матеріали, паливо й енергія, праця; дохідні статті економія витрат, роялті, урядові позики.

Інвестиційні проекти можуть бути оцінені різними способами, але, очевидно, при кожному з них (крім екологічних, соціальних і деяких інших) важливо знати рівень доходу, що забезпечать інвестиції і який розмір додаткового прибутку вони принесуть. У довгостроковому плані, коли за його основу приймається життєвий цикл продукції (товару), відповідь на них може дати однакові результати, у короткостроковому – можливі значні розходження. Це зв'язано з тим, що коли ведеться нове будівництво, здобувається нове обладнання чи розробляється нова продукція, витрата коштів перевищує їх надходження.

Критерії, використовувані для оцінки проекту, повинні відображати головні аспекти й умови його реалізації. При всім їхньому різноманітті їх можна об'єднати в наступні групи:

- фінансово-економічні;
- нормативні;
- забезпеченості ресурсами.

До фінансово-економічної відносять традиційний їхній набір для ухвалення рішення щодо будь-якого проекту. Це можуть бути і звичайні фінансово-економічні показники, обумовлені в бізнес-плані, – вартість проекту, чиста поточна вартість, прибуток і рентабельність (віддача інвестицій), внутрішній коефіцієнт ефективності, період окупності тощо.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

До числа нормативних критеріїв відносять: правові (норми національного і міжнародного права); вимоги стандартів, конвенцій; екологічні вимоги; патентоспроможність і інші умови дотримання прав інтелектуальної власності.

Недотримання кожного з них може зробити ефективний проект нездійсненним.

Ресурсні критерії також визначають потенційну можливість здійснення проекту і включають наступні їхні групи: науково-технічні ресурси (наявність необхідного науково-технічного заділу, фахівців відповідного профілю і кваліфікації й ін.), виробничі (наявність потужностей для виробництва даного продукту), технологічні альтернативи (варто оцінити існуючі конкуруючі технології), обсяги і джерела фінансових ресурсів.

Варто мати на увазі, що окремі інвестиційні проекти (напряму інноваційної діяльності) можуть оцінюватися також і з позицій прийнятності прогнозованих термінів досягнення тих чи інших результатів – завершення проектування, вихід на ринок і закріплення на ньому, досягнення наміченої прибутковості (рентабельності), окупності інвестицій.

Визначений інтерес представляє і розрахунок ефекту від прискорення виконання науково-дослідних і дослідно-конструкторських робіт, тому що, з одного боку, прискорення процесу досліджень і розробок (проектування, конструювання, будівництва) вимагає значних витрат на цій стадії реалізації проекту, з іншого боку – виникають можливості більш раннього виходу на ринок з новим ефективним продуктом (товаром, виробом), у виробництві якого фірма буде, хоча б і на якомусь не тривалому проміжку часу, монополістом. Кожен потенційний проект повинний оцінюватися і на його відповідність політичним і соціальним умовам у країні з обліком їхніх можливих змін.

В процесі здійснення оцінки ефективності для отримання об'єктивних результатів необхідно враховувати наступні моменти:

– оцінка ефективності інвестиційних проектів повинна здійснюватися на основі зіставлення об'єму інвестиційних витрат, а також сум планованого прибутку і

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

термінів окупності інвестованого капіталу;

- оцінка об'єму інвестиційних витрат повинна охоплювати всі використовувані ресурси, задіяні при реалізації проекту;

- оцінка окупності засобів, що інвестуються, повинна здійснюватися на основі показника чистого грошового потоку, який формується за рахунок сум чистого прибутку і амортизаційних відрахувань в процесі експлуатації інвестиційного проекту;

- в процесі оцінки суми інвестиційних витрат і чистого грошового потоку повинні бути приведені до справжньої вартості за допомогою дисконтної ставки, яка повинна бути диференційована для різних інвестиційних проектів.

Ефективність інвестованого капіталу, оцінюється шляхом порівняння грошового потоку (cash flow), який формується в процесі експлуатації інвестиційного проекту і початкової інвестиції. Проект визнають прибутковим, якщо забезпечується повернення всіх інвестицій при прийнятній для всіх інвесторів нормі прибутковості¹⁹⁰.

Обов'язковим є приведення до справжньої вартості, як інвестованого капіталу, так і суми грошового потоку. Приведення здійснюється диференційовано по кожному етапу подальшого інвестування.

Процес дисконтування всіх грошових відтоків і приток здійснюється по дисконтних ставках, які вибираються залежно від особливостей інвестиційного проекту.

Для розрахунку показника ефективності інвестицій як ставки відсотка, яка вибирається для дисконтування, можуть бути використані:

- середньозважена вартість капіталу;
- середня депозитна або кредитна ставка;
- індивідуальна норма прибутковості;
- рівень ризиків та ліквідності інвестицій тощо.

Залежно від основних принципів оцінювання

¹⁹⁰ Грідчина М.В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): навч. посіб. – 2-ге вид., стереотип / М.В. Грідчина. – К.: МАУП, 2002. – 232 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

ефективності інвестиційних проектів використовується ряд методів, які умовно можна поділити на такі, в яких використовується дисконтування, і такі, в яких дисконтування не використовується.

До методів, в яких використовується дисконтування відносять:

- метод розрахунку чистого приведенного доходу (*NPV*);
- метод визначення індексу рентабельності інвестицій (*PI*);
- метод визначення внутрішньої норми прибутковості інвестицій (*IRR*).

До методів, які не передбачають використання концепції дисконтування відносять:

- метод визначення терміну окупності інвестицій (*PP*);
- метод визначення середньої норми прибули на інвестиції (*ARR*).

Далі детальніше зупинимося на їх розгляді.

1. *Метод розрахунку чистого приведенного доходу (NPV)*. Це метод аналізу інвестицій, який базується на визначенні величини, отриманої шляхом дисконтування різниці між річними відтоками і притоками реальних грошей, які накопичуються впродовж всього життя проекту.

Розрахунок чистого приведенного доходу (*NPV*) визначається по такій формулі:

$$NPV = \frac{\sum P_n}{(1+r)^n} - IC, \quad (5.12)$$

де P_n – річні грошові поступлення впродовж n років;

r – дисконтна ставка;

IC – стартові інвестиції;

n – термін реалізації проекту.

У випадку: якщо $NPV > 0$, проект слід приймати до

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

реалізації; якщо $NPV < 0$, проект слід відхилити, оскільки він збитковий; якщо $NPV = 0$, проект не є прибутковим і не є збитковим (ситуація невизначеності).

2. *Метод визначення індексу рентабельності інвестицій* (PI), який є продовженням попереднього. Проте, на відміну від показника NPV , показник PI - це відносна величина, яка характеризує рівень прибутковості інвестицій і визначається по такій формулі:

$$PI = \frac{\sum P_n}{(1+r)^n} \div IC \quad (5.13)$$

У випадку: якщо $PI > 1$, то проект прибутковий, його варто прийняти; якщо $PI < 1$, то проект збитковий, його варто відхилити; якщо $PI = 1$, то прибутковість інвестицій точно відповідає нормативу рентабельності (проект не є прибутковим і не є збитковим)

3. *Метод визначення внутрішньої норми прибутковості* – метод ставки дисконту, використання якого забезпечує рівність поточної вартості очікуваних грошових відтоків і грошових надходжень. Показник внутрішньої норми прибутковості (IRR) характеризує максимально допустимий відносний рівень витрат, які мають місце при реалізації інвестиційного проекту, та відображує верхню межу процентної ставки, за якою фірма може окупити вкладені в проект кошти.

Практичне застосування цього методу зводиться до того, що в процесі аналізу вибирається два значення ставки дисконту $r_1 < r_2$ так, щоб в інтервалі (r_1, r_2) функція NPV змінювала своє значення з «+» на «-» або навпаки. Таким чином, використовують таку формулу:

$$IRR = r_1 + \frac{NPV_{r_1}}{NPV_{r_1} - NPV_{r_2}} * (r_2 - r_1) \quad (5.14)$$

До методів, в яких процес дисконтування може не

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

використовуватися, відносять такі методи.

1. *Метод визначення терміну окупності інвестицій (PP)*.

Термін окупності інвестицій – це тривалість часу, впродовж якого недисконтовані прогнозовані надходження грошових коштів перевищують не дисконтовану суму інвестицій, тобто це число років, необхідних для відшкодування інвестицій

Показник терміну окупності інвестицій можна визначити за такою формулою:

$$PP = IC/D, \quad (5.15)$$

де D – середньорічна сума грошового потоку, яка визначається за формулою:

$$D = \sum P_n \div n. \quad (5.16)$$

2. *Метод визначення середньої норми прибутку на інвестиції (ARR)*.

Суть цього методу зводиться до розрахунку відношення середньої величини прибутку, отриманою з бухгалтерської звітності, до середньої величини інвестицій.

При цьому розрахунок може здійснюватися на основі прибутку (доходу) без урахування виплати податків і відсотків за кредит або прибутку (доходу) після виплати податку, але до виплати відсотків за кредит. Останній метод використовується частішим, оскільки краще характеризує ту вигоду, яку отримують власники підприємства і інвестори.

Величина інвестицій, по відношенню до якої знаходять рентабельність, визначається як середня величина між вартістю активів на початок і кінець розрахункового періоду. Формула розрахунку норми прибутку на інвестиції (ARR) має такий вигляд:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

$$ARR \approx \frac{PN}{\frac{1}{2}(IC - RV)}, \quad (5.17)$$

де PN – середньорічний дохід за інвестиційним проектом;

IC – сума інвестицій;

RV – ліквідаційна вартість інвестиційного проекту.

Основним недоліком цього методу є те, що він не враховує вплив часу на грошові потоки – інвестований капітал порівнюється з прибутком, який отримує підприємство через декілька років.

При зростанні інфляції, реальна вартість очікуваних грошових потоків падає. Якщо інвестор не врахує ризик інфляції, то NPV або IRR можуть бути штучно завищені.

Для того, щоб успішно вирішувати проблеми залучення та реалізації інвестицій, слід застосовувати надійні методи визначення ефективності інвестиційних проектів та інвестиційної діяльності в цілому, проте досі не розроблено чітку систему методичних положень, придатних та зручних для використання на практиці. Так, існуючі методи не можуть повною мірою визначити гнучкість менеджерів, щоб регулювати плани проектів відносно можливих зовнішніх і внутрішніх впливів, і не дають розуміння того, як ці майбутні резерви впливають на ризик проекту протягом часу його існування. Однак, в дослідженнях більшості вчених приділяється значна увага виділенню *методам оцінки інвестиційних проектів*, але не завжди враховується *інвестиційна діяльність в цілому*. Як відомо, інвестиційна діяльність підприємства повинна розпочинатись з розробки інвестиційного проекту. Оцінка інвестиційних проектів представляє собою основну процедуру процесу прийняття інвестиційного рішення. При цьому комплексна оцінка інвестиційних проектів повинна базуватися на адекватному уявленні про оточення проекту. Особливо треба підкреслити, що суспільно значущою вимогою до проекту є його відповідність загальним цілям розвитку підприємства. Детально оцінка

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

інвестиційних проектів охарактеризована в попередньому питанні, щодо оцінки інвестиційної діяльності в цілому, то вона зводиться до системної оцінки ризикованості і прибутковості інвестиційної діяльності підприємства та загальне визначення його фінансової стійкості¹⁹¹.

Додатково також можна вказати що, важливою функцією управління інвестиційною діяльністю підприємства є інвестиційний аналіз.

Інвестиційний аналіз – це процес дослідження інвестиційної активності й ефективності інвестиційної діяльності підприємства з метою виявлення резервів їхнього росту.

Особливості аналізу інвестиційної діяльності:

1. Інвестиційний аналіз пов'язаний з дослідженням інвестиційних процесів у їхньому тісному взаємозв'язку, взаємозалежності й взаємозумовленості. Установлення взаємозв'язку, взаємозалежності й взаємозумовленості – це найбільш важливий момент аналізу.

2. Інвестиційний аналіз пов'язаний з науковим обґрунтуванням інвестиційних проектів й об'єктивною оцінкою їхнього виконання.

3. Інвестиційний аналіз спрямований на виявлення позитивних і негативних факторів, що впливають на інвестиційну активність підприємства, і кількісними вимірами їхнього впливу.

4. Інвестиційний аналіз розкриває тенденції господарського розвитку, з визначенням невикористаних внутрішніх резервів.

5. Інвестиційний аналіз сприяє контролю інвестиційної діяльності, а також прийняттю оптимальних управлінських інвестиційних рішень¹⁹².

Предметом інвестиційного аналізу виступають інвестиції й інвестиційна діяльність підприємства, а також кінцеві результати її здійснення, що складаються під впливом

¹⁹¹ Жуїріков К.К. Корпоративні фінанси: підруч. / К.К. Жуїріков, С.Р. Раїм. – К.: РПК, 2004. – 308 с.

¹⁹² Климаш Н.І. Корпоративні фінанси: навч. посіб. / Н.І. Климаш. – К: НУХТ, 2013. – 86 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

об'єктивних і суб'єктивних факторів, які одержують відображення через систему інвестиційної інформації.

Інвестиційний аналіз ґрунтується на використанні таких основних методів:

1. **Метод індукції.** При використанні методу індукції дослідження інвестиційних процесів починається з одиничного, з окремого господарського факту або ситуації, які в сукупності й представляють інвестиційний процес. Метод індукції використовується для вивчення показників окремого інвестиційного проекту.

2. **Метод дедукції.** При використанні методу дедукції дослідження інвестиційних процесів починається із загального – наприклад, показників інвестиційної діяльності в цілому по підприємству, а потім переходять до показників окремих структурних підрозділів та їхнього значення в загальній системі інвестиційних показників підприємства.

Використання методів індукції й дедукції в інвестиційному аналізі взаємозалежні, що зумовлено нерозривним взаємозв'язком об'єктів аналізу.

Завдання інвестиційного аналізу:

1. Підвищення науково-економічної обґрунтованості інвестиційних планів підприємства.

2. Об'єктивна й всебічна оцінка інвестиційних планів підприємства й показників їхнього виконання.

3. Оцінка динаміки й структури реальних і фінансових інвестицій підприємства.

4. Визначення економічної ефективності інвестиційних проектів і вкладень у цінні папери.

5. Оцінка інвестиційного ризику реальних і фінансових інвестицій підприємства.

6. Виявлення й вимірювання внутрішніх інвестиційних резервів підприємства.

7. Обґрунтування привабливості підприємства для потенційного інвесторі.

Завдання інвестиційного аналізу можуть змінюватися залежно від інвестиційних цілей підприємства й етапу розвитку його інвестиційної діяльності.

Розрізняють кілька видів інвестиційного аналізу за

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

різними класифікаційними ознаками. Залежно від періоду проведення виділяють перспективний, оперативний і ретроспективний аналіз. Перспективний або попередній інвестиційний аналіз полягає у вивченні зовнішніх і внутрішніх умов інвестиційної діяльності до початку її здійснення. Оперативний інвестиційний аналіз проводиться для контролю в процесі здійснення інвестицій. Ретроспективний інвестиційний аналіз здійснюється за підсумками діяльності за звітний період (місяць, квартал, рік).

Залежно від суб'єкта аналізу розрізняють внутрішній і зовнішній інвестиційний аналіз. Внутрішній інвестиційний аналіз проводиться усередині самого підприємства інвестиційними менеджерами з метою контролю ходу інвестиційної діяльності й виявлення внутрішніх резервів зростання її ефективності. Зовнішній інвестиційний аналіз проводиться зовнішніми організаціями, компетентними в проведенні інвестиційного аналізу (податковими органами, аудиторськими фірмами, комерційними банками, зовнішніми експертами), у випадку необхідності проведення такого аналізу.

Залежно від об'єкта аналізу розрізняють повний інвестиційний аналіз, що складається в повному комплексному вивченні інвестиційної діяльності підприємства, і тематичний інвестиційний аналіз, підвидами якого є аналіз ефективності реального інвестування, аналіз ефективності фінансового інвестування, аналіз ризиків інвестиційної діяльності, аналіз структури інвестиційних ресурсів.

Залежно від методу проведення розрізняють наступні види аналізу. Комплексний аналіз – припускає вивчення не тільки інвестиційної діяльності, а й технічних, виробничих, соціальних аспектів діяльності підприємства у взаємозв'язку. Горизонтальний інвестиційний аналіз заснований на вивченні динаміки окремих показників інвестиційної діяльності в часі. Вертикальний інвестиційний аналіз ґрунтується на структурному розкладанні окремих показників інвестиційної діяльності підприємства (інвестицій у цілому, інвестиційних ресурсів, грошових потоків). Порівняльний інвестиційний аналіз заснований на порівнянні фактичних і запланованих показників інвестиційної діяльності, а також на порівнянні показників

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

інвестиційної діяльності підприємства з аналогічними середньогалузевими показниками й показниками конкурентів.

Про періодичність здійснення розрізняють періодичний інвестиційний аналіз – проводиться періодично (річний, квартальний, місячний, декадний, щоденний) і неперіодичний інвестиційний аналіз, проведення якого обґрунтовано необхідністю.

На практиці окремі види інвестиційного аналізу у відособленому вигляді трапляються рідко, найчастіше вони тісно взаємозалежні. Різні види інвестиційного аналізу використовуються для обґрунтування різних управлінських інвестиційних рішень.

Ефективне управління інвестиційною діяльністю передбачає використання фінансового аналізу інвестицій підприємства, який має сприяти отриманню суб'єктом управління необхідної інформації щодо інвестиційної діяльності з метою оцінки її доцільності, правомірності та ефективності.

У комплексній моделі аналізу інвестиційної діяльності чільне місце займає *попередній аналіз інвестиційної діяльності*, що полягає в аналізі ефективності інвестиційних проєктів.

Не менш важливим моментом аналізу інвестиційної діяльності є і моніторинг реалізації інвестиційних проєктів, як заключний етап інвестування, що передбачає контроль, поточний аналіз та аналіз ефективності використання інвестованого капіталу. Основна мета здійснення аналізу на цьому етапі – забезпечення порядку здійснення інвестицій у відповідності з бізнес-планом.

Якщо співставлення фактичних результатів зі встановленим стандартом свідчить про досягнення встановленої мети, то необхідності застосовувати незаплановані дії немає. У випадку, коли виявлені відхилення, виникне необхідність усунення недоліків. Тому, процесу коректування повинно передувати визначення масштабу відхилення від стандарту й точне зазначення причини. Мета коректування полягає в тому, щоб зрозуміти причини відхилення та добитись за допомогою управлінських дій повернення інвестиційного процесу в заплановане русло. Причинами, що спричиняють необхідність коректування, можуть бути: погана організація виконання

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

рішень, помилки, які допущені в рішенні, зміни в зовнішньому середовищі. Під час реалізації рішення можуть з'явитися непередбачені можливості для покращення результатів, що також вимагатиме внесення коректив.

Процес співставлення результатів для постійного нагляду за здійсненням інвестування є системою моніторингу. Це, зазвичай, вимагає покладання відповідальності за розвиток проекту на певну особу.

На цій стадії завданням аналітика буде закласти основу для після інвестиційного контролю, беручи до уваги ключові фактори проекту, на яких цей контроль повинен зосередитись.

У процесі реалізації цієї основної мети аналіз інвестиційної діяльності спрямований на вирішення таких найважливіших *завдань*:

- раціональне та ефективне вкладення власних та залучених коштів;
- аналіз змін в структурі засобів направлених в інвестиційну діяльність, встановлення оптимального співвідношення між власними та залученими засобами;
- максимізація прибутку та зниження собівартості власної продукції внаслідок впровадження інвестицій;
- забезпечення інвестиційної привабливості підприємства;
- використання підприємством ринкових механізмів залучення фінансових ресурсів;
- вивчення показників ефективності інвестиційної діяльності та виявлення резервів її росту.

При цьому крім вартості інвестиційного капіталу, інвестор повинен повернути вартість або ціну цього капіталу (що також входить до вартості вкладених коштів), оскільки в сучасних економічних умовах будь-який капітал є специфічним товаром і, відповідно, має свою, також специфічну ціну, яку необхідно сплатити за користування цим товаром. Питання вартості інвестованого капіталу надзвичайно актуальне для потенційного інвестора, і розмір цієї вартості є одним із вирішальних факторів для прийняття рішення про вкладання коштів, тому що в процесі його прийняття має виконуватися умова, що рівень прибутковості інвестиційного проекту повинен

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

і перевищувати вартість інвестованого капіталу, оскільки якщо прибутковість нижча за ціну інвестованих коштів, то вкладання капіталу недоцільне (звичайно, за умови, якщо інвестор не ставить перед собою іншої мети, крім отримання прибутку)¹⁹³.

Розглянемо оцінку ризиків інвестиційної діяльності. Аналіз інвестиційних ризиків – це визначення міри ймовірності їхнього виникнення й обсягу можливих фінансових втрат при настанні ризикової події. Ціль аналізу інвестиційних ризиків полягає в тому, щоб надати необхідну інформацію для прийняття управлінських рішень про доцільність інвестування й передбачити заходи щодо захисту від можливих фінансових втрат.

У загальному виді процес аналізу інвестиційних ризиків можна уявити як послідовність ряду етапів:

1. Виявлення окремих видів інвестиційних ризиків.
2. Виявлення внутрішніх і зовнішніх факторів, що збільшують або зменшують конкретний вид ризику.
3. Визначення складу необхідних інформативних показників для аналізу ризику й оцінка можливості одержання, якості й вірогідності необхідної інвестиційної інформації.
4. Аналіз виявлених факторів.
5. Вибір відповідних методів оцінки інвестиційних ризиків.
6. Оцінка окремих видів інвестиційних ризиків з використанням обраних методик.
7. Оцінка загального рівня інвестиційного ризику.
8. Розробка заходів щодо зниження рівня інвестиційного ризику.

У світовій практиці вироблені два види аналізу інвестиційних ризиків, які взаємно доповнюють один одного:

- якісний аналіз;
- кількісний аналіз.

Якісний аналіз ризику найпростіший; його головне завдання – визначити фактори ризику, а також установити потенційні області ризику.

¹⁹³ Дєєва Н.М. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / Н.М. Дєєва, О.І. Деліков. – К. : ЦУЛ, 2007. – 328 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Кількісний аналіз ризику – це чисельне визначення розмірів окремих видів ризику та інвестиційного ризику проекту в цілому. Кількісний аналіз проводиться з використанням різних методів.

Найпоширеніші методи кількісного аналізу:

- статистичний метод;
- метод експертних оцінок;
- аналіз чутливості інвестиційного проекту;
- аналіз величини відносних ризиків;
- імітаційне моделювання Монте-Карло.

Сутність статистичного методу аналізу ризику полягає в тому, що для розрахунку ймовірностей виникнення втрат аналізуються всі статистичні дані по результативності реалізації підприємством аналізованих інвестиційних операцій. Проведені фахівцями дослідження показали, що оптимальний коефіцієнт ризику становить приблизно 30%, а коефіцієнт ризику, який веде до банкрутства інвестора, – 70% і більше.

Статистичний метод аналізу інвестиційного ризику має переваги й недоліки. Перевагою цього методу є можливість аналізувати й оцінювати різні сценарії реалізації проект і враховувати різні фактори ризику в рамках одного підходу. Недолік методу полягає в тому, що в ньому для оцінки використовуються імовірнісні характеристики, що не зручно для практичного застосування.

Метод експертних оцінок. Сутність цього методу аналізу інвестиційного ризику полягає в оцінці факторів, що впливають на реалізацію інвестицій шляхом проведення опитування декількох незалежних експертів. Цей метод дає можливість усі об'єктивні й суб'єктивні фактори, що впливають на рівень ризику, розділити на керовані складові й зробити висновок про ймовірність прояву й величини наслідків досліджуваного ризику.

На підставі інформації, отриманої в результаті опитування експертів, проводиться ранжування факторів за ступенем їхнього впливу на рівень ризику інвестиції, а потім будується спеціальна модель, що дозволяє аналізувати ризикові ситуації. Існує кілька методик одержання експертних оцінок,

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

однак найбільше часто використовувана – це проведення поетапних опитувань експертів до досягнення ними єдиної думки. Декільком незалежним експертам видаються анкети із проханням відповісти на ряд питань, потім отримана інформація обробляється й узагальнюється.

На наступному етапі експертам видаються ті самі аркуші, але зі звітом про результат минулого опитування й пропозицією відповісти на питання ще раз, але з урахуванням думки інших експертів. Ця процедура повторюється 3-4 рази до досягнення експертами єдиної думки.

При використанні методу експертних оцінок важливо виключити можливість спільного обговорення експертами досліджуваної проблеми.

Отриманий висновок експертів є результатом проведеної експертизи.

Аналіз чутливості інвестиційного проекту. Сутність аналізу чутливості інвестиційного проекту полягає в оцінці впливу вихідних параметрів інвестиційного проекту на кінцеві показники його ефективності. Аналіз чутливості інвестиційного проекту передбачає позмінне використання кожного вихідного показника в його песимістичній та оптимістичній оцінці, тоді як інші показники приймаються в розрахунок за їхніми очікуваними значеннями.

Аналіз чутливості проводиться шляхом послідовних етапів:

- вибір основного ключового показника, щодо якого й проводиться оцінка чутливості (таким показником може бути чистий наведений доход, індекс рентабельності інвестицій або інший показник);
- вибір змінних факторів (обсяг і ціна реалізації продукції, обсяг початкових інвестицій та інші фактори);
- розрахунок значень основного показника при різних варіантах змінних факторів.

Послідовно змінюючи значення вихідних показників, можна визначити діапазон коливань основного показника. За розрахованими значеннями основного показника можна побудувати діаграми, що відображають залежність обраного

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

основного показника від величини вихідних параметрів. Зіставляючи між собою отримані діаграми, можна визначити «ключові» показники, що найбільше впливають на оцінку проекту. Потім визначаються критичні для проекту значення ключових параметрів. Чим більший діапазон коливань вихідних параметрів проекту, при якому основний показник відповідає обраним підприємством критеріям, тим менш ризиковим він вважається за результатами аналізу чутливості.

Аналіз чутливості проекту дозволяє фахівцям зменшити ризик і невизначеність. Наприклад, якщо ціна продукції виявилася критичним фактором, то можна підсилити програму чи маркетингу або знизити вартість проекту. Якщо проект виявився чутливим до зміни обсягу виробництва продукції, то варто розробити комплекс заходів щодо підвищення продуктивності. Недолік методу в тому, що він не розрахований на облік усіх можливих обставин і не бере до уваги здійснення альтернативних проектів.

Імітаційне моделювання. В аналізі інвестиційного ризику значне поширення одержали методи імітаційного моделювання.

Зміст імітаційного моделювання полягає в розробці імітаційної моделі, тобто моделі реальної господарської ситуації й маніпулюванні із цією моделлю з метою аналізу ситуації.

У практиці аналізу інвестиційного ризику особливе значення набув метод імітаційного моделювання Монте-Карло. Побудова моделі починається з визначення функціональних залежностей у реальній системі, які згодом дозволяють одержати кількісне рішення, використовуючи теорію імовірності й таблиці випадкових чисел.

Використання методів імітаційного моделювання потребує спеціальної програмної підтримки. Для оцінки ризиків фінансових інвестицій існують дві основні методики:

- аналіз чутливості кон'юнктури;
- аналіз імовірнісного розподілу прибутковості.

Вибір того чи іншого методу аналізу інвестиційного ризику обумовлений рядом факторів, до яких належать:

- вид аналізованого інвестиційного ризику;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

- рівень достатності й вірогідності інвестиційної інформації для аналізу інвестиційного ризику;
- рівень кваліфікації фахівців, що здійснюють аналіз інвестиційного ризику;
- можливість залучення кваліфікованих фахівців та експертів до оцінки інвестиційного ризику та інші фактори.

Отже, для підвищення ефективності інвестиційної діяльності корпорації доцільно запровадити систему моніторингу реалізації інвестиційних проєктів. Важливим при цьому є оцінка доцільності вкладень коштів в інвестиційні проєкти через аналіз дохідності та ризиковості вкладення коштів.

Запитання та завдання для самоконтролю знань студентів

1. Що таке інвестиційна стратегія корпорації?
2. Назвіть основні принципи, що забезпечують підготовку і прийняття стратегічних інвестиційних рішень в процесі розробки інвестиційної стратегії.
3. Перелічіть основні напрямки інвестиційної політики корпорації.
4. Назвіть джерела фінансування капітальних інвестицій.
5. Охарактеризуйте методи оцінки інвестиційних проєктів, засновані на дисконтованих оцінках.
6. Які Вам відомі методи оцінки інвестиційних проєктів, засновані на облікових оцінках?
7. Які основні завдання управління оборотними активами і короткостроковими зобов'язаннями?
8. Що таке поточна фінансова потреба та які фактори впливають на її величину?
9. Назвіть ознаки агресивної політики фінансування оборотних активів.
10. Які характерні ознаки помірної політики управління оборотними активами?
11. У чому полягає суть консервативної політики управління оборотними активами?

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

12. Назвіть та охарактеризуйте показники ефективності виростання оборотних активів корпорації.
13. Які групи факторів впливають на розробку інвестиційної політики корпорації?
14. Фінансовий цикл – це...
15. Як визначається та що характеризує коефіцієнт оборотності оборотних активів?
16. Як поділяють оборотні активи за періодом функціонування?
17. Роль амортизації у відтворенні необоротних активів корпорації.
18. Як визначається сума авторизації за методом зменшення залишкової вартості основних засобів?
19. Які недоліки методів оцінки інвестиційних проектів, заснованих на облікових оцінках?
20. Що характеризує коефіцієнт завантаження оборотних активів?

Тестові завдання

1. Спосіб капітального будівництва при якому підприємство самостійно, власними силами здійснює будівельно-монтажні роботи, тобто об'єднує функції і замовника, називається:
 - а) підрядний;
 - б) господарський;
 - в) прямий;
 - г) немає правильної відповіді.
2. Які з цих методів не належить до методів оцінки інвестиційних проектів, заснованих на дискontованих оцінках?
 - а) метод розрахунку чистої теперішньої вартості;
 - б) метод визначення періоду окупності інвестицій;
 - в) метод визначення рентабельності інвестицій;
 - г) метод розрахунку внутрішньої ставки доходу.
3. Ознаками агресивної політики управління оборотними активами є:
 - а) підприємство накопичує запаси сировини, матеріалів і готової продукції, збільшує дебіторську заборгованість і вільні залишки грошових коштів на рахунках у банках;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

б) підприємство стримує зростання поточних активів і прагне їх мінімізувати;

в) підприємство прагне особливо різко не збільшувати і не зменшувати обсяг оборотних активів;

г) усі відповіді правильні.

4. Тривалість обороту оборотних активів визначається як:

а) відношення виручки від реалізації продукції до середньої за період суми оборотних активів;

б) відношення виручки від реалізації продукції до одноденної суми активів;

в) відношення середньої суми оборотних активів до одноденної виручки від реалізації продукції;

г) відношення середньої суми оборотних активів до виручки від реалізації продукції.

5. Джерелами фінансування капітальних вкладень можуть бути:

а) власні фінансові ресурси;

б) кошти, отримані від продажу цінних паперів, внески членів трудових колективів;

в) кошти державного бюджету та місцевих бюджетів;

г) усі відповіді правильні.

6. Спосіб капітального будівництва при якому відповідальність за об'єкт будівництва покладається на певну організацію, яка виконує основні будівельні роботи, а для проведення спеціальних робіт (електромонтажні, санітарно-технічні) залучає за окремим договором спеціалізовані організації називається:

а) підрядний;

б) господарський;

в) прямий;

г) немає правильної відповіді.

7. Які з цих методів не належить до методів оцінки інвестиційних проектів, заснованих на облікових оцінках?

а) метод розрахунку середньої ставки доходу;

б) метод визначення періоду окупності інвестицій;

в) метод визначення рентабельності інвестицій;

г) немає правильної відповіді.

8. Ознаками консервативної політики управління оборотними активами є:

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

а) підприємство накопичує запаси сировини, матеріалів і готової продукції, збільшує дебіторську заборгованість і вільні залишки грошових коштів на рахунках у банках;

б) підприємство стримує зростання поточних активів і прагне їх мінімізувати;

в) підприємство прагне особливо різко не збільшувати і не зменшувати обсяг оборотних активів;

г) усі відповіді правильні.

9. Коефіцієнт оборотності оборотних активів визначається як:

а) відношення виручки від реалізації продукції до середньої за період суми оборотних активів;

б) відношення виручки від реалізації продукції до одноденної суми активів;

в) відношення середньої суми оборотних активів до одноденної виручки від реалізації продукції;

г) відношення середньої суми оборотних активів до виручки від реалізації продукції.

10. Розрив між строком платежу за своїми зобов'язаннями перед постачальниками і одержання коштів від покупців (дебіторів) характеризує:

а) операційний цикл;

б) виробничий цикл;

в) фінансовий цикл;

г) сума власних оборотних коштів.

11. На величину поточної фінансової потреби впливає:

а) темп зростання обсягу виробництва й реалізації продукції;

б) сезонність виробництва й реалізації продукції;

в) темп інфляції;

г) усі відповіді правильні.

12. Прискорення оборотності оборотних коштів призводить до

...

а) необхідності залучення у оборот додаткових коштів;

б) вивільнення грошових коштів;

в) збільшення суми оборотних активів;

г) немає правильної відповіді.

13. Коефіцієнт ефективності інвестиції (облікова норма прибутку) розраховується:

а) як відношення суми продисконтованих грошових надходжень

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

за проектом до середньої суми інвестицій;

б) як відношення середньорічного прибутку до середньої суми інвестицій;

в) як різниця середньорічного прибутку до середньої суми інвестицій;

г) як відношення суми грошових надходжень за проектом до суми інвестицій.

14. Якщо чиста приведена вартість проекту більше нуля, то:

а) проект доцільно прийняти;

б) проект доцільно відхилити;

в) не можливо однозначно прийняти рішення за проектом;

г) немає правильної відповіді.

15. Вкладення засобів в реальні матеріальні активи, в основному в оновлення основних засобів корпорації – це...

а) фінансові інвестиції;

б) реальні інвестиції;

в) інноваційні інвестиції;

г) немає правильної відповіді.

16. Інвестиційна політика підприємства передбачає:

а) формування окремих напрямків інвестиційної діяльності підприємства у відповідності із стратегією;

б) визначення податку на прибуток на наступний період;

в) забезпечення мінімізації фінансових ризиків, пов'язаних з інвестиційною діяльністю;

г) правильні відповіді а і в.

17. Вкладення засобів підприємства в різні грошові і фондові інструменти інвестування, серед яких найбільш значну долю займають вкладення засобів у цінні папери – це...

а) фінансові інвестиції;

б) реальні інвестиції;

в) інноваційні інвестиції;

г) немає правильної відповіді.

18. Складова частина загальної економічної політики корпорації, яка визначає вибір і способи реалізації найбільш перспективних шляхів оновлення та розширення її виробничого і науково-технічного потенціалу це:

а) інвестиційна політика;

б) фінансова політика;

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

в) амортизаційна політика;

г) політика управління оборотними активами підприємства.

19. До якої групи чинників впливу на інвестиційну політику підприємства належать віддача від капітальних вкладень та ринкові ризики:

а) економічні;

б) соціально-управлінські;

в) організаційно-технічні;

г) немає правильної відповіді.

20. Стратегія і тактика політики управління оборотними активами полягає в пошуку компромісу між :

а) обсягом оборотних та необоротних активів;

б) ризиком втрати ліквідності та ефективністю роботи підприємства;

в) сумою залучених коштів та запозичених;

г) немає правильної відповіді.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ:

1. Господарський кодекс України від 16.01.2003 року № 436-IV / Верховна Рада України, Постанова.

2. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 року № 514-17. Із змінами та доповненнями.

3. Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом: Закон України від 22.12.2011 року № 4212-VI. Із змінами та доповненнями.

4. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон від 12.07.2001 року № 2664-III. Із змінами та доповненнями.

5. Про Фонд державного майна України: Закон від 09.12.2011 року № 4107-VI. Із змінами та доповненнями.

6. Про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг: від 23.11.2011 року № 1070/2011/ Президент України, Указ.

7. Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку: від 23.11.2011 року № 1063/2011 / Президент України, Указ.

8. Порядок реєстрації випуску (випусків) акцій при заснуванні акціонерних товариств від 27.05.2014 року № 692 / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Рішення. Із змінами і доповненнями.

9. Про затвердження Порядку реєстрації випуску акцій при зміні розміру статутного капіталу акціонерного товариства та Змін до Порядку скасування реєстрації випусків акцій та анулювання свідоцтв про реєстрацію випусків акцій: від 31.07.2012 року № 1073 / НКЦПФР, Рішення. Із змінами і доповненнями.

10. Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу: від 27.12.2013 року № 2998 // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Рішення. Із змінами і доповненнями.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

11. Порядок визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонуються для конкурентного продажу: від 23.01.2004 року № 105 / Фонд державного майна України, Наказ.

12. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності»: від 07.02.2013 року № 73 / Міністерство фінансів України, Наказ.

13. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 20 «Консолідована фінансова звітність»: від 30.07.1999 року № 176 / Міністерство фінансів України, Наказ. Із змінами і доповненнями.

14. Бочаров В.В. Корпоративные финансы / В.В. Бочаров. – СПб: Питер, 2001. – 256 с.

15. Бочаров В.В. Корпоративные финансы: Управление капиталом. Планирование инвестиций. Бюджетирование/ В.В.Бочаров, В.Е Леонтьев. – СПб.: Питер, 2004. – 591с.

16. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов: учебное пособие / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес, 1997. – 1088 с.

17. Голова С.Ф. Корпоративні фінанси: навчально-практичний посіб. / С.Ф. Голова. – Дніпропетровськ, ТОВ «Баланс – Клуб», 2001. – 832 с.

18. Грідчина В.М. Управління фінансами акціонерних товариств: Навч. посіб. / В.М. Грідчина. – К.: А.С.К., 2005. – 384с.

19. Грідчина М.В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): навч. посіб. – 2-ге вид., стереотип / М.В. Грідчина. – К.: МАУП, 2002. – 232 с.

20. Дєєва Н.М. Управління корпоративними фінансами: навч. посіб. / Н.М. Дєєва. – К.: Центр учбової літератури, 2007. – 200с.

21. Довгань Л.Є. Корпоративне управління: навч.посіб. / Л.Є. Довгань, В.В. Пастухова, Л.М. Савчук. – К. : Кондор, 2007. – 180 с.

22. Євтушевський В.А. Корпоративне управління: підручник / В.А. Євтушевський. – К.: Знання, 2006. – 406 с.

23. Євтушевський В.А. Основи корпоративного

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

управління: навч. посібник / В.А. Євтушевський. – К.: Знання-Прес, 2002. – 317 с.

24. Жуйріков К.К. Корпоративні фінанси: підруч. / К.К. Жуйріков, С.Р. Раїм. – К.: РРК, 2004. – 308 с.

25. Ігнат'єва І.А. Корпоративне управління: підруч. / І.А. Ігнат'єва, О.І. Гарафонова. – К.: Центр учбової літератури, 2013. – 600 с.

26. Кашанина Т.В. Корпоративное право: учебник / Т.В. Кашанина. – М.: НОРМА–ИНФРА – М, 1999. –139 с.

27. Климаш Н.І. Корпоративні фінанси: навч. посіб. / Н.І. Климаш. – К: НУХТ, 2013. – 86 с.

28. Ковальов В.В. Корпоративні фінанси та облік: поняття, алгоритми, показники: навч.посіб. / В.В. Ковальов. – М: КноРус, 2010. – 768 с.

29. Корпоративне управління: підруч. / [Мостенська Т.Л., Новак В.О., Луцький М.Г., Симоненко Ю.Г.] – К.: Каравела, 2008. – 384 с.

30. Корпоративні фінанси: навч. посіб. [Е.В. Устюжаніна, А.Р. Петров, А.В. Садовнича, Ц.Р. Євсюков]. – М.: Видавництво «АНХ», 2008. – 672 с.

31. Леонтиев В.Е. Корпоративные финансы: учебник для студентов высших учебных заведений / В.Е. Леонтиев, В.В. Бочаров, Н.П. Радковская. – М: СПГЭУ, 2014. – 120 с.

32. Макарова Ц.Р. Корпоративні фінанси: навч. посіб. / Ц.Р. Макарова, В.В. Нікітушкіна, С.С. Студніков. – М. Ексмо-Прес, 2009. – 576 с.

33. Мальська М.П. Корпоративне управління: теорія та практика: підруч. / М.П. Мальська, Н.Л. Мандюк, Ю.С. Занько. – К.: Центр учбової літератури, 2012. – 360 с.

34. Небава М.І. Теорія корпоративного управління: вузлові питання: навч. посіб. для вузів / М.І. Небава. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 295 с.

35. Нікітіна Н.В. Корпоративні фінанси: навч. посіб. / Н.В. Нікітіна, В.О. Янова. – М. КноРус, 2012. – 345 с.

36. Птащенко Л.О. Управління корпоративними фінансами: навч. посіб. / Л.О. Птащенко – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 296 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

37. Соляник О.М. Корпоративне управління для бакалаврів: конспект лекцій / О.М. Соляник. – Суми: Сумський державний університет, 2011. – 142 с.

38. Старкова О.Я. Корпоративные финансы: учеб. / О.Я. Старкова. – П: ФГБОУ, 2014. – 73 с.

39. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій / В.М. Суторміна. – К.: КНЕУ, 2004. – 566 с.

40. Теплова Т.В. Корпоративні фінанси: підруч. / Т.В. Теплова. – М.: ЮРАЙТ, 2013. – 456 с.

41. Фінансова складова корпоративного управління: навч. посіб. [Т.Є. Циба, О.Ф. Саленко, Д.М. Загірняк, М.І. Сокур]. – Кременчук: ПП Щербатих О.В., 2008. – 204с.

42. Штерн Т.Ю. Корпоративне управління: навч. посібник для студентів спеціальності 8.050201 «Менеджмент організацій» / Т.Ю. Штерн. – Харків: ХНАМТ, 2009. – 278 с.

43. Юрій Е.О. Корпоративні фінанси: методичні рекомендації щодо самостійного вивчення дисципліни / Н.О. Ковальчук, Е.О. Юрій. – Чернівці: БДФА, 2011. – 118 с.

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

ЗМІСТ

Передмова.....	3
1. Основи функціонування корпоративних фінансів.....	6
1.1. Поняття та економічна природа корпоративних фінансів, функції та принципи їх організації.....	6
1.2. Корпорація як тип організації підприємницької діяльності.....	15
1.3. Історичні передумови виникнення акціонерних товариств, особливості їх створення в Україні.....	27
1.4. Заснування акціонерного товариства та органи управління ним. Правовий статус засновників та учасників акціонерного товариства.....	33
1.5. Реорганізація акціонерних товариств та її види.....	49
1.6. Моделі корпоративного управління.....	55
1.7. Побудова системи внутрішньокорпоративного управління. Система корпоративного контролю. Корпоративна культура...	74
2. Діяльність корпорації на фінансовому ринку.....	103
2.1. Роль корпорацій на фінансовому ринку.....	103
2.2. Корпоративні цінні папери: види, характеристика.....	112
2.3. Операції з корпоративними цінними паперами на фондовому ринку.....	129
2.4. Показники, що визначають положення корпорації на фінансовому ринку.....	137
2.5. Формування та розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні.....	140
2.6. Державне регулювання випуску та обігу корпоративних паперів в Україні та в зарубіжних країнах.....	146
2.7. НКЦПФР: завдання і функції регулювання ринку корпоративних цінних паперів.....	152
3. Фінансовий менеджмент корпорації.....	160
3.1. Поняття фінансового менеджменту корпорації, його методи та функції.....	160
3.2. Фінансова стратегія і фінансова політика корпорації.....	176
3.3. Аналіз руху фінансових ресурсів корпорації.....	183
3.4. Витрати корпорації, їх склад. Виручка (дохід) корпорації.....	188
3.5. Цінова політика корпорації та її вплив на виручку від	

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

реалізації продукції.....	195
3.6. Фінансовий механізм корпорації і його забезпечення....	205
3.7. Аналіз фінансової звітності корпорації. Консолідована фінансова звітність.....	208
3.8. Антикризове фінансове управління корпорацією.....	218
4. Управління капіталом корпорації	242
4.1. Зміст та основні завдання фінансової діяльності підприємств корпоративного типу.....	242
4.2. Особливості формування капіталу підприємств корпоративного типу. Форми та джерела фінансування підприємств корпоративного типу.....	247
4.3. Політика та етапи формування власного капіталу корпорації	255
4.4. Формування політики залучення корпорацією позикових засобів	267
4.5. Емісійна політика корпорації	278
4.6. Дивідендна політика корпорації.....	284
4.7. Критерії прийняття фінансових рішень у корпораціях...294	
4.8. Вартість капіталу. Сучасні підходи до оцінки вартості капіталу.....	303
4.9. Порядок оцінки пакетів акцій акціонерних товариств...312	
4.10. Оптимізація структури капіталу корпорації.....	328
5. Фінансування інвестицій в основний та оборотний капітал корпорації.....	341
5.1. Стратегія інвестування: суть, цілі, етапи формування та фактори впливу.....	341
5.2. Інвестиційна політика корпорації.....	361
5.3. Фінансування інвестицій в необоротні активи корпорації.....	372
5.4. Інвестиції в оборотні активи підприємства.....	390
5.5. Оцінка доцільності вкладення коштів корпорації в інвестиційні проекти.....	410
6. Список рекомендованої літератури.....	433

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Навчальне видання

**ЮРІЙ Едуард Олександрович
КОВАЛЬЧУК Наталя Олександрівна**

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Навчальний посібник

Літературний редактор В.П. Ряднова
Художник обкладинки
Коректор
Верстка

Підписано до друку __.06.17. Формат 60x84 /16.
Друк лазерний. Папір офсетний. Гарнітура Times New Roman.
Ум. друк. арк. _____. Тираж _____, Зам. № _____

Чернівецький національний університет ім. Ю. Федьковича
Видавництво «Рута»

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи до державного реєстру ()