



**ДЕРЖАВНА СЛУЖБА СТАТИСТИКИ УКРАЇНИ  
НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ СТАТИСТИКИ,  
ОБЛІКУ ТА АУДИТУ**

**Кафедра фінансів, банківської справи та страхування**

**ОПОРНИЙ КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ  
з навчальної дисципліни  
«КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ»**

для здобувачів вищої освіти спеціальності  
072 «Фінанси, банківська справа та страхування»  
першого (бакалаврського) освітнього рівня  
освітньо-професійної програми  
«Фінанси, банківська справа та страхування»

**Київ – 2024**

Опорний конспект з дисципліни «Корпоративні фінанси» для здобувачів вищої освіти першого (бакалаврського) рівня спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» / Укладач Ю.В. Ковернінська. Київ: НАСОА, 2024. 89 с.

Укладач:

Ковернінська Ю. В. кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування НАСОА.

Рецензенти:

Заїчко І.В., доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування, кандидат економічних наук, доцент Національної академії статистики, обліку та аудиту.

Пилипенко О. І., доктор економічних наук, професор, декан обліково-статистичного факультету Національної академії статистики, обліку та аудиту.

Затверджено на засіданні кафедри фінансів, банківської справи та страхування

Протокол від «09» січня 2024 року № 8

Схвалено Вченою радою фінансово-економічного факультету НАСОА  
Протокол від «29» січня 2024 року № 6

Опорний конспект лекцій підготовлений згідно програми навчальної дисципліни і спрямований на допомогу здобувачам у засвоєнні необхідних теоретичних знань. Містить інформацію з тем курсу, що орієнтовані на здобуття компетентностей, необхідних в подальшій професійній діяльності.

© Ковернінська Ю.В.  
Київ: НАСОА, 2024

## ЗМІСТ

ВСТУП .....	4
ТЕМА 1. СУТНІСТЬ ТА ЗНАЧЕННЯ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ.....	5
ТЕМА 2. ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА. ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ .....	13
ТЕМА 3. ПОЗИКОВИЙ КАПІТАЛ У ФІНАНСУВАННІ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА .....	20
ТЕМА 4. ВАРТІСТЬ КАПІТАЛУ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА ТА МЕТОДИ ЇЇ ОЦІНКИ .....	27
ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 2 .....	36
ТЕМА 5. МІСЦЕ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ.....	36
ТЕМА 6. ЕМІСІЙНА ТА ДИВІДЕНТНА ПОЛІТИКА КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА.....	47
ТЕМА 7. ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА.....	53
ТЕМА 8. ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ РЕОРГАНІЗАЦІЇ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ.....	58
ТЕМА 9. ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ ДІЯЛЬНОСТІ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ .....	67
СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ .....	86

## ВСТУП

Конспект лекцій навчальної дисципліни «Корпоративні фінанси» включає десять тем, які дозволяють досягнути мети вивчення даної дисципліни.

*Мета вивчення навчальної дисципліни* полягає у набутті базових знань з питань теорії та практики реалізації фінансових відносин корпоративних підприємств, що виникають в процесі формування, розподілу та використання їх фінансових ресурсів.

*Завдання вивчення навчальної дисципліни:* з'ясування сутності та об'єктивної необхідності корпоративних фінансів з врахуванням особливостей фінансування капіталу корпоративних підприємств за рахунок інструментарію фінансового ринку.

# ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 1

## ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ

### ТЕМА 1. СУТНІСТЬ ТА ЗНАЧЕННЯ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ

#### План

1. Сутність та особливості корпоративної форми організації бізнесу.
2. Теоретичні основи корпоративних фінансів.
3. Корпоративні фінанси як основа фінансового менеджменту.

*Ключові слова:* корпоративне підприємство, корпорація, акціонерне товариство, приватне акціонерне товариство, публічне акціонерне товариство, корпоративні фінанси, фінансовий менеджмент, корпоративні права.

#### **1. Сутність та особливості корпоративної форми організації бізнесу.**

Для розуміння сутності корпоративних фінансів передусім варто визначитися з особливостями корпоративної форми організації бізнесу, поняттями “корпоративне підприємство” та “корпорація”. З точки зору етимології, термін “корпорація” (corporation) має англійське походження.

У англосаксонських країнах (США, Канада, Велика Британія, Австралія, Нова Зеландія) до корпорацій відносять лише приватні та публічні акціонерні товариства. Зокрема, у США цим терміном позначають крупні акціонерні товариства, акції котрих мають обіг на фондовому ринку. Важливою характеристикою корпорацій є те, що це є господарські товариства з обмеженою відповідальністю (limited liability).

*Щодо вітчизняної практики, то залежно від способу утворення (заснування) та формування статутного капіталу, українським законодавством виокремлюються унітарні й корпоративні підприємства. **Унітарне підприємство** створюється одним засновником, який виділяє необхідне для того майно, формує статутний капітал, не поділений на частки (паї), затверджує статут, розподіляє доходи, безпосередньо або через керівника, який ним призначається, керує підприємством і формує його трудовий колектив на засадах трудового найму, вирішує питання реорганізації та ліквідації підприємства. Унітарними є державні, комунальні, підприємства, засновані на власності об'єднання громадян, релігійної організації або на приватній власності засновника. **Корпоративне підприємство** утворюється, як правило, двома або більше засновниками за їх*

спільним рішенням, діє на основі об'єднання майна та/або підприємницької чи трудової діяльності засновників (учасників), їх спільного управління справами, на основі корпоративних прав, у тому числі через органи, що ними створюються, участі засновників (учасників) у розподілі доходів та ризиків.

Водночас, відповідно до вітчизняного законодавства, **корпорації**, поряд із асоціаціями, консорціумами та концернами, є формою об'єднань підприємств. Корпорацією, зокрема, визнається договірне об'єднання, створене на базі поєднання виробничих, наукових і комерційних інтересів підприємств, що об'єдналися, з делегуванням ними окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників органам управління корпорації [10, ст. 120].

Для уникнення плутанини в контексті корпоративних фінансів більш доцільно використовувати термін “корпоративне підприємство”, а не “корпорація”. Корпоративними є кооперативи, підприємства, що створюються у формі господарського товариства, а також інші підприємства, засновані на приватній власності двох або більше осіб. Тобто поняття “корпоративне підприємство” охоплює як великі ТНК, які організовані у формі акціонерних товариств, так і невеликі за розміром товариства з обмеженою відповідальністю.

**Корпоративне підприємство як форма господарювання наділене низкою ознак**, до яких, як вважають О. Б. Тютюкіна та О. І. Рукшина, належать :

1) наявність статусу юридичної особи, відповідно до якого майно, створене за рахунок внесків засновників (учасників), а також вироблене і придбане ними в процесі діяльності, належить їм на праві власності;

2) досягнення комерційних цілей як головна мета діяльності (що відповідає статусу комерційної підприємства);

3) колективна власність з розділенням на частки засновників (учасників) статутним капіталом, що обумовлює можливість приймати ризики, які не може собі дозволити індивідуальний інвестор, та наявність корпоративної соціальної відповідальності;

4) обмежена відповідальність індивідуальних інвесторів, в тому числі засновників (учасників), що обумовлює: можливість індивідуальних інвесторів не відповідати за зобов'язаннями корпоративного підприємства, а тільки нести ризик збитків, пов'язаних з його діяльністю, в межах вартості внесених ними акцій (корпоративних прав); можливість вільної передачі іншим особам акцій (корпоративних прав), що належать індивідуальним інвесторам; наявність у інвесторів можливості диверсифікувати ризики

інвестування; виникнення потенційного конфлікту інтересів «власник – інвестор (кредитор)»;

5) відокремлення прав власності від функцій безпосереднього управління, що обумовлює: виникнення потенційного конфлікту інтересів «власник (принципал) – менеджер (агент)»; централізоване управління, чітку організаційну структуру, що включає структуру органів управління корпоративним підприємством, вищим органом якої є загальні збори її учасників (членів).

## **2. Теоретичні основи корпоративних фінансів.**

**Корпоративні фінанси** характеризують фінансові відносини, що виникають у процесі функціонування корпоративних підприємств та здійснення корпоративного управління. Під поняттям «корпоративні фінанси» розуміється спеціальна сфера фінансів, яка включає в себе комплекс питань із аналітичного, методичного та інформаційного забезпечення фінансової та інвестиційної діяльності компаній.

**Об'єктом у сфері корпоративних фінансів** є фінансове господарство та процеси прийняття фінансово-інвестиційних рішень на рівні корпоративних підприємств.

Для визначення перспектив розвитку теорії та практики корпоративних фінансів в Україні з'ясуємо ключові складові й пріоритети наукової дисципліни “корпоративні фінанси”, котрі виокремлюються представниками провідних фінансових шкіл світу. Так, американські економісти М. Ерхард і Ю. Брігхем виділяють такі класичні блоки корпоративних фінансів: фінансова звітність та її аналіз; форми залучення капіталу (боргові цінні папери й корпоративні права); фінансове планування; вартісно-орієнтоване управління та оцінка підприємств; розподіл прибутку і структура капіталу; управління фінансами ТНК. А. Дамодаран додає до цього переліку оцінку інфляційних і валютних ризиків для підприємств, фінансові питання операцій зі злиття й поглинання, а також приділяє значно більшу увагу питанням оцінки вартості власного капіталу та витрат на його залучення.

Набагато ширшим є зміст корпоративних фінансів у розумінні С. Росса та його колег, які відносять до них елементи дисциплін “фінансове посередництво”, “фінансовий ринок” та ін. Це питання оцінки акцій, облігацій, похідних фінансових інструментів, ризиків, а також оцінки чутливості, премії за ризик. За версією Р. Фолкарта, відомого представника швейцарської школи корпоративних фінансів, їх ключовими напрямками є: інвестиційна політика, політика фінансування й підтримки ліквідності, фінансовий контролінг та оцінювання ризиків, вартісно-орієнтоване

управління, фінансова комунікація, фінансові аспекти злиття й поглинання бізнесу (mergers & acquisitions).

**Предмет дослідження у сфері корпоративних фінансів.** *Доволі вичерпним є структурування дисципліни “корпоративні фінанси” американських економістів Р. Брейлі та С. Майерса, котрі виокремлюють такі складові: вартість (методологія оцінки ефективності інвестицій, вартості акцій, вибору ставки дисконтування); ризик (теорія інвестиційного портфеля, планування капітальних вкладень); капітальні вкладення (практичні аспекти); джерела фінансування підприємств (ефективність ринку: вплив на фінансові рішення); дивідендна політика та структура капіталу; боргове фінансування; короткострокове фінансове планування; злиття й поглинання. За основу в якості предмета використовуємо даний підхід.*

*Усі розглянуті підходи об’єднують націленість на виконання традиційних і новітніх функцій корпоративних фінансів.*

У науково-практичній літературі виокремлюється низка *традиційних функцій корпоративних фінансів (формування, розподіл і використання, контроль фінансових ресурсів)*, а також *новітні*, такі як :

— ***функція трансформації***, відповідно до котрої в разі прийняття фінансових рішень варто враховувати преференції капіталодавців щодо періоду вкладень, рівня ризиковості та майнового стану. Ідеться про трансформацію преференцій інвесторів і кредиторів у кондиції залучення капіталу. Щоправда, за досконалого ринку капіталів у розумінні М. Міллера та Ф. Модільяні, коли ринкова вартість підприємства не залежить від характеру рішень стосовно його фінансування, потреба в цій функції відпадає. Однак припущення, на яких ґрунтується досконалий ринок капіталів, на практиці є нездійсненими. Отже, функція трансформації має місце;

— ***функція максимізації вартості*** (або вартісноформуюча), котра передбачає прийняття фінансово-інвестиційних рішень підприємств з огляду на необхідність збільшення вартості компанії та добробуту капіталодавців. У рамках забезпечення виконання цієї функції треба зважати на широкий спектр завдань щодо оптимізації джерел фінансування з урахуванням чинника оподаткування, ціни їх залучення, включаючи накладні витрати, раціоналізації використання залученого капіталу тощо;

— ***функція впливу на поведінку учасників фінансових відносин***, яка зводиться до того, що певна форма фінансування підприємства визначає характер алокації (розподілу) капіталу та поведінку стейкхолдерів і шехолдерів. Так, поведінка й рішення менеджменту підприємства, котре фінансується переважно за рахунок власного капіталу, відрізняються від



поведінки та рішень менеджменту того, яке використовує позичені ресурси. Аналогічні висновки можна зробити стосовно поведінки інших учасників фінансових відносин;

— *функція передачі інформації*, котра полягає в тому, що, обираючи об'єкт вкладень чи фінансовий інструмент, капіталодавці сигналізують про потенціал прибутковості й ризиковість активу. У рамках виконання цієї функції має бути забезпечене зменшення інформаційної асиметрії між менеджментом підприємства та капіталодавцями. Аналогічно до функції трансформації, з теоретичної точки зору, субститутутом функції передачі інформації є досконалий ринок капіталів, який, однак, суперечить реальній практиці.

Таким чином, корпоративні фінанси мають виконувати функції формування фінансових ресурсів, їх розподілу, контролю ефективності формування й розподілу, трансформації, впливу на поведінку учасників фінансових відносин, вартісноформує та передачі (трансферу) інформації.

Незмінними елементами в концептуальному каркасі корпоративних фінансів є *кількісна оцінка ризиків і результатів діяльності підприємств із позицій інтересів інвестора (власника) та прийняття на цій основі управлінських рішень щодо довго- й короткострокового фінансування*. Дещо конкретизуючи визначення А. Дамодарана, зазначимо, що корпоративні фінанси охоплюють усі рішення корпоративного підприємства, які мають відповідні фінансові наслідки. Зокрема, рішення щодо інвестицій, фінансування та у сфері дивідендної політики.

Теорія корпоративних фінансів досить динамічно розвивається, що зумовлено карколомними змінами, яких зазнали фінансові системи країн із ринковою економікою протягом останніх 50 років. Напрями досліджень у цій сфері охоплюють широкий спектр дискусійних питань. У провідних міжнародних наукових виданнях із корпоративних фінансів<sup>1</sup> публікуються результати досліджень актуальних проблем галузі, таких як оптимізація структури капіталу, інституційні аспекти корпоративних фінансів, відносини підприємств — реципієнтів капіталу з фінансовими ринками та оцінка фінансових ризиків, біхевіористичні фінанси, фінансове моделювання, особливості корпоративних фінансів у окремих країнах. Західні дослідники зосереджуються на певних, досить вузьких, сегментах цього напрямку та отримують конкретні наукові результати у вигляді нових методів, інструментів і технологій прийняття фінансових рішень. Західна наука винайшла передові технології управління фінансовими потоками й вискоєфективні методи фінансової діяльності. Корпоративні фінанси й у теорії, й на практиці досягли значних висот .

Теоретичні дослідження та прикладні розробки в царині сучасних корпоративних фінансів ґрунтуються на досягненнях найкращих представників світової фінансової думки, котрі в різні роки отримали Нобелівську премію з економіки. Покажемо, на думку В. М. Федосова, А. І. Крисоватого, Н. С. Рязанової, є те, що більшість праць серед тих, за які присуджується ця премія, присвячені саме фінансам корпорацій та їх функціонуванню на фінансових ринках .

Дослідження теорії корпоративних фінансів дозволяє зробити висновок, що концептуально вона сформувалась на основі низки модельних конструкцій (рис. 1.1).



**Рис. 1.1** Теоретичні концепції корпоративних фінансів

Крім того, корпоративні фінанси включають практичні розробки та рекомендації у сфері управління, фінансового інжинірингу, обліку, аналізу та контролю фінансових ресурсів.

### **3. Корпоративні фінанси як основа фінансового менеджменту**

**Корпоративне управління (Corporate Governance, CG)** – система відносин, яка визначає правила та процедури прийняття рішень щодо діяльності господарського товариства та здійснення контролю, а також розподіл прав і обов'язків між органами товариства та його учасниками стосовно управління ним.

У рамках CG визначається, яким чином інвестори здійснюють контроль за діяльністю топ-менеджерів, а також яку відповідальність несуть менеджери перед інвесторами за результати діяльності товариства. Належна система CG дозволяє інвесторам бути впевненими у тому, що керівництво товариства розумно використовує їх інвестиції для фінансово-господарської діяльності і, таким чином, збільшується вартість частки інвесторів у капіталі товариства.

Належне CG не обмежується виключно відносинами між інвесторами та менеджерами, а передбачає також урахування законних інтересів та активну співпрацю із зацікавленими особами, які мають легітимний інтерес у діяльності товариства (працівниками, споживачами, кредиторами, державою, громадськістю тощо).

Сутністю корпоративного управління є система відносин між інвесторами - власниками товариства, його менеджерами, а також зацікавленими особами для забезпечення ефективної діяльності товариства, рівноваги впливу та балансу інтересів учасників корпоративних відносин.

Для досягнення цілей корпорації розробляється система фінансового забезпечення у формі фінансового плану. Використання фінансового плану пов'язано з одержанням необхідних грошових коштів, управління ними, сплатою податків та виплатою дивідендів.

*Згідно з англосаксонським правом корпоративне управління складається з двох ланок:*

1. Загальні збори акціонерів.
2. Рада директорів.

*За континентальним правом корпоративне управління містить три ланки:*

1. Загальні збори акціонерів.
2. Адміністративна рада (Франція), Правління (ФРН).
3. Наглядова рада.

Акціонери корпорації мають право контролю за збереженням акціонерного капіталу. **Загальні збори акціонерів можуть ухвалювати резолюції, спрямовані на збільшення і збереження капіталу**, до них відносять резолюції, що стосуються:

- збільшення капіталу і частки в ньому паїв (акціонерного капіталу);
- порядку роздрібнення акцій на менші акції;
- анулювання невипущених паїв;
- розподілу паїв і повноважень Ради директорів щодо їх розподілу;
- випуску нових паїв;
- скорочення пайового капіталу;
- договору на купівлю власних паїв та ін.

Корпорація має право збільшувати або зменшувати акціонерний капітал. Капітал корпорації зростає за рахунок:

- 1) випуску нових акцій,
- 2) збільшення номінальної вартості уже випущених акцій,
- 3) через капіталізацію нерозподіленого прибутку, перетворення резерву капіталу і резерву прибутку.

За певних обставин корпоративне підприємство може зменшити акціонерний капітал, якщо: відповідні положення передбачає внутрішній регламент корпорації; загальними зборами акціонерів ухвалена спеціальна резолюція; суд підтвердить його зменшення.

*У широкому значенні слова під управлінням фінансами корпоративного підприємства* розуміють вироблення політики щодо формування капіталу корпоративного підприємства та його розподілу, прийняття рішень відповідно до цієї політики, планування фінансової діяльності, складання й аналіз фінансової звітності, організація контролю за виконанням рішень.

*У вузькому значенні управління фінансами корпоративного підприємства* – це управління обмеженою сумою коштів та їх витрачанням в умовах невизначеності ринкових відносин і ризику.

#### ***Принципи управління фінансами корпоративного підприємства:***

- планування виробничої і фінансової діяльності;
- формування фінансових резервів;
- виконання всіх зобов'язань у визначені договором терміни.

**Фінансовий менеджмент** – процес управління формуванням, розподілом та використанням фінансових ресурсів суб'єкта господарювання та оптимізації обороту його грошових коштів. *В контексті дослідження корпоративного сегменту такими суб'єктами господарювання виступають корпоративні підприємства.*

#### ***Основні цілі діяльності фінансового менеджменту:***

- забезпечення стабільної ліквідності (платоспроможності);
- максимізація рентабельності (як власного так і сукупного капіталу);
- мінімізація ризиків.

Основні функціональні блоки фінансового менеджменту:

- фінансування;
- оптимізація вкладення коштів в інвестиційну та операційну діяльність;
- фінансовий контролінг.

*Фінансовий менеджмент:* управління фінансуванням, управління інвестиційною діяльністю, фінансове управління операційною діяльністю.

**Рекомендована література:**

Базова: [1, 3, 4, 6, 7, 8, 9]

Допоміжна: [2, 5, 6, 8, 10, 12, 17, 18, 19, 20, 21]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

## **ТЕМА 2. ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА. ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ**

### План

1. Поняття фінансових ресурсів корпоративного підприємства. Основи їх формування та використання.
2. Склад і структура власного капіталу корпоративного підприємства.
3. Порядок формування статутного капіталу корпоративного підприємства.
4. Система показників визначення ефективності власного капіталу корпоративного підприємства.

*Ключові слова:* власний капітал, статутний капітал, сплачений капітал, нерозподілений прибуток, коефіцієнти ліквідності та платоспроможності, коефіцієнти фінансової стійкості і стабільності підприємства, коефіцієнт фінансової залежності, коефіцієнт маневреності власного капіталу, коефіцієнт співвідношення власних і залучених коштів, рентабельність власного капіталу, окупність власного капіталу.

### **1. Поняття фінансових ресурсів корпоративного підприємства. Основи їх формування та використання.**

Основою корпоративних фінансів є *фінансові ресурси* – це сукупність грошових коштів, що знаходяться у розпорядженні суб'єкта господарювання та призначені для здійснення його господарської діяльності. До фінансових ресурсів корпоративного підприємства належать його грошові фонди, а також частини грошових коштів, які не входять до складу фондів.

Джерела формування корпоративних підприємств предствалено на рис. 2.1.



Рис. 2.1 Джерела формування фінансових ресурсів

Фінансові ресурси формуються як за рахунок власних, так і зовнішніх джерел (бюджетні асигнування, кредити).

**За етапами формування** фінансові ресурси поділяють на:

- *початкові*, тобто ті, з якими підприємство розпочинає свою діяльність (статутний капітал, пайовий капітал);
- *набуті (прирощені)* - отримані підприємством у результаті його діяльності у формі чистого доходу (прибутку та амортизації), субсидій, дотацій тощо.

**За використанням:**

- *матеріалізовані*
- *в обігу*

**За правом власності або за джерелами формування** фінансові ресурси поділяються на власні та залучені.

*Власні фінансові ресурси* формуються з власних джерел фінансування. Вони утворюються вже під час організації підприємства при формуванні його статутного капіталу. У процесі виробничо-господарської діяльності власні фінансові ресурси підприємства поповнюються завдяки отриманим доходам

і прибуткам.

До власних фінансових ресурсів також можливо віднести *надані*, які у деякій фінансовій літературі виокремлюються у окрему групу, оскільки надходять до підприємство ззовні, як правило від держави або корпоративних об'єднань, але, на відміну від залучених, на безповоротній та безоплатній основі. Надані фінансові ресурси, як правило проявляються у наступних видах:

*Бюджетні асигнування*, які можуть надаватися підприємствам (як правило, державним) у таких формах:

- бюджетні інвестиції (кап вкладення);
- державні дотації (покриття збитків внаслідок держ політики);
- державні субсидії (кошти на вирішення певних завдань).

*Надходження з державних цільових фондів*, які носять строго цільовий характер.

*Надходження з централізованих корпоративних фондів*, які характеризують внутрішньокорпоративний перерозподіл фінансових ресурсів.



**Рис. 2.2 Напрями використання фінансових ресурсів корпоративними підприємствами**

Часто підприємству не вистачає власних фінансових ресурсів, і тоді воно залучає їх на фінансовому ринку у формі банківських кредитів, коштів

від емісії облігацій, інших видів боргових цінних паперів, кредиторської заборгованості тощо. Такі фінансові ресурси називають залученими. *Залучені фінансові ресурси* формують із залучених джерел фінансування.

У процесі формування фінансових ресурсів підприємств велике значення має структура їх джерел. Підвищення питомої ваги власних коштів позитивно впливає на фінансову діяльність підприємств. Висока питома вага залучених та позичкових коштів ускладнює фінансову діяльність підприємства та потребує додаткових витрат на сплату відсотків за банківські кредити, доходів на облігації.

## **2. Склад і структура власного капіталу корпоративного підприємства.**

Акціонерним визнається товариство, яке має статутний фонд, поділений на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості, і несе відповідальність за зобов'язаннями тільки майном товариства.

Акціонери відповідають за зобов'язаннями товариства тільки в межах належних їм акцій. У випадках, передбачених статутом, акціонери, які не повністю оплатили акції, несуть відповідальність за зобов'язаннями товариства також у межах несплаченої суми.

До акціонерних товариств належать: публічне товариство, акції якого вільно розповсюджуються шляхом відкритої підписки та купівлі-продажу на біржах; приватне акціонерне товариство, акції якого розподіляються між засновниками і не можуть розповсюджуватися шляхом підписки, купуватися та продаватися на біржі.

Приватне акціонерне товариство може бути реорганізоване у публічне шляхом реєстрації його акцій у порядку, передбаченому законодавством про цінні папери і фондову біржу, і внесенням змін до статуту товариства.

Поняття «капітал» звичайно асоціюється з поняттям «власність». У момент створення підприємства його стартовий капітал втілюється в активах, інвестованих засновниками (учасниками) і являє собою вартість майна підприємства. На цьому етапі, коли підприємство ще не має зовнішньої заборгованості, основна облікова формула  $A = Z + K$  набуває вигляду  $A = K$ , оскільки  $Z = 0$  (де,  $A$  – активи;  $K$  – капітал,  $Z$  – зобов'язання). Саме так трактується початковий статутний капітал Положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 2 «Баланс».

Здійснюючи підприємницьку діяльність, підприємство неминуче використовує залучені кошти, тобто утворює борги. Боргові зобов'язання підтверджують права і вимоги кредиторів щодо активів підприємства ( $A = Z + K$ ) і мають вищий пріоритет порівняно з вимогами власників.



Тому власний капітал підприємства визначається як різниця між вартістю його майна і борговими зобов'язаннями:

$$K = A - Z.$$

Власний капітал – це частина в активах підприємства, що залишається після вирахування його зобов'язань.

Визнання і оцінка власного капіталу безпосередньо залежить від визнання і оцінки його складових – активів і зобов'язань.

Слід зазначити, що сума власного капіталу – це абстрактна вартість майна, яка не є його поточною чи реалізаційною вартістю, а тому не відображає поточну вартість прав власників фірми. На суму власного капіталу суттєво впливають усі умовності бухгалтерського обліку, що були застосовані при оцінці активів і кредиторської заборгованості, і вона може лише випадково співпадати із сукупною ринковою вартістю акцій підприємства чи з сумою, яку можна отримати від продажу чистих активів частинами або підприємства в цілому.

Разом з тим, власний капітал є основою для початку і продовження господарської діяльності будь-якого підприємства, одним із найістотніших і найважливіших показників, оскільки виконує такі функції:

1) довгострокового фінансування – знаходиться у розпорядженні підприємства необмежено довго;

2) 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;

3) компенсації завданих збитків – тимчасові збитки мають погашатися за рахунок власного капіталу;

4) кредитоспроможності – при наданні кредиту, за інших рівних умов перевага надається підприємствам з меншою кредиторською заборгованістю і більшим власним капіталом;

5) фінансування ризику – власний капітал використовується для фінансування ризикованих інвестицій, на що можуть не погодитися кредитори;

6) самостійності і влади – розмір власного капіталу визначає ступінь незалежності та впливу його власників на підприємство;

7) розподілу доходів і активів – частки окремих власників у капіталі є основою при розподілі фінансового результату та майна при ліквідації підприємства.

*За формами власний капітал поділяється на дві категорії:*

– інвестований (вкладений або сплачений капітал);

– нерозподілений прибуток.

Інвестований капітал – це сума простих та привілейованих акцій за їх номінальною (оголошеною) вартістю, а також додатково вкладений капітал, який також може бути поділений за джерелами утворення.

Нерозподілений прибуток – це частина чистого прибутку, що не була розподілена між акціонерами.

*За рівнем відповідальності власний капітал поділяється на:*

– статутний капітал, сума якого визначається в установчих документах і підлягає обов'язковій реєстрації у державному реєстрі господарюючих одиниць;

– додатковий капітал (нереєстрований) – це додатково вкладений капітал, резервний капітал та нерозподілений прибуток.

Статутний і додатковий капітал виконують різні функції.

Так, статутний капітал – це первісне джерело інвестування і формування майна підприємства. На відміну від додаткового, він забезпечує регулювання відносин власності і управління підприємством, його розмір не може бути меншим за встановлену законодавством суму. Додатковий вкладений капітал – сума, на яку вартість реалізації випущених акцій перевищує їхню номінальну вартість. Інший додатковий капітал – сума дооцінки необоротних активів, вартість активів, безкоштовно отриманих підприємством від інших юридичних або фізичних осіб, та інші види додаткового капіталу.

Резервний капітал – сума резервів, створених відповідно до чинного законодавства або установчих документів за рахунок нерозподіленого прибутку підприємства.

Резервний капітал створюється в акціонерному товаристві у розмірі, встановленому установчими документами, але не менше 25 відсотків статутного капіталу. Розмір щорічних відрахувань на поповнення резервного капіталу передбачається установчими документами та здійснюється за рахунок чистого прибутку, але не може бути меншим 5 відсотків його загальної вартості.

Резервний капітал призначається на покриття непередбачених витрат, збитків, на сплату боргів підприємства при його ліквідації. Залишки невикористаних коштів переходять нанаступний рік.

Нерозподілений прибуток (непокритий збиток) – сума прибутку, яка реінвестована у підприємство, або сума непокритого збитку.

Нерозподілений прибуток є складовою частиною власного капіталу. Це прибуток, що залишається у підприємства після виплати доходів власникам та формування резервного капіталу.

Сума нерозподіленого прибутку поточного року розраховується таким чином: *нерозподілений прибуток за попередній рік плюс чистий прибуток за поточний рік мінус дивіденди за поточний рік мінус внески (якщо такі здійснюються) на поповнення резервного капіталу.*

### **3. Порядок формування статутного капіталу корпоративного підприємства**

Статутний капітал підприємства є одним із найважливіших елементів його власного капіталу. Статутний капітал відображає вартість матеріальних ресурсів, нематеріальних активів, фінансових вкладень і грошових коштів, які засновники і учасники передали у власність або розпорядження підприємству.

Поряд з цим – статутний капітал відображає зобов'язання підприємства перед засновниками і учасниками (в акціонерному товаристві перед акціонерами), на основі яких вони одержують відповідні права. Такими правами є: участь в управлінні підприємством, право на отримання дивідендів, на перепродаж акцій або передачу їх іншими способами, право на погашення акцій у разі ліквідації акціонерного товариства, право на першочергове придбання акцій у випадку проведення додаткової емісії та ін.

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

Статутний капітал на першому етапі заснування підприємства формується за рахунок внесків засновників. Такими внесками можуть бути:

- будівлі, споруди, обладнання та інші матеріальні цінності, цінні папери;

- права користування, включаючи інтелектуальну власність;

- грошові кошти, в тому числі в іноземній валюті. Величина вкладу оцінюється в гривнях і становить частку (пай) учасника у статутному капіталі.

Порядок оцінювання вкладів, внесених у формі, яка відрізняється від грошової, визначається установчими документами акціонерного товариства. Для формування статутного капіталу не допускається використання бюджетних коштів, фінансових ресурсів, які отримані в кредит і під заставу.

Майно, яке передано засновниками підприємству в процесі формування статутного капіталу, належить акціонерному товариству на правах власності, повного господарського ведення або оперативного управління. Підприємство (якщо інше не передбачено чинним законодавством або його установчими документами) має право продавати, передавати іншим юридичним особам, обмінювати, здавати в оренду, передавати безкоштовно у тимчасове користування або в борг майно, яке йому належить.

#### **4. Система показників визначення ефективності власного капіталу**

Залежно від мети та завдань аналізу в кожному конкретному випадку вибирають оптимальний саме для цього випадку комплекс показників та напрямів аналізу фінансового стану підприємства.

Слід підкреслити, що всі показники фінансового стану підприємства перебувають у взаємозв'язку та взаємозумовленості. Тому оцінити реальний фінансовий стан підприємства можна лише на підставі використання певного комплексу показників з урахуванням впливу різних факторів на відповідні показники.

В даному випадку наведемо показники, що дають змогу оцінити власний капітал підприємства. Коефіцієнти, що стосуються власного капіталу, можна згрупувати в три категорії:

- коефіцієнти ліквідності і платоспроможності;
- коефіцієнти фінансової стійкості і стабільності підприємства;
- коефіцієнти рентабельності. Розглянемо детальніше ці показники.

#### ***Рекомендована література:***

Базова: [1, 3, 4, 6, 7, 8, 9]

Допоміжна: [1, 3, 4, 10, 13, 14, 15, 17, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 34]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

### **ТЕМА 3. ПОЗИКОВИЙ КАПІТАЛ У ФІНАНСУВАННІ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА**

#### **План**

1. Склад позикового капіталу корпоративного підприємства.
2. Формування позикового капіталу у формі облігаційних позик.
3. Кредитування діяльності корпоративних підприємств.
4. Показники ефективності позикового капіталу.

*Ключові слова:* кредити, короткостроковий кредит, довгостроковий кредит, позиковий капітал, облігаційні позики, кредиторська заборгованість, ціна кредиту, ефективність позикового капіталу, коефіцієнт фінансової напруженості, коефіцієнт співвідношення між довгостроковим і короткостроковим позиковим капіталом, коефіцієнт залучення коштів, коефіцієнт залучення коштів у частині покриття запасів, коефіцієнт фінансової стійкості, коефіцієнт співвідношення боргу і обсягу продажу.

## **1.Склад позикового капіталу корпоративного підприємства**

*До складу позикового капіталу корпоративного підприємства включають:*

- короткострокові кредити та позики;
- довгострокові кредити й позики;
- кредиторську заборгованість (виступає у формі залучених коштів).

*Короткострокові кредити і позики* є джерелом покриття оборотних активів. Короткостроковою вважається заборгованість за одержаними кредитами й позиками, строк погашення якої згідно з умовами договору не перевищує 12 місяців.

*Довгостроковий позиковий капітал* (у формі кредитів і позик) спрямовується на фінансування необоротних (капітальних) і частини оборотних активів. Довгострокові кредити і позики показують у бухгалтерському балансі як довгострокові зобов'язання зі строком погашення більше 12 місяців після звітної дати.

Порівняно з фінансуванням через позики, що залучають з фондового ринку (емісія корпоративних облігацій), *використання довгострокових кредитів забезпечує позичальнику такі переваги:*

- відпадають витрати на друкування документарних емісійних цінних паперів, їх розміщення, оплату послуг фінансових посередників;
- правові відносини між позичальником і кредитором відомі небагатьом особам;
- умови надання кредиту визначаються партнерами по коленій кредитній угоді;
- зменшується строк між: поданням заяви і одержанням кредиту від банку порівняно знаходженням коштів з фондового ринку;
- 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. 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:

$$ПК_{ВК} = \frac{C_{П} \times (1 - П_{П})}{1 - РВ_{ВК}},$$

де ПК<sub>ВК</sub> – вартість позиченого капіталу, який залучають у формі банківського кредиту;

С<sub>П</sub> – ставка процента за банківський кредит, %;

П<sub>П</sub> – ставка податку на прибуток, долі одиниці;

РВ<sub>ВК</sub> – рівень витрат позичальника з залучення банківського кредиту в його сумі, долі одиниці.

***Політика залучення, банківського кредиту включає такі основні етапи:***

- визначення цілей використання банківського кредиту;
- оцінка співвідношення між короткостроковим і довгостроковим кредитом (з урахуванням альтернативних форм залучення позикового капіталу: комерційного кредиту, небанківських позик);

- вивчення й оцінка комерційних банків – потенційних кредиторів позичальника (таку оцінку проводять за привабливістю кредитної політики банку для позичальника);

- зіставлення умов можливого залучення окремих видів кредитів у різних банках.

***Для вирішення питання про вибір банку-кредитора необхідно враховувати такі фактори:***

- загальну характеристику банку: склад засновників, організаційно-правову форму, цілі й політику банку на ринку позикового капіталу, контингент його клієнтів тощо;

- результати діяльності банку за останній рік: розмір власного капіталу, позиції на фінансовому ринку, фінансову стійкість і ін.);

- якість і різноманітність послуг, які надає банк та тощо.

***Для позичальника важливе значення мають такі параметри:***

- швидкість здійснення розрахункових операцій;
- можливість одержання недорогих кредитів;
- мінімізація витрат на відкриття розрахункових, валютних і спеціальних рахунків і якостей обслуговування;
- можливість вигідного вкладання свого капіталу тощо.

## **2. Формування позикового капіталу у формі облігаційних позик**

Однією з форм залучення довгострокового позикового капіталу є розміщення облігаційних позик.

***Корпоративні облігації*** – це іменні облігації, емітентом яких є юридична особа (крім міжнародної фінансової організації), що здійснює підприємницьку діяльність з метою одержання прибутку, а також інші юридичні особи у встановлених законом випадках.

Емісія корпоративних облігацій здійснюється юридичними особами тільки після повної сплати внесків до свого статутного капіталу. Корпоративні облігації підтверджують обов'язки емітента за ними та не дають право на участь в управлінні емітентом. Юридична особа має право здійснювати емісію *відсоткових та/або дисконтних облігацій* на суму, що не перевищує трикратний розмір власного капіталу або розмір забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами.

Порядок емісії, обігу та викупу цільових корпоративних облігацій встановлюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Рішення про емісію корпоративних облігацій приймається відповідним органом управління емітента згідно із законами, що регулюють порядок створення, діяльності та припинення юридичних осіб відповідної організаційно-правової форми.

*Облігація засвідчує право власника потребувати її погашення (виплати номінальної вартості і процентів або номінальної вартості по дисконтованій облігації) у встановлений строк.*

У рішенні про емісію облігацій мають бути визначені форми, строки й інші умови їх розміщення. Номінальна вартість усіх випущених облігацій має не перевищувати розмір статутного капіталу товариства або величину забезпечення, наданого товариству третіми особами з метою їх розміщення. Товариство може випускати облігації з одночасним строком погашення або облігації зі строком погашення по серіях у певні строки. Погашення облігацій здійснюється у грошовій формі або іншим майном у відповідності до рішення про їх розміщення.

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:

$$ПК_0 = \frac{C_{кп} \times (1 - Пп)}{1 - P_{ЕК}}$$

де  $ПК_0$  – вартість позикового капіталу, що залучають за рахунок емісії облігацій, %;

$C_{кп}$  – ставка купонного процента за облігацією, %;

$Пп$  – ставка податку на прибуток, долі одиниці;

$P_{ЕК}$  – рівень емісійних витрат щодо обсягу емісії, долі одиниці.

У другому випадку розрахунок вартості позики здійснюють за формулою:

$$ПК_0^1 = \frac{Д \times 100}{(H_0 - Д) \times (1 - P_{ЕК})}$$

де  $ПК_0^1$  – вартість позикового капіталу, що залучають за рахунок емісії облігацій, %;

$H_0$  – номінал облігації;

$Д$  – середня сума дисконту (процента) за облігацією, грн.;

$P_{ЕК}$  – рівень емісійних витрат щодо суми залучених за рахунок емісії грошових коштів, долі одиниці.

***Залучення позикового капіталу у формі випуску облігацій забезпечує акціонерному товариству такі переваги:***

1) емісія облігацій не призводить до втрати контролю над управлінням товариством (як у разі випуску акцій);

2) облігації можуть бути емітовані при відносно невисоких фінансових зобов'язаннях за процентами (порівняно зі ставками процента за банківський кредит або дивідендами за акціями), оскільки вони забезпечуються майном товариства і мають пріоритет у виплаті процентів (за рахунок прибутку до оподаткування);

3) облігації мають більшу можливість розповсюдження, ніж акції, внаслідок меншого рівня ризику для інвесторів, оскільки вони забезпечені майном товариства.

***У той же час емісія має такі негативні наслідки для товариства:***

1) облігації не можуть бути емітовані для формування статутного



капіталу і покриття тимчасової нестачі грошових коштів. Його зручніше покривати за рахунок залучення короткострокового банківського або комерційного кредиту; емісія облігацій пов'язана зі значними додатковими витратами емітента і потребує тривалого строку залучення коштів; розміщення облігацій на більшу суму можуть собі дозволити лише відомі акціонерні компанії (корпоративні підприємства);

2) рівень фінансової відповідальності товариства за своєчасну виплату процентів і основної суми боргу при погашенні облігацій дуже високий, оскільки стягнення цих сум при тривалому простроченні платежів здійснюється через процедуру банкрутства;

3) 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. Це ставить емітента у невигідні фінансові умови порівняно з одержувачем банківського кредиту.

### **3. Показники ефективності позикового капіталу**

Для оцінки ефективності позичених коштів застосовують систему аналітичних показників. Найголовнішими з них є такі.

1. *Коефіцієнт фінансової напруженості (КФН):*

$$K_{\text{ФН}} = \frac{\text{Позикові кошти}}{\text{Вартість майна}}$$

Показує частку позикових коштів у валюті балансу позичальника. Рекомендоване значення показника не більше 0,5.

2. *Коефіцієнт співвідношення між; довгостроковим і короткостроковим позиковим капіталом (Кс):*

$$K_{\text{с}} = \frac{\text{ДПК}}{\text{КПК}}$$

де ДПК – довгостроковий позичений капітал за бухгалтерським балансом на останню звітну дату;

КПК – короткостроковий позичений капітал за бухгалтерським балансом на останню звітну дату.

Даний показник індивідуальний для коленого позичальника й аналізується за ряд періодів.

3. *Коефіцієнт залучення коштів (Кзк):*

$$K_{\text{зк}} = \frac{\text{КПК}}{\text{ОА}}$$

де КПК – короткострокові позичені кошти зі строком погашення до 12 місяців за бухгалтерським балансом клієнта на останню звітну дату;

ОА – оборотні активи за бухгалтерським балансом позичальника на

останню звітну дату.

Цей показник характеризує ступінь фінансової незалежності позикодержувача від позикових коштів. Чим нижчий рівень даного коефіцієнта, тим вища кредитоспроможність позичальника.

Рекомендоване значення показника не більше 0,7 (70%).

4. *Розраховують також: коефіцієнт залучення коштів у частині покриття запасів ( $K_{зк}$ ):*

$$K_{зк} = \frac{ЗК}{\text{Запаси}},$$

де ЗК – залучені кошти за балансом на останню звітну дату.

Частка власних оборотних коштів у покритті запасів має складати не менше 50%, останні 50% відшкодовують короткостроковими позиками банку і кредиторською заборгованістю за товарними операціями. Власні оборонні кошти виражають різниці між; оборотними активами і короткостроковими зобов'язаннями за пасивом балансу.

5. *Узагальнений коефіцієнт фінансової стійкості  $УК_{фс}$  визначають за формулою:*

$$УК_{фс} = \frac{ВК+ДЗ}{\text{Активи}},$$

де ВК – власний капітал за балансом позичальника;

ДЗ – довгострокові зобов'язання за балансом позичальника.

Даний коефіцієнт відображає ту частину активу балансу, яку покривають за рахунок найбільш стійких джерел. Рекомендоване значення коефіцієнта – 0,7 (70%).

6. *Коефіцієнт капіталізації ( $K_k$ ):*

$$K_k = \frac{\text{Довгострокові зобов'язання}}{\text{Довгострокові зобов'язання+Власний капітал (акціонерний капітал)}}$$

Даний показник концентрує увагу на використанні клієнтом постійних джерел фінансування. Він характеризує ступінь залежності корпоративні підприємства від її довгострокових кредитів і позик у постійних (фіксованих) пасивах. Цей показник індивідуальний для кожної окремої взятої корпоративні підприємства.

7. *Коефіцієнт співвідношення боргу і обсягу продажу ( $K_{сбо}$ ):*

$$K_{сбо} = \frac{\text{Сукупні зобов'язання}}{\text{Дчистий обсяг продажу (без непрямих податків)}},$$

До складу сукупних зобов'язань включають довгострокові і короткострокові позичені кошти. Взаємозв'язок між сукупним боргом і обсягом продажу полягає в тому, що від останнього параметру у кінцевому підсумку залежить обсяг грошових коштів, необхідних для погашення боргових зобов'язань. Якщо зобов'язання корпоративні підприємства збільшуються пропорційно обсягу продажу, то фінансовим менеджерам потрібно буде компенсувати видатки на збільшення боргу або шляхом пошуку більш дешевих джерел кредиту, або шляхом зниження умовно постійних витрат, щоб більша частина доходів від продажу трансформувалася у прибуток.

8. *На рівень ліквідності балансу позичальника має значний вплив строк надання позики. Середній період надання кредиту може бути встановлений за формулою:*

$$\text{Період надання кредиту}_{(\text{дні})} = \frac{\text{Середній залишок позикової заборгованості за період}}{\text{Середньоденна виручка від продажу товарів (нетто)}}$$

Тривалість періоду: рік – 360 днів, півріччя – 180 днів, квартал – 90 днів.

Розглянуті показники аналізують за декілька періодів (кварталів, років) і роблять висновок про поточну і потенційну кредитоспроможність позичальника.

#### ***Рекомендована література:***

Базова: [1, 3, 4, 6, 7, 8, 9]

Допоміжна: [1, 3, 4, 10, 13, 14, 15, 17]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

## **ТЕМА 4. ВАРТІСТЬ КАПІТАЛУ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА ТА МЕТОДИ ЇЇ ОЦІНКИ**

### **План**

1. Сутність та види вартості капіталу корпоративного підприємства.
2. Основні аспекти концепції вартості капіталу.
3. Теорія зміни вартості грошей у часі.
4. Методи оцінки вартості капіталу корпоративного підприємства.

***Ключові слова:*** вартість, капітал, вартість капіталу, активи, вартість активу, номінальна вартість, ринкова вартість, емісійна вартість, книжкова вартість, ліквідаційна вартість, відновна вартість, ціна, прості відсотки,

складні відсотки, майбутня вартість (Future Value) інвестицій, теперішня вартість (Present Value) майбутніх грошових потоків, ануїтет, чиста теперішня вартість (Net Present Value), внутрішня норма прибутку (Internal Rate of Return) інвестиційних проектів.

## **1. Сутність та види вартості активів і капіталу корпоративного підприємства**

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

**Вартість капіталу (певного виду)** – це ціна, яку корпоративне підприємство платить за його залучення з певного джерела. Вона визначається процентною ставкою, яку необхідно сплачувати за використання капіталу. А з точки зору кредиторів й інвесторів вартість капіталу – це норма дохідності, яку вони хочуть за свій капітал, даючи його в користування.

З погляду корпоративні підприємства це мінімальна ставка доходу, яку мають принести інвестиції, щоб можна було розраховуватися з інвесторами і кредиторами.

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 корпоративні підприємства, 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 корпоративні підприємства, що перебувають в обігу.

**Ліквідаційною** називається **вартість**, за якою об'єкт оцінки може бути реалізований на відкритому ринку в обумовлений термін. Визначається для активів, утримання яких призводить до заповідання 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.

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

оцінки вартості корпоративних цінних паперів, вартості акціонерного капіталу або/і компанії загалом.

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

## **2. Основні аспекти концепції вартості капіталу**

Слід виділити такі основні аспекти концепції вартості капіталу.

*1. Рівень вартості капіталу суттєво відрізняється за окремими його елементами (компонентами).* Щоб вартість кожного елемента капіталу була співставною, її виражають зазвичай річною ставкою відсотка. Рівень вартості кожного елемента капіталу не є постійною величиною і суттєво коливається в часі під впливом різних факторів.

*2. Оцінювання вартості капіталу здійснюється не лише в розрізі його елементів, але й по підприємству загалом.* Показником такого оцінювання є середньозважена вартість капіталу [weighted average cost of capital - WACC].

Середньозважена вартість капіталу характеризує рівень витрат підприємства (у %) на його залучення з усіх джерел. Вихідною базою її формування є дані, отримані у процесі поелементної оцінки капіталу

*3. Ефективне формування капіталу в процесі розвитку підприємства потребує оцінки його граничної вартості.*

Під граничною вартістю капіталу [marginal cost of capital] розуміють вартість кожної нової його одиниці, що додатково залучається підприємством.

Гранична вартість капіталу для кожного окремого елемента капіталу при його додатковому залученні зростає (стрибокподібно)

Наприклад, ціна нового кредиту буде більшою. Відповідно зростає середньозважена вартість капіталу підприємства. Гранична середньозважена вартість капіталу характеризує приріст середньозваженої вартості капіталу підприємства, який виникає внаслідок залучення додаткової одиниці капіталу. Розрахунок цього показника здійснюють за формулою:

$$ГСВК = \Delta СВК / \Delta К,$$

де ГСВК – гранична середньозважена вартість капіталу;  $\Delta СВК$  – приріст середньозваженої вартості капіталу;  $\Delta К$  – приріст капіталу підприємства в результаті його додаткового залучення.

Отже, залучення додаткового капіталу підприємства як за рахунок власних, так і за рахунок позикових джерел має на кожному етапі розвитку підприємства свої економічні межі. Це пов'язано зі зростанням

середньозваженої його вартості.

### 3. Теорія зміни вартості грошей у часі.

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 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 проектів

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

Процентна ставка

$$r = ((FV - PV) / PV) \cdot 100\%,$$

де  $FV$  – кінцева сума, що повертається після завершення операції (майбутня вартість);

$PV$  – сума початкового внеску капіталу (теперішня вартість).

Дисконт (облікова ставка)

$$d = ((FV - PV) / PV) \cdot 100\%$$

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

$$FV = PV (1 + T r),$$

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

При нарахуванні складних відсотків початковий капітал нарощується разом з відсотками.

Тому сума, що повертається в кінці операції, становитиме

$$FV = PV(1 + r)^T, \text{ де } (1 + r)$$

$T$  – коефіцієнт нарощування.

Зважаючи на вплив фактора часу, вартість (ціна) активів визначають як теперішню вартість ( $PV$ ) їх майбутніх грошових потоків. Чиста теперішня вартість  $NPV$  – це різниця між дисконтованою (теперішньою) вартістю майбутніх грошових потоків  $PV$  і початковими інвестиціями  $I$  за інвестиційним проектом. Якщо  $NPV > 0$ , то проект можна інвестувати, оскільки буде одержано реальний дохід, якщо  $NPV < 0$ , то це не вигідний варіант, оскільки початкові інвестиції не покриваються дисконтованими майбутніми доходами.

З погляду примноження багатства акціонерів метою менеджерів корпоративні підприємства має бути пошукі реалізація інвестиційних проектів, що забезпечать сумарно найбільше значення  $NPV$ . Якщо  $NPV = 0$ , початкові інвестиції відшкодовуються, але прибутку не буде одержано.

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

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

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



#### 4. Методи оцінки вартості капіталу корпоративного підприємства.

Оцінювання вартості капіталу підприємницьких структур здійснюється на основі таких теоретико-методичних підходів (рис. 4.1).



**Рис. 4.1** Методичні підходи до оцінювання вартості капіталу корпоративного підприємства

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*.

Для оцінки вартості компанії за методом дохідності виконують такі процедури:

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

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

За певних застережень метод дохідності може бути прийнятним і для

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

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

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

- прибутковістю роботи підприємств та її динамікою;
- балансовими показниками вартості основних та оборотних засобів, кредиторської заборгованості;
- котируванням акцій ПАТ на біржовому та позабіржовому ринках;
- властивостями пакета акцій, що пропонуються до продажу на комерційному конкурсі;
- станом фінансового ринку України, що впливає на розмір дисконтних ставок, які використовуються для розрахунку.

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

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

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

Початковий етап оцінки – трансформація та нормалізація фінансової звітності оцінюваної компанії за період, який дає змогу виявити закономірності та тенденції в її розвитку. Мета цих процедур – звести до мінімуму вплив усіх випадкових чинників для коректнішого порівняння з

компаніями-аналогами. Вони суттєво відрізняються за корпоративною стратегією, обліковою і дивідендною політикою та багатьма іншими показниками, які впливають на вартість підприємств. Використовуючи найважливіші характеристики, необхідно відібрати відносно невелику кількість компаній-аналогів. Як правило, для порівняння використовують інформацію про компанії-аналоги щодо національного ринку.

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

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

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

У кожному конкретному випадку визначають найефективніший мультиплікатор.

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

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

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

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

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

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

***Рекомендована література:***

Базова: [1, 3, 4, 6, 7, 8, 9]

Допоміжна: [1, 3, 4, 10, 13, 14, 15, 17]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

**ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 2**  
**КОРПОРАТИВНЕ ПІДПРИЄМСТВО ТА ФІНАНСОВИЙ РИНОК.**  
**ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ РЕОРГАНІЗАЦІЇ КОРПОРАТИВНИХ**  
**ПІДПРИЄМСТВ ТА ДІЯЛЬНОСТІ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНИХ**  
**КОРПОРАЦІЙ**

**ТЕМА 5. МІСЦЕ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА НА**  
**ФІНАНСОВОМУ РИНКУ**

**План**

1. Корпоративні підприємства як учасники фінансового ринку.
2. Сутність та види корпоративних цінних паперів.
3. Курсова вартість корпоративних цінних паперів на фінансовому ринку та чинники, що її визначають.

***Ключові слова:*** фінансовий ринок, фінансові посередники, корпоративні цінні папери, акція, корпоративна облігація, конвертована облігація, депозитарні розписки, кредитні ноти, первинний ринок цінних паперів, вторинний ринок цінних паперів, спекулятивний капітал.

**1. Корпоративні підприємства як учасники фінансового ринку**

Основним із завдань, яке постають перед сучасними корпоративними підприємствами, є залучення фінансових ресурсів для здійснення і розвитку діяльності, а також вкладення вільних грошових коштів у різні фінансові

інструменти з метою отримання доходу. Ці можливості надаються їм завдяки існуванню фінансового ринку. Таким чином, корпоративні підприємства як учасники фінансового ринку можуть бути як у ролі *позичальників*, так і в ролі *інвесторів*.

Часто корпоративні підприємства виходять на фінансовий ринок, зокрема на такий ключовий його сегмент, як ринок цінних паперів, задля вирішення наступних фінансових завдань:

- збільшення статутного капіталу та інших складових власного капіталу;
- збільшення прибутку шляхом раціональної інвестиційної політики;
- залучення позикових коштів, забезпечення раціональної структури капіталу;
- забезпечення ліквідності і платоспроможності;
- захист від інвестиційних ризиків;
- злиття і поглинання тощо.

*Головною перевагою корпоративного підприємства як форми організації бізнесу є простота передачі прав власності та порівняно швидке отримання додаткових грошових ресурсів за допомогою емісії нових пакетів акцій.*

Обидві ці переваги реалізуються на фінансовому ринку, який відіграє важливу роль у корпоративному фінансуванні індустріально розвинених країн.

Головна відмінність корпоративного підприємства від інших форм організації бізнесу в тому, що вона існує незалежно від її власників. Обмежена відповідальність – важлива перевага в порівнянні з індивідуальним підприємством або товариством. Корпоративне підприємство має право привертати капітал в грошовій формі від свого імені, не покладаючи на своїх власників необмежену відповідальність. Отже, для задоволення претензій до корпоративні підприємства неможливо конфіскувати особисте майно акціонерів. Право на частину власності корпоративні підприємства підтверджується часткою в акціонерному капіталі, причому кожному власнику акцій належить та частина майна корпоративні підприємства, яка відповідає довше його акцій в загальному об'ємі. Ці акції можна продати, що є ще однією перевагою акціонерної форми власності. Крім того, корпоративне підприємство продовжує свою діяльність і у разі вибуття окремих утримувачів акцій із-за продажу свого пакету іншим інвесторам.

Таким чином, основні відмінні риси корпоративні підприємства - наявність загального капіталу, розділеного на певну кількість рівних часток

(акцій), а також принцип розділення відповідальності.

*Перша особливість* робить вкладення засобів в корпорацію менш ризикованим, оскільки принцип обмеженої відповідальності знімає з акціонерів майнову відповідальність у разі невдачі комерційної діяльності акціонерної компанії як єдиного цілого. На практиці, проте, виникає певна суперечність: з одного боку, можливі ризиковані спекулятивні операції, оскільки акціонери у разі банкрутства корпоративні підприємства втрачають тільки свій внесок, але не все майно. З іншого боку, участь акціонерів в управлінні компанією пропорційно об'єму вкладених в неї засобів сприяє ефективному контролю за діями її керівництва і раціональному використанню активів і власного капіталу.

*Друга особливість* (розділення відповідальності) сприяє мобілізації значних фінансових ресурсів в статутні капітали акціонерних суспільств. Це робить можливим реалізацію масштабних інвестиційних проектів, що не під силу малим і середнім компаніям.

*Третя особливість* полягає в тому, що в умовах невизначеності, властивої економічним процесам, що відбуваються в ринковому середовищі, інвестори прагнуть розподілити ризики шляхом вкладення своїх засобів у фінансові активи різних компаній. Для оптимальної диверсифікації (різноманітності) вкладень необхідно, щоб інвестор володів портфелем цінних паперів багатьох емітентів. Подібного розподілу засобів неможливо добитися без відділення власності від управління акціонерною компанією. Таким чином, можна стверджувати, що корпоративна форма організації бізнесу краще за інших підходить для диверсифікації власником - інвестором його активів, оскільки дозволяє володіти відносно невеликими долями в акціонерному капіталі різних компаній.

*Четверта особливість* полягає в тому, що відділення власності від управління сприяє економії витрат на отримання інформації. Менеджери можуть зібрати і узагальнити досить точні і докладні відомості про виробничий і фінансовий потенціал компанії, необхідні для ухвалення управлінських рішень. Власникам корпоративні підприємства досить мати загальні уявлення про її виробничу і фінансову діяльність, тобто про те, наскільки ефективно корпоративне підприємство працює і приносить прийнятний прибуток.

*П'ята особливість* полягає в тому, що корпоративна форма організації підприємницької діяльності особливо раціональна при відділенні власності від управління, оскільки допускає досить часті зміни у складі власників (у зв'язку з переходом має рацію власності на акції) без порушення нормальної діяльності компанії. Безліч акцій різних корпорацій на світовому

фінансовому ринку постійно переходять від одних власників до інших, не роблячи негативного впливу на якість управління компаніями.

У практику США корпоративні підприємства має право займати грошові кошти і володіти власністю, виступати позивачем і відповідачем, укладати контракти з партнерами. Корпоративне підприємство може бути генеральним або обмеженим контрагентом в товаристві, а також володіти акціями іншої акціонерної компанії. Тому заснувати її складніше, ніж організувати інші форми бізнесу.

Формування корпоративні підприємства починається з підготовки засновницьких документів - договору і статуту. Засновницький договір містить ряд відомостей, включаючи назву корпоративні підприємства, очікуваний термін її діяльності (в більшості випадків він необмежений), мету бізнесу, імена її власників і керівників, кількість дозволених до випуску акцій, об'єм сплаченого акціонерного капіталу і ін. Після отримання дозволу від властей штату випускають статут корпоративні підприємства, що затверджує її як юридична особа, і встановлюють умови її діяльності.

У крупних корпоративне підприємствах акціонери (співвласники) і менеджери - це звично різні групи липнув. Акціонери обирають правління (Рада директорів), правління призначає тих, що ведуть менеджерів, які відповідають за управління справами корпоративні підприємства на користь акціонерів. Номінально акціонери контролюють діяльність корпоративні підприємства за допомогою обрання Ради директорів (Наглядової ради).

В результаті розділення власності корпоративна форма організації бізнесу володіє поряд переваг. Частина капіталу, представлена акціями, може бути передана іншим власникам, і тому період існування корпоративні підприємства не лімітований. Вона здійснює залучення пайового і боргового капіталу від свого імені. В результаті акціонери несуть обмежену відповідальність за боргові зобов'язання корпоративні підприємства. Найбільше, що вони можуть втратити, - це грошові кошти, які вони вклали в її акції. Відносна простота передачі власності, обмежена відповідальність акціонерів за її борги, необмежений період життя - незаперечні переваги корпоративної форми організації бізнесу.

Якщо корпоративні підприємства необхідний додатковий власний капітал, то вона має право випустити нові пакети акцій і привернути сторонніх інвесторів. У крупних корпорацій США (*Ford, General Motors* і ін.) - сотні тисяч власників (акціонерів). У таких випадках володіння долями акціонерного капіталу може мінятися, не роблячи при цьому впливу на продовження діяльності корпоративні підприємства.

*Істотним недоліком корпоративної організації в окремих країнах є її*

*подвійне оподаткування.* Як юридичну особу корпоративне підприємство сплачує податок на прибуток (дохід). Дивіденди акціонерів як їх особистий дохід також оподатковуються. Проте і в цьому випадку незручність виникає лише в певних обставинах. На практиці існують способи, що дозволяють уникати подвійного оподаткування. Наприклад, малі компанії у формі товариства сплачують тільки податок на прибуток у умовах гострої потреби в капіталі, характерної для розвиненої ринкової економіки, виявилася неспроможність одноосібної власності і товариства, внаслідок чого корпоративне підприємство стала найважливішою організаційною формою сучасного бізнесу. Корпоративне підприємство у формі акціонерної компанії має багато різновидів у всьому світі. Правила поведінки на ринку міняються від країни до країни, але головні характеристики - колективна (публічна) форма власності і обмежена відповідальність - залишаються. Такі фірми часто називають акціонерними або публічними компаніями з обмеженою відповідальністю залежно від їх специфіки і країни походження.

## **2. Сутність та види корпоративних цінних паперів**

Серед сучасних науковців та практиків існують різні підходи до тлумачення терміну "корпоративні цінні папери". При цьому велику увагу дослідники приділяють видам цінних паперів, які можуть бути включені в цю категорію.

З цього приводу також існує безліч думок. Наприклад, існує точка зору, що до корпоративних цінних паперів можна віднести лише окремі емісійні папери. У спільній статті Ю.В. Петленко, Г.В. Решетова зазначають, що корпоративний цінний папір — це цінний папір, емітентом якого виступають акціонерні товариства, організації і підприємства інших організаційно-правових форм власності, а також фонди, банки та інвестиційні компанії. До основних документів на ринку корпоративних цінних паперів можна віднести акції, облігації, чеки і векселі.

О. Барановський дає таке визначення: "Корпоративний емісійний цінний папір — це емісійний цінний папір, який випускається комерційною організацією, заснованою на об'єднанні участі та капіталів, яка передбачає її власнику відповідний обсяг прав".

Існує ще одна концепція, в якій слово "корпоративні" у назві корпоративних цінних паперів співвідноситься з корпоративними правами, а не з корпоративними організаціями-емітентами, тому їх емітентами можуть бути не всі корпоративні організації, а лише ті з них, хто має право випускати цінні папери, що наділяють їх власників правами участі в управлінні ними. Прихильниками даної концепції є Ю.В. Петленко, Г.В. Решетова, які



вказують на те, що тільки акція може вважатися єдиним корпоративним цінним папером, тобто цінним папером, що засвідчує право членства в акціонерному товаристві.

Іншими словами, акція безпосередньо пов'язана з діяльністю і існуванням корпоративні підприємства. При цьому вважається, що акція не має конкретного кінцевого строку погашення, носить безстроковий характер, адже, за загальним правилом, строк дії акції прирівнюється до терміну існування корпоративні підприємства. Ще одним прихильником концепції можна назвати Б. Стеценко. На думку автора, корпоративним цінним папером визнається емісійний цінний папір із встановленими законодавством реквізитами та формою, визнаний державою, що надає власнику немайнові та майнові права протягом всього строку існування емітента.

На ринку недержавних цінних паперів можна виділити два основних інструменти – це **акції**, які виражають власний капітал, і **облігації** – особлива інвестиційна вартість, що виражає позикові, боргові відносини між інвестором і емітентом. На відміну від власників акцій власники облігацій не мають права власності або частки в капіталі компанії, що випустили облігацію. Це зумовлено тим, що облігації є кредитними зобов'язаннями, тобто власники облігацій лише дають в борг свої гроші емітенту.

Також до корпоративних цінних паперів належать **похідні цінні папери акціонерних товариств** – ф'ючерси та опціони, де базовим активом є акції. Обмежені корпоративні права мають привілейовані акції, які не дають права управління акціонерним товариством.

На сучасному етапі розвитку фінансів у фінансовому забезпеченні функціонування акціонерного капіталу почали активно використовуватися *новітні фінансові інструменти*. Усі вони мають *подвійну економічну природу (конвертовані облігації, депозитарні розписки тощо)*, тому й відповідних властивостей вони набувають лише за певних умов.

**Конвертована облігація** – це облігація, яка надає її власнику право за певних умов (наприклад, через визначений період часу) конвертувати даний цінний папір у заздалегідь визначену кількість акцій (простих або привілейованих). Конвертовані облігації об'єднують у собі окремі характеристики як облігацій, так і акцій.

Зазначимо, що *як інструмент залучення акціонерного капіталу конвертовані облігації можна розглядати лише за умови їх подальшого обміну* на прості або привілейовані акції.

Як інструмент залучення акціонерного капіталу можуть використовуватися й похідні цінні папери (деривативи), базовим активом яких є акції. Одним із найбільш розповсюджених таких деривативів є

*депозитарні розписки.*

**Депозитарна розписка** – це розписка, що видана банком-депозитарієм, яка відповідає певній кількості акцій товариства, та засвідчує що дані акції поміщені на зберігання у банку- кастодіані в країні емітента цінних паперів на ім'я банку-депозитаря.

*Найбільш розповсюджені – американські депозитарні розписки* (ADR, емітуються для обігу на фондових ринках США, а також, у окремих випадках, можуть отримати лістинг на інших біржах світу) та *глобальні депозитарні розписки* (GDR, емітовані для обігу поза фондовими ринками США).

**Кредитні ноти та ноти участі у кредиті** можна віднести до інструментів залучення акціонерного капіталу *лише за умови*, що власники таких цінних паперів *мають право (опціон) на їх конвертацію у акції компанії* (або, наприклад, право обміну на депозитарні розписки товариства). Інструментами залучення акціонерного капіталу можуть виступати й деякі інші похідні цінніпапери, базовим активом яких є акції.

Тобто **головною ознакою** фінансових інструментів залучення акціонерного капіталу *є можливість отримання їх власником (інвестором) права на володіння й розпорядження визначеною кількістю акцій товариства* (це стосується як квазіінструментів так і похідних цінних паперів).

З іншого боку, можна стверджувати, що *акції є основним інструментом залучення акціонерного капіталу*, оскільки саме вони лежать в основі окремих похідних цінних паперів та квазі-інструментів, які використовуються при фінансовому забезпеченні акціонерного капіталу.

### **3. Курсова вартість корпоративних цінних паперів і чинники, що її визначають**

Цінний папір - товар особливого роду. Вона виражає одночасно титул власності та право на отримання доходу. Даний товар, не маючи власної вартості, може бути проданий за високою ринковою ціною. Це обумовлено тим, що цінний папір (акція) має свій номінал і представляє частину реального капіталу, вкладеного в промислове і інше виробництво.

Якщо ринковий попит на цінний папір виявиться вище пропозиції, то ринкова вартість перевищить її номінал. Можливість значного відхилення ринкової ціни від номіналу означає виникнення фіктивного капіталу. Він є паперовим двійником реального капіталу.

**Ціна фіктивного капіталу** визначається двома факторами: співвідношенням попиту і пропозиції на капітал; величиною капіталізованого доходу по емісійних цінних паперів.

Ціна фіктивного капіталу прямо пропорційна перевищенню попиту на капітал над його пропозицією. Вона обернено пропорційна перевищенню пропозиції капіталу над його попитом і рівнем ставки банківського відсотка в країні (за кредитами і депозитами).

Тому ціна фіктивного капіталу схильна до частих ринкових коливань. За допомогою емісійного цінного паперу (акції) можна отримати доступ до реального майну чи забезпечити перехід даного майна від одного власника до іншого.

Зі сказаного можна зробити висновок про те, що фондовий ринок - це ринок реально існуючого капіталу (грошового і позичкового). На макрорівні з його допомогою регулюють стихійно протікають в національному господарстві економічні процеси. Це стосується насамперед до процесу інвестування капіталу. Даний процес припускає перелив капіталу у високоприбуткові галузі господарства з низькодохідних. У результаті відбувається вирівнювання норми прибутку на інвестований капітал. Механізм такого руху капіталу відомий: якщо зростає попит на певні товари, то, відповідно, зростають ціни на них, підвищується прибуток від їх виробництва. У галузі з новітніми технологіями спрямовується капітал з менш ефективних сфер діяльності.

Ланцюгові папери є засобом, що забезпечує роботу даного механізму. З їх допомогою мобілізують вільний капітал корпорацій і громадян та через купівлю-продаж фінансових інструментів використовують його в необхідному суспільству напрямку. В результаті виникає оптимальна структура суспільного виробництва і створюється Бездефіцитна економіка. В даному випадку суспільне виробництво відповідає сукупному попиту на товари і послуги. У цьому полягає головне достоїнство фінансового ринку.

На практиці попит на цінні папери з боку інвесторів формують під впливом наступних факторів:

- прибутковості - здатності приносити дохід у формі дивідендів, відсотків і зростання курсової вартості;
- рівня ризику - ймовірності понести певні фінансові втрати;
- ліквідності - можливості для власника отримати за них грошові кошти.

Зазначені фактори інвестор враховує при порівнянні з альтернативними варіантами вкладення свого капіталу (вкладення грошей на депозитний рахунок у банку, придбання товарів та нерухомості і т.д.).

У процесі фінансового інвестування ціноутворюючі фактори можна умовно розділити на три групи:

- об'єктивні;

- спекулятивні (ринкові);
- суб'єктивні.

Об'єктивні чинники проявляються на макро- і мікрорівнях фінансового ринку. До складу макроекономічних чинників включають:

- стійкість і перспективи розвитку економіки країни в цілому;
- співвідношення між часткою споживання і накопичення у складі валового внутрішнього продукту (ВВП);
- величину державного боргу (зовнішнього та внутрішнього) і його питома вага в обсязі ВВП;
- податкове навантаження на корпоративні підприємства і ставку позичкового відсотка;
- темпи інфляції в країні;
- курс національної валюти по відношенню до стійких зарубіжним валют;
- ступінь використання корпоративними підприємствами емісійних цінних паперів для мобілізації капіталу на виробничий розвиток та ін.

Об'єктивні макроекономічні фактори знаходяться під впливом використання реального капіталу, покладеного в основу конкретного випуску корпоративних цінних паперів (необхідність оновлення основного капіталу, фінансова стійкість і платоспроможність корпоративні підприємства, рівень її прибутковості, перспективність галузі, в якій вона працює, і ін.).

У складі спекулятивних (ринкових) чинників можна виділити наступні:

- обсяг "програмної" торгівлі цінними паперами;
- стан короткою сумарною позиції на фондовому ринку;
- скупка корпоративне підприємствами своїх акцій.

Програмна торгівля визначає можливість отримання прибутку від різниці між змінами курсу акцій і цінами ф'ючерсних контрактів на них. Даний фактор вносить додаткову нестабільність в біржову торгівлю акціями. Вплив "програмної торгівлі" може стати настільки істотним, що перевищить вплив усіх об'єктивних чинників. Така ситуація виникає у біржовій торгівлі, коли ринкові ціни на акції значно перевищують їх дійсну вартість, що служить причиною падіння попиту на них. Подібний розвиток подій нерідко призводить до біржових криз. Коротка сумарна позиція відображає загальний обсяг проданих на строк акцій. Якщо цей показник завищений, то це означає, що багато інвесторів одночасно грають на зниження курсу акцій. Наявність такої ситуації вносить додаткову нестійкість в біржову торгівлю емісійними цінними паперами. Скупка корпоративне підприємствами своїх акцій свідчить про прагнення поліпшити своє фінансове становище (особливо в умовах можливого поглинання) або про бажання власників контрольного

пакету акцій зміцнити свій вплив в корпоративні підприємства. У будь-якому випадку даний фактор може суттєво вплинути на курс акцій.

Суб'єктивні чинники різноманітні. Умовно їх можна розділити на три групи, пов'язані:

- з технічними аспектами функціонування фінансового ринку;
- методами фінансового аналізу корпоративних цінних паперів (фундаментальним або технічним аналізом);
- позиціями і думками провідних фінансових менеджерів і аналітиків корпорацій, фондових бірж, великих банків та інших інституціональних учасників ринку цінних паперів.

Таким чином, в процесі фінансового інвестування необхідно враховувати вплив об'єктивних і суб'єктивних факторів на динаміку курсової вартості емісійних цінних паперів, їх прибутковість, безпечність та ліквідність. Навіть в умовах державного регулювання економіки і біржових операцій курс корпоративних цінних паперів є важливим інтегральним показником (індикатором) для аналізу та оцінки ділової ситуації на фінансовому ринку.

Щодо вітчизняної практики фондового ринку України лише незначна частина акцій визнається ліквідними, на ньому діє обмежена кількість інституціональних інвесторів, а інвестиційний попит формується виключно крупними гравцями. Акції ж більшості українських емітентів практично не обертаються на фондовому ринку, як правило, розподілені між менеджерами та членами трудового колективу АТ або перебувають у власності великих і стратегічних акціонерів. У зв'язку з відсутністю активного ринку акцій вони є низьколіквідним активом АТ, не мають ринкової вартості і є недостатньо інвестиційно привабливими. З огляду на це слід розрізняти ті акції вітчизняних підприємств, що активно обертаються на ринку (в основі їх ринкової вартості лежить величина регулярних котирувань акцій, що виставляються учасниками фондового ринку), і ті, що не обертаються (або обмежено обертаються) на ринку, а відтак і не мають ринкової вартості (можемо визначати лише величину внутрішньої – фундаментальної – вартості, найбільш наближеної до ринкової).

Ринкова вартість акцій – це така вартість, яка є задовільною для більшості учасників ринку (продавців і покупців акцій) і формується на організованому та відкритому фондовому ринку в умовах конкуренції під впливом множини чинників макро – та мікрорівня. *Ринкова вартість акцій* – це результат низки добровільних операцій з акціями, що здійснюються незалежними продавцями і покупцями, який відображається у грошовому еквіваленті і передбачає перехід майна від одного власника до іншого на

певну дату, при цьому кожна із зацікавлених сторін діє свідомо та без примусу, маючи всю необхідну інформацію щодо цієї операції. *Внутрішня (фундаментальна) вартість акцій* формується під впливом внутрішніх чинників компанії-емітента: вартості його активів, поточного фінансовоекономічного та виробничого стану, перспектив розвитку даного бізнесу в майбутньому.

Внутрішня вартість акцій визначається за допомогою експертного оцінювання незалежним аналітиком на основі його фахових знань та досвіду і стає підґрунтям для визначення так званої рекомендованої вартості (наближеної до ринкової) в результаті застосування додаткових премій та знижок, що характеризують особливості макро- і мікрооточення конкретного акціонерного товариства.

Отже, будемо виходити з того, що ринкову вартість мають:

– акції, що активно обертаються на фондовому ринку і мають ринкові котирування професійних учасників ринку;

– акції, з пакетами яких здійснювалися реальні операції між незалежними покупцями і продавцями в умовах конкуренції та відкритої інформації про торги. Внутрішню (фундаментальну) вартість мають:

– низьколіквідні та неліквідні акції;

– акції, з пакетами яких не здійснювалися реальні операції між покупцями і продавцями або здійснювалися, але результати торгів недоступні широкому суспільству, тому не можуть використовуватися для прикладу;

– акції, вартість яких визначається на основі інших підходів, ніж ринкові котирування або реальні операції.

Процес формування ринкової вартості акцій підприємств, зауваживши при цьому, що він відбувається протягом всього життєвого циклу акціонерного товариства, в результаті чого його капітал змінюється: зростає або зменшується під впливом різноманітних чинників макро- та мікрорівня. Акціонери – власники акцій – та інвестори – потенційні акціонери – постійно відслідковують зміни стану, структури та величини капіталу товариства.

Виявлені учасниками фондового ринку (акціонерами, інвесторами, представниками інфраструктури ринку та іншими зацікавленими особами) зміни (позитивні й негативні) чинників макро- та мікрорівнів формують у кожний момент часу їх уявлення про справедливу ринкову вартість акцій АТ, за якими вони здійснюють спостереження. В підсумку це знаходить відображення у зміні учасниками фондового ринку котирувальних цін на акції. Учасники ринку акцій купують і продають акції підприємств лише за тією ціною, яка, на їх погляд, відображає найбільш точну вартість у кожний

конкретний момент. У цю ціну учасники ринку включають всю інформацію про події, що вже відбулися на ринку, а також інформацію про майбутні події, оголошені публічно або відомі їм завдяки можливості доступу до інсайдерської інформації.

Множина оцінок учасників ринку акцій про вартість акцій конкретного товариства забезпечує виникнення коридору цін, що формується з цін попиту та цін пропозиції на ринку, який відображає справедливую ринкову вартість акцій.

***Рекомендована література:***

Базова: [1, 3, 4, 6, 7, 8, 9]

Допоміжна: [2, 7, 16, 17, 19, 20]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

## **ТЕМА 6. ЕМІСІЙНА ТА ДИВІДЕНТНА ПОЛІТИКА КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА**

### **План**

1. Емісійна політика корпоративного підприємства
2. Стратегія дивідендної політики корпоративного підприємства
3. Розрахунок дивідендів за акціями корпоративного підприємства

*Ключові слова:* емісійна політика, дивідендна політика, теорія нарахування дивідендів за остаточним принципом, теорія надання переваги дивідендам, теорія мінімізації дивідендів (або теорія податкових переваг), сигнальна теорія дивідендів (теорія сигналів).

### **1. Емісійна політика корпоративного підприємства**

*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.

Емісійна політика корпоративного підприємства включає широкий спектр організаційно-технічних, інформаційних, консультаційних і інших процедур, що входять до сфери діяльності фінансового директора. Дана політика обмежена тільки випуском акцій як основного джерела формування статутного (акціонерного) капіталу корпоративні підприємства на фондовому ринку. Емісія корпоративних облігацій належить до управління залученим капіталом.

*Розробка ефективної емісійної політики включає ряд етапів.*

*Перший етап:* вивчення можливостей ефективного розміщення емісії акції, що передбачається, (якщо акціонерне товариство потребує додаткового притоку власного капіталу) можна здійснювати на основі попереднього аналізу кон'юнктури фондового ринку і оцінки інвестиційної привабливості своїх акцій.

*Другий етап:* визначення мети емісії. Виходячи з високої вартості власного капіталу, одержаного з зовнішніх джерел, цілі емісії мають бути достатньо обґрунтованими з позицій майбутнього розвитку емітента і можливостей вагомого підвищення курсової вартості його цінних паперів.

*Третій етап:* визначення обсягу емісії. При встановленні обсягу емісії доцільно виходити з раніше розрахованої потреби у власних фінансових ресурсах за рахунок зовнішніх джерел.

*Четвертий етап:* встановлення номіналу, видів і кількості емітованих акцій. Кількість і номінальна вартість розміщених акціонерами акцій фіксується у статуті корпоративні підприємства.

*П'ятий етап:* оцінка вартості залученого акціонерного капіталу. Таку оцінку здійснюють за двома параметрами:

- прогнозним рівнем дивідендів, виходячи з обраного типу дивідендної політики;
- витратам з випуску і розміщення акцій.

Розраховану вартість залученого акціонерного капіталу порівнюють з його фактичною середньозваженою вартістю (WACC) і середнім рівнем процентної ставки на ринку позикового капіталу. Лише після цього приймають остаточне рішення про емісію акцій.

*Шостий етап:* вивчення ефективних форм гарантованого розміщення цінних паперів (underwriting – «андеррайтинг»). Відкрите розміщення акцій, як правило, здійснюють як правило за допомогою фінансового посередника (ділера), який організує первинну реалізацію цінних паперів емітента на фондовому ринку. У ролі ділерів виступають комерційні і інвестиційні банки, інвестиційні фонди і компанії.

Емісійна політика корпоративні підприємства спрямована на швидке і максимально вигідне залучення додаткового акціонерного капіталу для цілей її розвитку й закріплення позицій на товарному і фінансовому ринках.

**Процедура емісії.** *Емісія акцій або облігацій підприємств* – це сукупність дій емітента щодо здійснення підписки на акції або продажу облігацій. Важливим елементом процедури збільшення статутного капіталу підприємства шляхом додаткової емісії є встановлення курсу емісії, тобто ціни, за якою товариство розміщує свої корпоративні права. Курс емісії



встановлюється у процентах до номіналу за рішенням відповідних органів підприємства. З юридичного погляду нижньою межею курсу емісії нових акцій є їх номінальна вартість, оскільки встановлена законодавча заборона на первинне розміщення акцій за ціною, нижчою за їх номінальну вартість; з економічного – номінальна вартість плюс витрати на проведення емісії.

*До основних витрат на проведення емісії належать:*

- оплата послуг аудиторів;
- оплата послуг фінансових посередників;
- витрати на друкування бланків цінних паперів;
- витрати на оплату державного мита при реєстрації емісії (0,1 % номінальної вартості запланованого обсягу емісії»);
- оплата послуг незалежного реєстратора;
- витрати на рекламу та друкування інформації про емісію (проспекту) нової емісії.

З метою стимулювання попиту на акції нової емісії їх максимальна вартість повинна бути меншою за ринковий курс акцій.

*Емісійний дохід, або ажіо* – сума перевищення доходів, отриманих від емісії (випуску) власних акцій та інших корпоративних прав над номіналом таких акцій (інших корпоративних прав).

Інакше кажучи, *емісійний дохід* – це різниця між курсом емісії і номінальним курсом корпоративних прав. Суми одержаного підприємством емісійного доходу не включаються до складу валового доходу з метою оподаткування.

Якщо збільшення статутного капіталу відбувається з метою залучення додаткових інвестиційних ресурсів, то слід керуватися принципом мінімізації витрат при залученні капіталу.

Для дрібних акціонерів низький курс емісії (а отже, висока ціна переважного права) є вигіднішим. Якщо придбання нових акцій їх не цікавить, то в результаті продажу переважних прав вони можуть отримати додаткову винагороду. У разі, коли вони вирішать придбати нові акції, при заданому обсязі капіталовкладень можна отримати більшу їх кількість.

Крупні акціонери, які мають фінансові можливості для збільшення свого пакета акцій та розширення впливу на діяльність підприємства, схилитимуться до високого курсу емісії, який ускладнює використання малими акціонерами своїх переважних прав і стимулює їх до продажу таких прав.

## **2. Стратегія дивідендної політики корпоративного підприємства**

Дивідендна політика пов'язана з використанням прибутку в

акціонерних компаніях. Ключовою метою дивідендної політики є встановлення оптимальних пропорцій між поточним споживанням прибутку власниками і її майбутнім зростанням, що максимізує ринкову ціну компанії і забезпечує її стратегічний розвиток.

Формуванню оптимальної дивідендної політики в індустріально розвинутих країнах Заходу присвячені численні теоретичні дослідження.

Найбільш поширеною є *теорія нарахування дивідендів за остаточним принципом*. Ця теорія була розроблена Ф. Модільяні та М. Міллером і одержала назву ММ теорії. Її послідовники вважають, що величина дивідендів не впливає на зміну сукупного доходу акціонерів. Тому оптимальна стратегія дивідендної політики полягає в тому, що дивіденди нараховують після того, як вивчені всі можливості капіталізації (реінвестування) прибутку. Отже, дивіденди виплачують лише в тому випадку, якщо за рахунок чистого прибутку профінансовано всі прийнятні інвестиційні проекти.

*Теорія надання переваги дивідендам* була розроблена М. Гордоном і Д. Літнером. Її автори стверджують, що дивідендна політика безпосередньо впливає на сукупне багатство акціонерів. Основний аргумент полягає в тому, що інвестори (виходячи з принципу мінімізації ризику) завжди надають перевагу поточним дивідендам перед можливими майбутніми доходами від приросту курсової вартості акцій.

*Теорія мінімізації дивідендів (або теорія податкових переваг)* полягає в тому, що ефективність дивідендної політики визначається критерієм мінімізації податкових виплат за поточними і майбутніми доходами акціонерів.

*Сигнальна теорія дивідендів (теорія сигналів)* базується на тому, що основні моделі оцінки поточної ринкової вартості акцій як вихідний елемент використовують розмір сплачуваних за ними дивідендів.

Розроблено також ряд інших теорій, які визначають дивідендну політику корпоративні підприємства («теорія клієнтури», «арбітражна теорія» С. Росса тощо).

Практичне застосування вказаних теорій дозволило сформулювати три підходи до вибору дивідендної політики корпоративні підприємства: «агресивний», «помірний» і «консервативний». Кожному з цих підходів відповідає певний тип дивідендної політики (табл. 6.1).

Таблиця 6.1

Ключові підходи до вибору дивідендної політики

Найменування підходу	Типи дивідендної політики
----------------------	---------------------------

1. Агресивний	Дотримання постійної виплати дивідендів протягом тривалого періоду незалежно від динаміки курсу акцій
2. Помірний	Методика постійного процентного розподілу чистого прибутку на виплату дивідендів і розвиток виробництва
3. Консервативний	Методика гарантованого «мінімуму» і «екстра»-дивідендів. Видача акцій замість грошових виплат.

Обраний акціонерним товариством тип дивідендної політики характеризується динамікою показників, що розраховуються за формулами:

$$K_{ВД} = \frac{ДЗА}{ЧПЗА} \quad , \quad K_{ВД} = \frac{ЧПЗА}{ДЗА}$$

де  $K_{ВД}$  – коефіцієнт виплати дивідендів (частка дивідендних виплат у чистому прибутку, що припадає на одну звичайну акцію);

$ДЗА$  – дивіденд, що припадає на одну звичайну акцію;

$ЧПЗА$  – чистий прибуток, що припадає на одну звичайну акцію;

$Кдп$  – коефіцієнт дивідендного покриття характеризує, скільки разів протягом року дивіденд потенційно може бути виплачений з чистого прибутку, що припадає на одну звичайну акцію.

*Завершальним етапом формування й реалізації дивідендної політики служить вибір форми виплати дивідендів.*

Теорії дивідендної політики тим чи іншим чином торкаються проблеми залежності між: сумою сплачених дивідендів та сумою прибутку, що може бути реінвестований.

При цьому інвестори можуть змінювати дивідендну політику компанії на іншу шляхом власної купівлі або продажу. В результаті інвестори можуть створювати саморобні дивіденди. Це означає, що незадоволені дивідендною політикою компанії акціонери можуть змінювати останню на свій розсуд. У наслідок цього, зникають будь-які переваги тієї чи іншої дивідендної політики, яку обере компанія.

Багато корпорацій надає допомогу своїм акціонерам у розробці саморобних дивідендних політик, пропонуючи акціонерам плани по автоматичному реінвестуванню дивідендів. Шляхом придбання подібних планів акціонери мають можливість автоматично реінвестувати власні дивіденди у формі готівки в акції. В деяких випадках вони одержують знижку при купівлі акцій, від чого план реінвестування стає більш привабливим для акціонерів.

### 3. Розрахунок дивідендів за акціями корпоративного підприємства

Дивіденди в акціонерних товариствах розраховуються за формулою:

$$Д = Пр - (Пд.+Витр+РФ+Іф),$$

де Пр – прибуток до розподілу;

Пд – податки і платежі з прибутку до бюджету;

Витр – витрати на утримання акціонерного товариства;

Рф – відрахування в резервний фонд;

Іф – інвестиційний фонд на розвиток виробництва.

Дивіденд акціонера розраховується шляхом множення номінальної вартості акції на дивідендну ставку і на кількість акцій. Хоча на практиці дивідендна ставка встановлюється в грошових одиницях і складає їх певну кількість на одну акцію.

Розрахунок дивідендної ставки можна здійснювати ще й таким чином:

$$ДС = (СДбп-СДПАбп) / (СФер-ВА),$$

де СДБП- сума дивідендів без податку;

СДП АБП – сума дивідендів на привілейовані акції; СФКР – статутний фонд кінця року;

ВА – вартість акцій, викуплених і не розміщених серед акціонерів.

*Виплата дивідендів готівкою.* Це найбільш проста і найпоширеніша форма здійснення дивідендних виплат.

*Виплата дивідендів акціями.* Така форма передбачає надання акціонерам знову емітованих акцій на суму дивідендних виплат. Вона становить інтерес для акціонерів, менталітет яких орієнтований на ріст капіталу в майбутньому періоді.

*Автоматичне реінвестування.* Ця форма виплати надає акціонерам право індивідуального вибору – одержати дивіденди наявними чи реінвестувати їх у додаткові акції.

*Викуп, акцій компанією.* Він розглядається як одна з форм реінвестування дивідендів, відповідно до якої на суму дивідендного фонду компанія скуповує на фондовому ринку частину акцій. Це дозволяє автоматично збільшувати розмір прибутку на одну акцію, що залишилася, і підвищувати коефіцієнт дивідендних виплат у майбутньому періоді. Така форма використання дивідендів вимагає згоди акціонерів.

#### **Рекомендована література:**

Базова: [1, 3, 4, 6, 7, 8, 9]

Допоміжна: [2, 7, 16, 17, 19, 20]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

## ТЕМА 7. ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА

### План

1. Роль інвестицій у діяльності корпоративних підприємств.
2. Інвестиційна політика корпоративного підприємства.
3. Джерела та методи фінансування інвестицій.

*Ключові слова:* інвестиції, інвестиційна політика корпоративні підприємства; принципи інвестиційної політики; фактори впливу на розробку інвестиційної політики; бізнес-план інвестиційного проекту; комерційна ефективність проекту; бюджетна ефективність проекту; джерела фінансування капітальних вкладень; амортизаційні відрахування; методи вартісної оцінки ефективності інвестиційних проектів; ставка дисконтування; чиста поточна вартість проекту; внутрішня норма дохідності; життєвий цикл товару на ринку; методи оцінки інвестиційних якостей цінних паперів; дохідність фондового портфеля.

### 1. Роль інвестицій у діяльності корпоративних підприємств

**Інвестиціями** (від латинського «invest», що означає укладати») є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход) та/або досягається соціальний та екологічний ефект (Закон України «Про інвестиційну діяльність»).

Таким чином, в Законі України «Про інвестиційну діяльність» дається визначення інвестиції як *майнових та інтелектуальних цінностей*.

Такими цінностями можуть бути:

- кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери (крім векселів);
- рухоме та нерухоме майно (будинки, споруди, устаткування та інші матеріальні цінності);
- майнові права інтелектуальної власності;
- сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навиків та виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виду виробництва, але не запатентованих ("ноу-хау");

- права користування землею, водою, ресурсами, будинками, спорудами, обладнанням, а також інші майнові права;
- інші цінності.

Підвищення ефективності виробництва і піднесення рівня господарювання у всіх ланках економіки, орієнтація народного господарства на досягнення високих кінцевих результатів вимагають подальшого вдосконалення всієї системи управління.

Успішне проведення ринкових реформ в Україні не можливе без ефективною структурної інвестиційної політики, перебудови економіки з ціллю створення сприятливого інвестиційного клімату. Корінним чином повинна змінитися діяльність інвесторів в умовах формування ринкового механізму в Україні.

Нові організаційно-правові відносини між суб'єктами інвестиційної діяльності потребують глибоких теоретичних і практичних знань для ефективного здійснення інвестицій у всій різноманітності їх форм: фінансових, реальних, інтелектуальних, інновацій.

Інвестиції в об'єкти корпоративної діяльності здійснюються в різних формах. В цілях управління і аналізу вони класифікуються за окремими ознаками.

## **2. Інвестиційна політика корпоративного підприємства**

Інвестиції відіграють надзвичайно велику роль в розвитку і ефективному функціонуванні корпоративних підприємств. Для того, щоб визначити цю роль, розглянемо два поняття – *валові і чисті інвестиції*.

*Валові інвестиції* представляють собою загальний обсяг інвестованих засобів в певному періоді, направлених на нове будівництво, придбання засобів виробництва і на приріст товарно- матеріальних засобів.

*Чисті інвестиції* представляють собою суму валових інвестицій, зменшену на суму амортизаційних відрахувань в певному періоді.

Динаміка показника чистих інвестицій відображає характер економічного розвитку країни на тому чи іншому етапі. Якщо сума чистих інвестицій складає негативну величину (тобто якщо обсяг валових інвестицій менший від суми амортизаційних відрахувань), це означає зниження виробничого потенціалу і як наслідок – зменшення обсягу випуску продукції. Якщо сума чистих інвестицій дорівнює нулю (тобто якщо обсяг валових інвестицій дорівнює сумі амортизаційних відрахувань), це свідчить про відсутність економічного росту. І, нарешті, якщо сума чистих інвестицій складає позитивну величину (тобто обсяги валових інвестицій перевищує суму амортизаційних відрахувань), це означає, що економіка знаходиться на

стадії розвитку, так як забезпечується розширене відтворення її виробничого потенціалу.

Інвестиції в об'єкти корпоративної діяльності здійснюються в різних формах. В цілях управління і аналізу вони *класифікуються за окремими ознаками*.

*За об'єктами вкладення засобів виділяють **реальні і фінансові інвестиції***.

Під *реальними інвестиціями* розуміють вкладення засобів в реальні активи – як матеріальні, так і нематеріальні (інколи вкладення засобів в нематеріальні активи, пов'язані з науково-технічним прогресом, характеризуються як інноваційні інвестиції).

*Фінансові інвестиції* – це вкладення засобів в різні фінансові інструменти: фондові цінні папери, цільові банківські вклади, депозити, паї тощо.

*За характером участі в інвестуванні виділяють **прямі і портфельні інвестиції***.

*Прямі інвестиції* являють собою вкладення в статутний капітал господарюючого суб'єкту з ціллю вилучення доходу і одержання прав на участь в управлінні даним господарюючим суб'єктом. *Портфельні інвестиції*, як правило, здійснює пасивний інвестор, який може не мати достатньої кваліфікації для ефективного вибору об'єктів інвестування і подальшого управління ними. В цьому випадку вони купують цінні папери, що випускаються іншими фінансовими посередниками (наприклад, інвестиційні сертифікати інвестиційних фондів і інвестиційних компаній), а останні зібрані таким чином інвестиційні засоби, розміщують на свій погляд – вибирають найбільш ефективні об'єкти інвестування, беруть участь в управлінні ними, а одержані доходи розподіляють серед своїх клієнтів.

*За періодом інвестування розрізняють **короткострокові і довгострокові інвестиції***.

Під *короткостроковими інвестиціями* розуміються вкладення капіталу на період не більше одного року.

Під *довгостроковими інвестиціями* розуміються вкладення капіталу більше одного року. Цей критерій прийнятий в практиці обліку, але як показує досвід, він потребує подальшої деталізації. В практиці великих інвестиційних компаній довгострокові інвестиції деталізуються наступним чином:

- до двох років;
- від 2 до 3 років;
- від 3 до 5 років;

– більше 5 років.

*За формами власності інвесторів виділяють інвестиції приватні, державні, іноземні і спільні.*

Під *приватними інвестиціями* розуміють вкладення засобів, що здійснюються громадянами, а також підприємствами недержавних форм власності.

Під *державними інвестиціями* розуміють вкладення, що здійснюються центральними і місцевими органами влади і управління за рахунок засобів бюджетів, позабюджетних фондів і позикових засобів, а також державними підприємствами і установами за рахунок власних і позичених коштів.

Під *іноземними інвестиціями* розуміють вкладення, що здійснюються іноземними громадянами, юридичними особами і державами.

Під *спільними інвестиціями* розуміють вкладення, що здійснюються суб'єктами даної країни іноземних держав.

*За регіональною ознакою виділяють інвестиції всередині країни і за кордоном.*

Під *інвестиціями всередині країни* (внутрішніми інвестиціями) розуміють вкладення засобів в об'єкти інвестування, що розміщені на території даної країни.

Під *інвестиціями за кордоном* (закордонними інвестиціями) розуміють вкладення засобів в об'єкти інвестування, що розміщені за межами територіальних границь даної країни (до цих інвестицій відноситься також придбання різних фінансових інструментів інших країн – акцій іноземних компаній, облігацій інших держав тощо).

Наведена класифікація інвестицій відображає найбільш суттєві їх ознаки, і при необхідності може бути поглиблена в залежності від підприємницьких чи дослідницьких цілей.

### **3. Джерела та методи фінансування інвестицій**

Джерелами формування інвестиційних ресурсів *на макрорівні* є:

#### ***а) зовнішні:***

– прями іноземні інвестиції; непрямі іноземні інвестиції; технічна допомога (гранти);

– кредити іноземних банків і позики міжнародних фінансових інституцій;

– добровільні внески та пожертвування іноземних компаній та громадян.

#### ***б) внутрішні:***



- бюджетні інвестиційні асигнування;
- кошти, що надходять у результаті приватизації, акціонування, паювання, внески засновників (акціонерний капітал);
- власні фінансові ресурси суб'єктів господарювання (нерозподілений прибуток, амортизація, додатковий капітал, мобілізація внутрішніх ресурсів);
- позичкові фінансові кошти (банківські та бюджетні кредити, облігаційні позики);
- кошти громадян і громадських організацій;
- безоплатні та добродійні внески юридичних осіб і громадян.

**На рівні корпоративного підприємства** можна виділити наступні джерела формування інвестиційних ресурсів:

***а) залучені інвестиційні ресурси:***

- цільові державні кредити;
- позики банків та інших кредитних структур;
- податковий інвестиційний кредит і реструктуризована заборгованість;
- емісія облігацій та інших цінних паперів;
- інвестиційний лізинг;
- зобов'язання за ф'ючерсними, форвардними контрактами, опціонами щодо операцій з цінними паперами.

***б) власний капітал:***

- статутний (акціонерний, пайовий) капітал;
- додатковий та резервний капітал (резервний та інноваційний фонди та інші кошти цільового інвестування);
- нерозподілений прибуток від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

Більш складними є питання вироблення стратегії формування інвестиційних ресурсів у акціонерних товариствах, що здійснюють реальну виробничу та інвестиційну діяльність. Як відомо, джерелами для здійснення інвестицій можуть бути як власні, так і різного роду залучені кошти.

**Закон України «Про інвестиційну діяльність» визначає такі джерела фінансування інвестицій:**

- *власні фінансові ресурси інвестора* (прибуток, амортизація, відшкодування збитків від аварій, стихійного лиха, грошові нагромадження і заощадження громадян, юридичних осіб тощо); позичкові фінансові кошти інвестора (облігаційні позики, банківські та бюджетні кредити);
- *залучені фінансові кошти інвестора* (кошти, одержані від продажу акцій, пайові та інші внески громадян і юридичних осіб);
- *бюджетні інвестиційні асигнування;*

- безплатні та добровільні внески, пожертвування організацій, підприємств і громадян.

Формування інвестиційних ресурсів потрібно розглядати як одне з найважливіших завдань не тільки інвестиційної, але і фінансової стратегії корпоративні підприємства. Вироблення такої стратегії повинно забезпечити необхідними джерелами і коштами як реалізацію інвестиційних проектів, так і нормальне функціонування і фінансову стійкість діяльності корпорацій на перспективу.

**Рекомендована література:**

Базова: [1, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9]

Допоміжна: [13, 14, 15, 17, 35, 36]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

## **ТЕМА 8. ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ РЕОРГАНІЗАЦІЇ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ**

### **План**

1. Сутність та форми корпоративної реструктуризації підприємств.
2. Підстави для порушення справи про банкрутство.
3. Фінансове забезпечення ліквідаційних процедур.

*Ключові слова:* реорганізація, форми корпоративної реструктуризації, поділ, виділення, перетворення, укрупнення, злиття, приєднання, придбання підприємства, об'єднання, синергізм, ефект синергізму, діагональне укрупнення, горизонтальне злиття, вертикальне укрупнення, антимонопольне законодавство.

### **1. Сутність та форми корпоративної реструктуризації підприємств.**

**Реорганізація** – це повна або часткова заміна власників корпоративних прав підприємства, зміна організаційно-правової форми, ліквідація окремих структурних підрозділів чи створення на базі одного підприємства кількох, наслідком чого є передача або прийняття його майна, коштів, прав та обов'язків правонаступником.

*Основні причини реорганізації:*

- суттєве розширення діяльності корпоративні підприємства, її розмірів;
- згорання діяльності;
- необхідність фінансової санації;
- необхідність зміни повноти відповідальності власників за

зобов'язаннями корпоративні підприємства;

- 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 корпоративні підприємства, яка реорганізується, що зумовлено необхідністю одержати реальну оцінку вартості підприємства з метою встановлення правильних пропорцій обміну корпоративних прав, право попередників на корпоративні права правонаступників.

Ключовим документом, який складається під час реорганізації, є передатний або розподільний баланс.

Необхідною передумовою реорганізації є рішення власників, яке приймається після детального економіко-правового обґрунтування менеджментом корпоративні підприємства доцільності такої операції. Основним документом, котрий визначає права й обов'язки сторін у процесі реорганізації та має забезпечувати оперативне її проведення й безперебійну роботу підприємства. є угода про умови проведення реорганізації (план реорганізації).

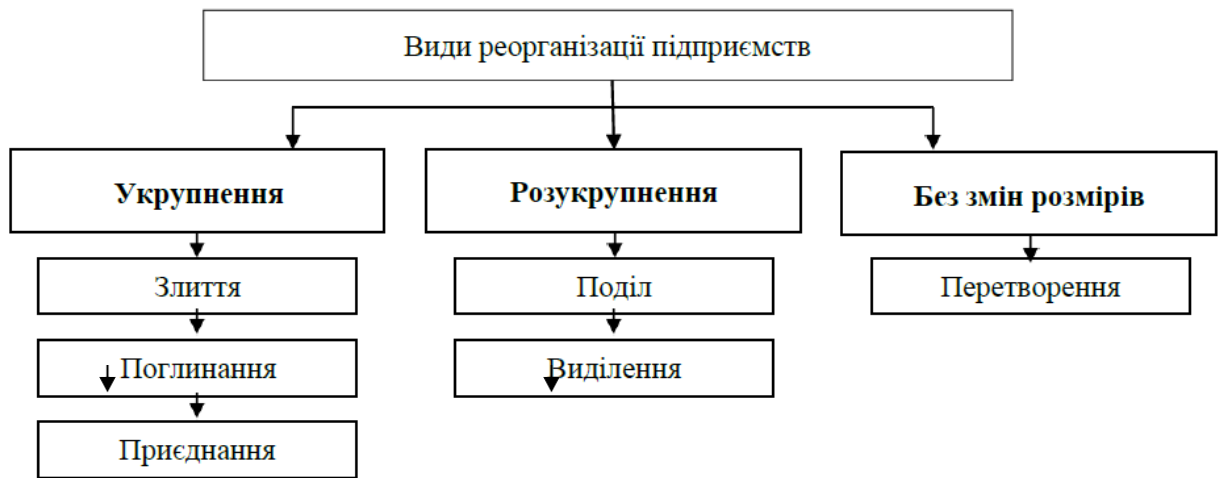
Слід ураховувати низку законодавчих передумов і вимог, зокрема:

- антимонопольного законодавства;

- щодо захисту інтересів кредиторів, власників, персоналу;

- порядок емісії акцій;

- можливі екологічні, демографічні й інші наслідки локального масштабу.



**Рис. 8.1** Форми корпоративної реструктуризації підприємств

Якщо реорганізація призводить до змін організаційно-правової форми, форми власності або назви юридичної особи, необхідно перереєструвати підприємство у відповідному державному органі.

Корпоративні підприємства необхідно дотримуватись відповідних положень і рекомендацій НКЦПФР, зокрема Порядок здійснення емісії та реєстрації випуску акцій акціонерних товариств, які створюються шляхом злиття, поділу, виділу чи перетворення або до яких здійснюється приєднання.

Приймаючи фінансові рішення в процесі реорганізації, слід урахувувати податковий аспект. Зокрема, можливість виникнення об'єкта оподаткування в результаті засвідчення у звітності прихованих резервів. При здійсненні передачі майнових прав та обов'язків слід урахувувати те, що передача активів від одного підприємства до іншого не оподатковується лише в тому випадку, якщо ця передача здійснюється як внесок одного підприємства в статутний капітал іншого для формування цілісного майнового комплексу останнього в обмін на його корпоративні права. Реорганізаційний прибуток для власників може виникнути в тому разі, якщо вартість чистих активів, що передаються правонаступнику, перевищує вартість корпоративних прав, емітованих реорганізованим підприємством.

### **Укрупнення корпоративні підприємства.**

*Форми реорганізації шляхом укрупнення:*

- злиття кількох підприємств в одне;
- приєднання одного або кількох підприємств до одного;
- придбання підприємства.

Згідно зі НПСБО 19 «Об'єднання підприємств» результатом об'єднання може бути:

- отримання інших активів чи зобов'язань;
- створення нової юридичної особи;

- отримання контрольного пакета акцій;
- передача активів об'єднаних підприємств іншому підприємству і ліквідація одного з підприємств, що об'єднуються.

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

1. *Ефект синергізму.* Синергізм – умова, за якої загальний результат є більшим за суму часток (основний принцип синергізму:  $2+2 = 5$ ). При цьому вартість підприємства після реорганізації перевищує сумарну вартість окремих підприємств до реорганізації. Ефект синергізму виникає завдяки дії таких чинників:

- економія на витратах, яка проявляється при збільшенні масштабів виробництва;

- економія фінансових ресурсів;

- збільшення влади на ринку.

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

3. Отримання надійного постачальника факторів виробництва.

4. Зменшення ризику при виході на нові ринки збуту та збільшення їх кількості.

5. Зменшення кількості конкурентів.

6. Податкові переваги. Прибуткова корпоративне підприємство може придбати компанію, яка має від'ємний об'єкт оподаткування, і таким чином отримати економію на податкових платежах.

7. Придбання активів за ціною, нижчою від вартості заміщення, передачі технологічних і управлінських знань та навичок (технологічні трансферти) тощо.

8. Диверсифікація активів та діяльності з метою зменшення ризиків і підвищення потенціалу прибутковості.

9. Попередження захоплення компанії великими корпоративними «хижаками» та збереження контролю над підприємством.

10. Особисті мотиви вищої ланки менеджерів, авторитет і престиж яких підвищуються зі збільшенням розмірів компанії, якою вони керують.

В антимонопольному законодавстві більшості країн розрізняють:

- горизонтальне злиття (приєднання, поглинання)* – об'єднання двох або більше підприємств, котрі виробляють подібні товари чи надають однакові послуги;

- вертикальне укрупнення* – об'єднання одного підприємства з його постачальником чи споживачем;

- діагональне укрупнення* – об'єднання суб'єктів господарювання

різних галузей і видів діяльності (здійснюється здебільшого з метою диверсифікації діяльності).

Якщо при злитті (приєднанні) деякі учасники виявляють бажання вийти зі складу засновників, то такий вихід доцільно оформити до моменту підписання передавального балансу, який у цьому випадку складається з урахуванням змін у розмірі статутного капіталу та активів.

У разі приєднання виникає необхідність збільшення статутного капіталу корпоративні підприємства, до якої здійснюється приєднання. Величина збільшення СК залежить від пропорцій обміну корпоративних прав та від величини СК приєднуваного підприємства.

Одна з найскладніших фінансових проблем, яка виникає під час злиття чи приєднання, – визначення пропорцій обміну корпоративних прав у СК підприємств, що реорганізуються, на акції в СК підприємства- правонаступника. За базу береться, як правило, вартість підприємств, яка розраховується:

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

2) за ринковим курсом корпоративних прав (якщо вони мають обіг на організованому фондовому ринку). Проблематика використання цього показника полягає в тому, що курс акцій може суттєво коливатись;

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

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

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

Реорганізація корпоративні підприємства, спрямована на її **розукрупнення**

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

1. Якщо у підприємства поряд з прибутковими секторами діяльності є значна кількість збиткових виробництв.

2. Якщо у підприємств високий рівень диверсифікації сфер діяльності й до них виявляють інтерес кілька інвесторів.

3. За рішенням антимонопольних органів, якщо підприємство

зловживає монопольним становищем.

4. З метою створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів), наприклад у результаті виділення з материнської компанії дочірніх підприємств.

**Основні форми розукрупнення** – це поділ та виділення.

**Поділ** – це спосіб реорганізації, за якого юридична особа припиняє свою діяльність, а на її базі створюється кілька нових підприємств, оформлених у вигляді самостійних юридичних осіб.

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

**Перетворення корпоративні 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.

Якщо в процесі реорганізації корпоративне підприємство припиняє свою діяльність, то комісія з реорганізації повідомляє кредиторів та протягом двох місяців приймає від них претензії (Цивільний кодекс України, ст. 104-109). Рішення про реорганізацію повинні прийматися % 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 корпоративні підприємства. При цьому бажано голосувати бюлетенями, щоб мати змогу довести, що саме цей акціонер проголосував проти рішення про реорганізацію.

## **2. Підстави для порушення справи про банкрутство**

Кодекс України з процедур банкрутства визначає, що підставою для застосування банкрутства до суб'єкта господарської діяльності є економічний фактор, визначений ст. 1 Кодексом України з процедур банкрутства (далі – КузПБ), а саме: нездатність боржника відновити свою платоспроможність за допомогою процедури санації та реструктуризації і погасити встановлені у

порядку, визначеному Кодексом, грошові вимоги кредиторів інакше, ніж через застосування ліквідаційної процедури або процедури погашення боргів боржника. Виключення складають кредитні спілки та страхові компанії.

*Боржник* – юридична особа або фізична особа, у тому числі фізична особа - підприємець, неспроможна виконати свої грошові зобов'язання, строк виконання яких настав.

Фактичною підставою для порушення справи про банкрутство може бути лише письмова заява про відкриття провадження у справі про банкрутство, яка подається кредитором або боржником або Національним банком України у випадках, передбачених цим Кодексом, а стосовно боржника - державного підприємства або господарського товариства, у статутному капіталі якого більше 50 відсотків акцій (часток) належать державі, - також органом (суб'єктом), уповноваженим управляти державним майном, у письмовій формі. (с.34 Кодекс України з процедур банкрутства).

Варто зауважити, що боржник подає заяву до господарського суду за наявності майна, достатнього для покриття витрат, пов'язаних з провадженням у справі.

Боржник зобов'язаний у місячний строк звернутися до господарського суду із заявою про відкриття провадження у справі у разі, якщо задоволення вимог одного або кількох кредиторів призведе до неможливості виконання грошових зобов'язань боржника в повному обсязі перед іншими кредиторами (загроза неплатоспроможності), та в інших випадках, передбачених КУзПБ. Якщо керівник боржника допустив порушення цих вимог, він несе солідарну відповідальність за незадоволення вимог кредиторів. Питання порушення керівником боржника зазначених вимог підлягає розгляду господарським судом під час здійснення провадження у справі. У разі виявлення такого порушення про це зазначається в ухвалі господарського суду, що є підставою для подальшого звернення кредиторів своїх вимог до зазначеної особи.

Кредитори мають право об'єднати свої вимоги до боржника і звернутися до суду з однією заявою, що підписується всіма кредиторами, які об'єднали свої вимоги.

### ***Відкриття провадження у справі про банкрутство***

1. Перевірка обґрунтованості вимог заявника, а також з'ясування наявності підстав для відкриття провадження у справі про банкрутство здійснюються господарським судом у підготовчому засіданні, яке проводиться в порядку, передбаченому КУзПБ.

Неявка у підготовче засідання сторін та представника державного органу з питань банкрутства, а також відсутність відзиву боржника не перешкоджають проведенню засідання.



2. У підготовчому засіданні господарський суд розглядає подані документи, заслуховує пояснення сторін, оцінює обґрунтованість заперечень боржника, вирішує інші питання, пов'язані з розглядом справи.

3. Якщо провадження у справі відкривається за заявою кредитора, господарський суд перевіряє можливість боржника виконати майнові зобов'язання, строк яких настав. Боржник може надати підтвердження спроможності виконати свої зобов'язання та погасити заборгованість.

4. У разі якщо до господарського суду до дня підготовчого засідання надійшло кілька заяв і одна з них прийнята судом до розгляду, інші ухвалою господарського суду приєднуються до матеріалів справи і розглядаються одночасно.

У разі визнання вимог заявника необґрунтованими господарський суд оцінює обґрунтованість вимог інших заяв кредиторів, приєднаних до матеріалів справи, і вирішує питання про відкриття провадження у справі у порядку, передбаченому КУЗПБ.

5. За результатами розгляду заяви про відкриття провадження у справі та відзиву боржника господарський суд постановляє ухвалу про:

відкриття провадження у справі;

відмову у відкритті провадження у справі.

6. Господарський суд відмовляє у відкритті провадження у справі, якщо: вимоги кредитора свідчать про наявність спору про право, який підлягає вирішенню у порядку позовного провадження;

вимоги кредитора (кредиторів) задоволені боржником у повному обсязі до підготовчого засідання суду.

7. Відмова у відкритті провадження у справі про банкрутство не перешкоджає повторному зверненню до господарського суду із заявою про відкриття провадження у справі про банкрутство за наявності підстав, встановлених КУЗПБ.

8. В ухвалі про відкриття провадження у справі про банкрутство зазначається про:

відкриття провадження у справі про банкрутство;

визнання вимог кредитора та їх розмір;

введення мораторію на задоволення вимог кредиторів;

введення процедури розпорядження майном;

призначення розпорядника майна, встановлення розміру його винагороди та джерела її сплати;

вжиття заходів щодо забезпечення вимог кредиторів шляхом заборони боржнику та власнику майна (органу, уповноваженому управляти майном) боржника приймати рішення щодо ліквідації, реорганізації боржника, а також

відчужувати основні засоби та предмети застави;

строк подання розпорядником майна до господарського суду відомостей про результати розгляду вимог кредиторів, який не може перевищувати одного місяця та 20 днів після дати проведення підготовчого засідання суду;

дату попереднього засідання суду, яке має відбутися не пізніше 70 календарних днів, а в разі великої кількості кредиторів - не пізніше трьох місяців після дати проведення підготовчого засідання суду;

строк проведення розпорядником майна інвентаризації майна боржника, який не може перевищувати двох місяців, а в разі значного обсягу майна - трьох місяців після дати проведення підготовчого засідання суду.

### 3. Фінансове забезпечення ліквідаційних процедур

З метою *визначення фінансової ефективності* проекту поглинання або злиття використовують *стандартний метод*, який базується на техніці *дисконтованих грошових потоків*. Дисконтування грошових потоків платежів і надходжень та визначення їх сальдо у формі чистого дисконтованого доходу (**ЧДД**) необхідне для більш точної оцінки майбутнього ефекту реалізації санаційного проекту.

Умови фінансової реалізованості і показники ефективності визначаються на базі грошового потоку (ГПШ), конкретні складові якого залежать від виду об'єкта, який оцінюють.

На різних стадіях розрахунку, виходячи з їх цілей і фінансової реалізованості, санаційні проекти оцінюють у поточних і прогнозованих цінах.

Чистим доходом (**ЧД – Net Value – NV**) вважають накопичений ефект (сальдо грошового потоку) за розрахунковий період: де сумування поширюється на всі етапи розрахункового періоду.

$$\text{ЧД} = \sum_m \text{ГП}_m$$

Найбільше практичне поширення має показник чистого дисконтованого доходу (**ЧДД – Net Present Value – NPV**), тобто накопиченого дисконтованого ефекту за визначений період часу.

**ЧДД** встановлюється за формулою:

$$\text{ЧДД} = \sum_m \text{ГП}_m \times a_m$$

де  $a_m$  – коефіцієнт дисконтування, долі одиниці.

Коефіцієнт дисконтування ( $a_m$ ) розраховується за формулою:

$$a_m = \frac{1}{(1+\Gamma)^{tm-t_0}}$$

де  $tm$  – момент закінчення етапу  $t$ ;

$\Gamma$  – норма дисконту, долі одиниці на рік;  $tm - t_0$  – період часу, років;

$t_0$  – початковий етап розрахунку.

Після цього визначають абсолютний дисконт проекту (АДП):

$$\text{АДП} = \text{ЧД} - \text{ЧДД},$$

Для визнання проекту ефективним з точки зору інвестора, необхідно, щоб **ЧДД** був додатним числом ( $\text{ЧДД} > 0$ ).

При порівнянні альтернативних проектів перевага надається тому з них, який має найбільш високе додатне значення **ЧДД** (за виконання умови його додатності).

У разі залучення різних джерел фінансування проектів, здійснюваних в рамках санаційної політики корпоративні підприємства, поряд із зниженням строків їх реалізації, враховують прийнятний для усіх учасників розподіл платежів протягом періоду життя проекту. Якщо залучають позикові кошти, доцільно забезпечити мінімальні процентні платежі і максимальні строки їх погашення.

В західних країнах фінансові операції по *поглинанню однієї компанії іншою можуть оподатковуватися, а можуть і звільнитися від податку.*

У випадку оподаткування поглинання акціонери поглинаючої компанії продають свої акції і отримують в результаті дохід, обкладений податком. При поглинанні, не обкладеним податком, угода вважається обміном акцій, а не їх продажем.

#### ***Рекомендована література:***

Базова: [1, 2, 3, 4, 6, 7, 8, 9]

Допоміжна: [1, 3, 4, 10, 13, 14, 15, 17]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

## **ТЕМА 9. ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ ДІЯЛЬНОСТІ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ**

### **План**

1. Визначення ТНК та їх роль в міжнародному бізнесі.
2. Класифікація корпорацій в економічній діяльності міжнародного

рівня.

3. Основні структури та форми організації управління ТНК.
4. Фінансове забезпечення ліквідаційних процедур.
5. Фінанси транснаціональних корпорацій.

*Ключові слова:* транснаціоналізація, транснаціональна корпорація, глобальні операції ТНК, структурний критерій, критерій результативності, поведінковий критерій, система ТНК, картель, синдикат, трест, концерн, консорціум, транснаціональні стратегічні альянси, регіональні системи управління ТНК, матрична структура управління, регіональна структура управління, функціональна структура управління.

### **1. Визначення ТНК та їх роль в міжнародному бізнесі.**

Термін «ТНК» і його еквіваленти вперше з'явилися в 60-62 роках ХХ ст. На сьогодні відсутнє будь-яке загальноприйняте визначення ТНК. Дві міжнародні організації – Організація Економічного Співробітництва і Розвитку (ОЕСР) і Комісія ООН з Торгівлі та Розвитку (ЮНКТАД) розробили свої трактування, які вважаються найбільш авторитетними.

*Згідно з ОЕСР, ТНК* зазвичай включають компанії приватної, державної або змішаної форм власності, які знаходяться в різних країнах. При цьому одна або більше з цих компаній можуть здійснювати значний вплив на діяльність інших, особливо у сфері обміну знаннями і ресурсами.

*Згідно з ЮНКТАД, ТНК* – це підприємство, яке об'єднує юридичні особи будь-яких організаційно-правових форм і видів діяльності в двох і більше країнах і здійснює проведення зв'язаної політики і загальної стратегії через один і більше центрів прийняття рішень.

Загальним чинником появи ТНК був розвиток процесів інтернаціоналізації, в основі якого – поглиблення міжнародного поділу праці та міжнародної спеціалізації, що дають змогу поліпшити економічне становище господарюючих суб'єктів і країн, які беруть участь у цих процесах. Конкретні причини виникнення ТНК можуть варіюватися. Це існування обмежень на шляху розвитку міжнародної торгівлі, сильна монопольна влада виробників, валютний контроль, транспортні витрати, відмінності в податковому законодавстві.

Транснаціональний характер діяльності ТНК давно перейшов економічні кордони і пов'язаний з розв'язанням багатьох соціальних і політичних проблем, однак переважна більшість визначень ТНК досі має в основному економічний характер.

Транснаціональні корпоративні підприємства сприяють рухові товарів і

факторів послуг (капіталу, технології, менеджменту) між національними економіками. Вони виконують цю роль як міжнародний перерозподільчий фактор за допомогою інституційних та організаційних структур, які в сукупності утворюють систему транснаціональних корпорацій.

***Виділяють три основних критерії належності до ТНК:***

- структурний критерій;
- критерій результативності;
- поведінковий критерій.

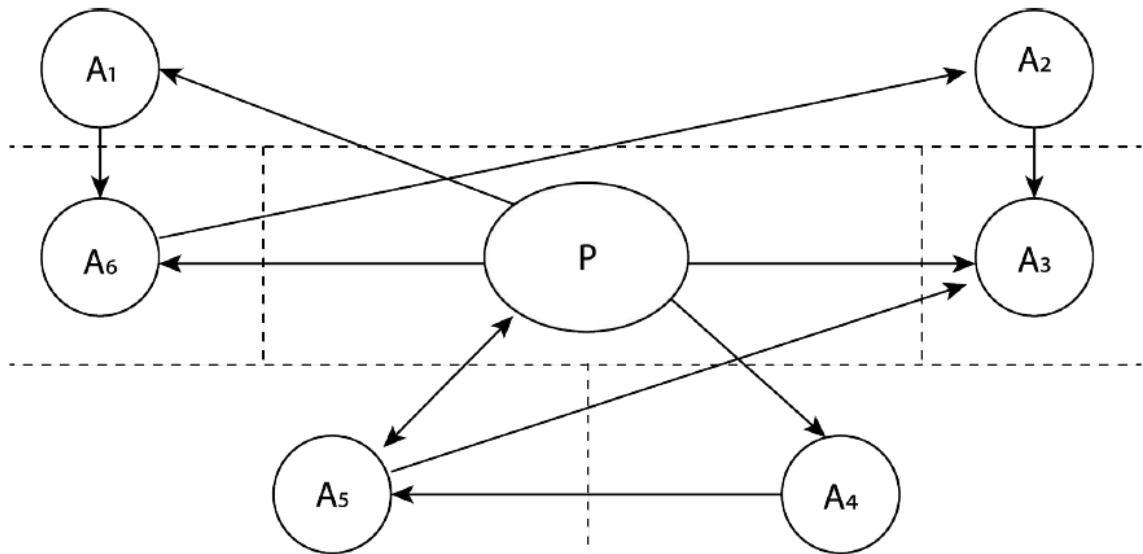
*Використовуючи структурний критерій*, ТНК може бути визначена на базі двох підходів. Згідно з першим з них, транснаціональність детермінується кількістю країн, в яких функціонує фірма. Другий підхід передбачає, що транснаціональний статус визначається належністю власників фірм або її вищого управлінського персоналу до різних країн.

*За допомогою критерію результативності* ТНК визначається на базі абсолютної кількості активів, числа робітників, об'єму продажів або доходів за кордоном.

*Згідно з поведінковим критерієм*, фірма може бути названа транснаціональною, якщо її вищий менеджмент «думає інтернаціонально». Це визначення передбачає, що у зв'язку з тим, що транснаціональна (багатонаціональна) корпоративне підприємство діє більше, ніж в одній країні, а її керівництво повинно розглядати весь світ, як сферу своїх потенційних ділових інтересів.

Формуючи тісні коопераційні взаємозв'язки, ТНК закладають міцний фундамент цілісності та взаємозалежності глобальної економіки.

Система транснаціональної корпоративні підприємства, як показано на рис. 9.1, охоплює материнську компанію (Р) та її закордонні філії (А), розташовані в різних країнах, що позначено пунктирними лініями.



**Рис. 9.1 Система транснаціональної корпорації**

Внаслідок володіння філіями *материнська компанія* визначає стратегічні цілі та контролює функціонування системи компаній. Материнська компанія (P) є центром прийняття рішень, який визначає цілі та контролює функціонування всієї системи. Головні рішення материнської компанії стосуються створення (або придбання), місцерозташування, обсягів, асортименту продукції, виробничих філій; напрямків, обсягу та змісту потоків між філіями; регіонального ринку, який обслуговуватиметься філіями. Ці стратегічні рішення формують схему переміщення факторів та виробів між підрозділами системи.

*Філії пов'язані з материнською компанією* (а в деяких випадках і з іншими філіями) міжнаціональними потоками продукції, капіталу, технологій та управління. Потоки факторів послуг, як правило, супроводжуваних потоками товарів, рухаються здебільшого від материнської компанії до філій. Будь-які з цих потоків також можуть з'єднувати пари філій.

Наприклад, A1 може передати частину своїх виробів A6, яка використовує їх для виробництва іншої продукції. A4 може передати якусь кінцеву продукцію A5, яка потім перепродує її на місцевому ринку. Вільні кошти, зосереджені в A2, можуть передаватися A3 для фінансування нарощування основного капіталу. A5 може удосконалити нову технологію, яка передається A3. Менеджер A6 може бути переведений на нову посаду до A2. Деякі вироби і фактори послуг можуть бути переведені з філії до материнської компанії, так, як від A5 до P. Більшість філій виконує як виробничі, так і маркетингові функції, але деякі з них спеціалізуються тільки

на одному з цих двох видів діяльності.

Одна з найвизначніших рис системи ТНК – це стрімкий розвиток зв'язків між філіями, оскільки керівництво материнської компанії намагається вдосконалити функціонування всієї системи. Менеджери освоюють світові ринки для товарів компанії та працюють над налагодженням зв'язків між філіями на регіональному та глобальному рівнях, щоб скористатися подібністю національних ринків, ефектом масштабу та міжнародною спеціалізацією. Внаслідок цього система ТНК стає більш інтегрованою у виробництві, маркетинговій діяльності, фінансових та наукових дослідженнях і розробках та управлінні.

## **2. Класифікація корпорацій в економічній діяльності міжнародного рівня.**

Корпоративний характер міжнародного бізнесу та ва-ріативність кон'юнктурних умов, численні конкретні підприємницькі завдання зумовлюють диверсифікацію організаційних форм господарської діяльності великих компаній, які можуть як концентрувати свою діяльність у рамках певної галузі, так і функціонувати як міжгалузеві утворення.

*Класифікація корпорацій за типами здійснюється відповідно до ступеня усупільнення капіталів і об'єднання видів (фаз) господарської діяльності.*

**Картель** – об'єднання підприємців, учасники якого узгоджують між собою обсяги виробництва, поділ ринків збуту, ціни, умови продажів і найму робочої сили, строки та інші умови платежів тощо. При цьому учасники картелів зберігають виробничу і комерційну незалежність. Враховуючи природу та цілі картельних угод, можна вважати природним, що вони, як правило, є одногалузевими.

У сфері міжнародної економічної діяльності набули поширення експортні та імпорتنі картелі. Експортні картелі використовують дочірні фірми ТНК з метою розширення експорту та здійснення узгодженої, цілеспрямованої політики на ринку певної продукції. Імпорتنі картелі створюються великими імпортерами, часто – за участю дочірніх структур ТНК для протистояння іноземним конкурентам.

Найвідоміший приклад міжнародної картельної угоди – об'єднання країн-експортерів нафти – ОПЕК. Головним змістом спільних домовленостей цих країн є узгодження обсягів видобутку нафти і вплив на ринкові ціни на неї.

**Синдикат** – форма об'єднання, за якої учасники зберігають виробничу самостійність, але втрачають самостійність комерційну відповідно до

взаємних угод. (У ширшому значенні під синдикатом розуміють комерційне об'єднання фірм задля досягнення спільних цілей.)

**Пули** – монопольні об'єднання, за яких прибутки надходять до спільних фондів, відтак здійснюється узгоджений їх розподіл відповідно до результатів експлуатації певної частини ринку, в заздалегідь обумовленій пропорції. Прикладом міжнародного пулу є «золотий пул», створений для торгівлі патентами.

**Трест** – форма об'єднання, в рамках якого учасники втрачають виробничу, комерційну, можливо – юридичну самостійність. Учасники трестів, які є також власниками акцій, розподіляють прибутки відповідно до розмірів їх пакетів акцій. Реальний контроль за трестом здійснює правління або головна компанія. Типовим для трестів є їх поширення в рамках галузей, які виробляють однорідну продукцію, хоча існують і міжгалузеві трести. ТНК як трестові об'єднання не прижилися, цей тип компанії використовується переважно у вигляді структурних підрозділів, відділень і підприємств, що входять до складу ТНК.

**Концерн** – складна форма господарської діяльності компанії, яка передбачає об'єднання підприємств промисловості, транспорту, торгівлі та банківської сфери. Типовою ситуацією є формальне збереження учасниками концернів юридичної та господарської самостійності за умови здійснення підприємницької діяльності під контролем домінуючих у них фінансових угруповань.

Характерною особливістю концернів є взаємне проникнення капіталів різних галузей, а їх головною перевагою (як форми усупільнення потенціалів виробничої діяльності) – надвелика концентрація фінансових і промислових ресурсів, оскільки в концерні можуть об'єднуватися різногалузеві комерційні структури, власники реальних ресурсів і грошей.

**Консорціуми** – специфічна форма поєднання економічних потенціалів ринкових агентів. Виникають на базі тимчасових угод між кількома банківськими і промисловими корпоративне підприємствами, фірмами з метою реалізації певних спільних проектів. Як і інші міжнародні об'єднання, консорціуми набули поширення в різних країнах і регіонах світу. Однак у деяких національних господарських системах консорціуми прижилися найбільш органічно, зокрема в Італії.

**Транснаціональні стратегічні альянси (ТСА)** – різноманітні форми союзів самих ТНК.

ТСА – особлива організаційна форма міжфірмових, міжкорпоративних зв'язків двох або більше компаній, у рамках якої здійснюється довгострокова координація економічної діяльності учасників з метою реалізації масштабних



виробничих проектів, максимізації результатів технологічної кооперації, скорочення тривалості інноваційних процесів, зниження вартості та ризикованості виробництва, поліпшення умов доступу до певних ринків.

З точки зору організаційної структури ТНК функціонують як *одно- та багатогалузеві концерни*. Одногалузеві концерни – це, як правило, горизонтально інтегровані корпоративні підприємства. Вони являють собою підприємства, що випускають велику частину однорідної продукції. Наприклад, так функціонують британська ТНК «Водафон», яка надає телекомунікаційні послуги, мережа підприємств «Fast Food».

Багатогалузеві концерни можуть існувати у формі *вертикально інтегрованих корпорацій і диверсифікованих ТНК*. Вертикально інтегровані корпоративні підприємства утворюються у результаті об'єднання при одному власникові та під єдиним контролем найважливіших сфер виробництва кінцевого продукту. Зокрема, транснаціональна нафтова компанія видобуток сирової нафти здійснює в одній країні, рафінування – в іншій, а продаж кінцевих нафтопродуктів – у третій країнах. Диверсифіковані ТНК охоплюють національні підприємства з вертикальною і горизонтальною інтеграцією.

Комплексна інтеграція в рамках ТНК потребує і комплексної організаційної структури, що виражається у створенні регіональних систем управління та організації виробництва.

***Регіональні системи управління сучасної ТНК побудовані у трьох основних видах:***

***1. Головні регіональні управління***, які несуть відповідальність за діяльність концерну у відповідному регіоні. Вони наділені всіма правами щодо координації та контролю за діяльністю філій у цьому регіоні.

***2. Регіональні виробничі управління***, які координують діяльність підприємств по лінії руху продукту, тобто відповідному виробничому ланцюжку. Регіональні виробничі управління націлені на розвиток ефективних видів виробництв, нових моделей і товарів.

***3. Функціональні регіональні управління*** забезпечують специфічні види діяльності концерну: збут, постачання, обслуговування споживачів після продажу їм товару, науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи тощо. Ці управління відповідальні за результати діяльності всіх відповідних структур у регіональному або глобальному масштабі.

Отже, ТНК є домінуючою формою функціонування міжнародного капіталу. Нині більшість ТНК – це багатогалузеві об'єднання з децентралізованою системою управління й відносно значною роллю регіональних управлінських структур.

### **3. Основні структури та форми організації управління ТНК.**

Для транснаціональних фірм одним з важливих чинників ефективності і конкурентоспроможності є вибір організаційної структури, адекватної: цілям і завданням фірми; умовам зовнішнього середовища їх діяльності. У сучасній теорії та практиці управління вважається, що стратегія фірми і вимоги зовнішнього середовища визначають структуру організації.

Найліпша структура та, яка дозволяє фірмі: 1) ефективно взаємодіяти із зовнішнім середовищем; 2) доцільно і продуктивно спрямовувати зусилля своїх працівників; 3) задовольняти потреби клієнтів і досягати своїх цілей з високою ефективністю.

Вибір структури управління ТНК залежить від певних факторів. В основі формування структури управління компанії – необхідність розробки моделі, яка дає можливість максимізувати ефективність управлінської функції та діяльності компанії в цілому.

***Найважливішими аспектами, що беруться до уваги при розробці організаційної структури менеджменту ТНК, є:***

1. Рівень диверсифікації діяльності компанії в різних галузях. Якщо компанія займається певним бізнесом, то адекватна структура управління має ефективно координувати діяльність різних функціональних підрозділів.

2. Рівень організаційно-правової та фінансово-економічної незалежності різних видів діяльності, що здійснюються в рамках ТНК. Транснаціональна компанія може займатися різними видами бізнесу, а саме: виробничою діяльністю, наданням фінансових послуг, мати власну збутову мережу. Тому структура управління ТНК повинна відображати ці особливості ведення бізнесу і враховувати обмеження й можливості, які можуть виникати в межах компанії в цілому.

3. Рівень присутності на різних регіональних ринках та види операцій, які здійснює компанія на кожному з них. Наприклад, маючи виробничі потужності в певній країні, ТНК може експортувати свою продукцію в інші країни, в яких компанія здійснює лише збут через своє представництво. Потреба в підрозділах, які виконують різні функції в представництві певної країни, отже, залежить від виду операцій компанії на відповідному ринку. Ці операції можуть змінюватися від експортно-імпортних до виробництва й здійснення будівництва виробничих потужностей під ключ.

***Функціональна структура управління ТНК.*** Функціональна організація компанії передбачає виділення підрозділів, які концентруються на певних функціональних сферах діяльності, таких, як дослідження та розробки, виробництво, маркетинг, фінанси та ін. При розробці та

впровадженні стратегії компанії завдання головних менеджерів полягає у чіткій координації дій підрозділів, які вони очолюють (рис. 9.2).



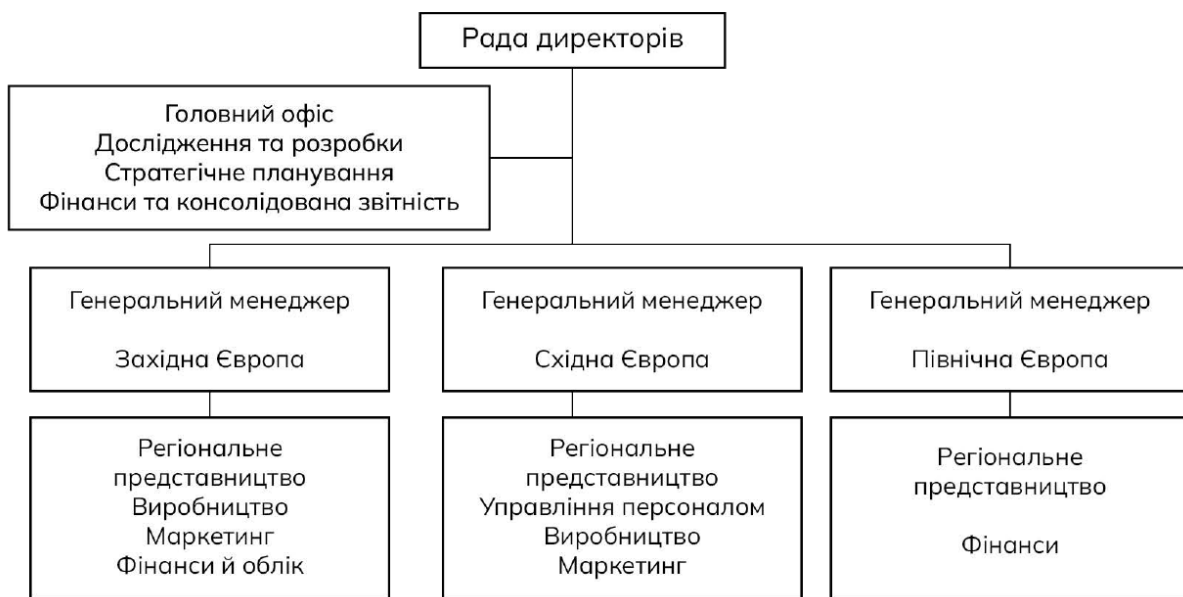
**Рис. 9.2 Функціональна структура управління ТНК**

Наведена структура управління не завжди відповідає характеру діяльності компанії, оскільки ТНК у виробничій діяльності нерідко використовують вертикальну інтеграцію. За такої інтеграції на кожній стадії виробництва – від переробки сировини до збуту готової продукції – існують значні відмінності у функціях, які виконує відповідний підрозділ. Тому останніми роками ТНК дедалі частіше використовують функціональну структуру управління, що базується на процесах. Такий підхід дає змогу реалізувати в рамках функціональної структури управління підхід до реалізації стратегічних завдань компанії з точки зору створення додаткової вартості на кожному етапі діяльності компанії (так званий підхід «value chain»).

**Регіональна структура управління ТНК.** Географічна експансія транснаціональних компаній, як правило, супроводжується еволюцією організаційних структур управління. Зміни в організаційній структурі, спричинені географічною експансією, відповідають завданням досягнення ефективного менеджменту підрозділів у різних країнах. Одним із головних етапів такої еволюції є виділення функцій, що централізовано координуються на рівні материнської компанії. Найважливіша функція головної (материнської) компанії – управління грошовими потоками, яке передбачає використання переваг, наданих законодавством у певній країні для мінімізації податків, хеджування від валютних ризиків, доступу до унікальних чи дешевих виробничих ресурсів. Через головний офіс ТНК традиційно координує дослідження та розробки, що потребують значних фінансових витрат. Результати таких робіт у майбутньому можуть бути використані для розширення виробничої діяльності та виходу на ринок з новими продуктами.

У різних регіонах функції підрозділів визначаються, виходячи, по-перше, з видів діяльності, якими вони повинні управляти; по-друге, з

існуючих потреб координації роботи регіональних підрозділів з філіями компанії в інших країнах. Функції регіональних підрозділів формуються також під впливом особливостей ринку та специфічних завдань, з якими може стикатися компанія на певному національному ринку. Традиції та існуючі регулятивні норми приймаючих країн безпосередньо визначають функції регіональних підрозділів ТНК. Загальну схему регіональної структури ТНК зображено на рис. 9.3.



**Рис. 9.3** Регіональна структура управління ТНК

**Матрична структура управління ТНК.** У межах матричної структури менеджменту організація про-цесу управління передбачає поєднання функціональних повно-важень і повноважень керівників проектів або окремих видів бізнесу. Кожен вид діяльності чи проєкт здійснює група спеціалістів, які представляють різні функціональні підрозділи компанії, підзвітні як менеджеру відповідного функціонального підрозділу, так і керівникові проєкту (або менеджеру, відповідальному за певний вид бізнесу) (рис. 9.4).



## **Рис. 9.4 Матрична структура управління ТНК**

Матрична структура управління особливо доцільна у диверсифікованій компанії, яка здійснює операції на багатьох національних ринках. Вона дає змогу управляти на основі визначення певних стратегічних видів діяльності, які уможливають реалізацію ключових компетенцій компанії. Водночас залученням до роботи над конкретними завданнями спеціалістів з різних функціональних підрозділів досягається як результативність їх праці в рамках певного стратегічного напрямку, так і високий професійний внесок, оскільки вони залишаються підзвітними своїм функціональним керівникам.

Прикладом застосування матричної структури є «Дженерал Електрик», «Сітібанк», «Боїнг» та інші ТНК з високим рівнем диверсифікації своєї діяльності та глобальними стратегіями розвитку.

### **4. Фінанси транснаціональних корпорацій**

В організаційній структурі більшості ТНК виділяють три основні блоки: фінансово-економічний, індустріально-промисловий, торгово-комерційний. Згідно з основним принципом створення і функціонування ТНК, усі блоки та їх елементи мають бути рівноправними і нести повну відповідальність за виконання покладених на них функцій. Особливість фінансово-економічного блоку порівняно з іншими двома полягає в тому, що його функціонування забезпечує нормальну діяльність усіх структурних підрозділів компанії.

Фінансово-економічний блок – це мережа кредитно-фінансових установ: комерційні банки, страхові, інвестиційні, лізингові, фінансові, пайові, трастові, пенсійні фонди і компанії.

Головне завдання фінансової складової ТНК – залучення й акумулювання фінансових коштів. Крім залучення капіталу, на фінансово-економічний блок покладається управління фінансами на основі підтримки стійкого балансу між ресурсами і заявками на ці ресурси з боку інших учасників ТНК, вироблення інвестиційної політики та здійснення капіталовкладень, забезпечення економічної безпеки, управління ризиками, правильна й ефективна побудова внутрішньої економіки всієї групи.

З огляду на функціональне призначення фінансово-економічного блоку провідна роль у ньому відведена комерційним банкам. Здійснення фінансово-кредитної діяльності в міжнародних масштабах передбачає наявність у структурі ТНК банківського об'єднання, що має розгалужену систему філій і відділень.

Для мобільного переказу кредитно-фінансових ресурсів з однієї країни в іншу міжнародні корпоративні підприємства використовують «міжнародну систему управління готівкою» (international cash management). Її суть полягає в тому, що ТНК організовує внутрішньофірмові грошові потоки так, щоб максимально знизити податки, втрати від неналежної кон'юнктури, сильної інфляції, зниження курсу валюти. У рамках системи міжнародного управління готівкою виділяють такі основні канали переміщення засобів усередині ТНК: прямий переказ капіталу; переказ дивідендів; плата за послуги (управлінські, науково-дослідницькі та ін.); плата за ліцензії; трансфертні ціни у внутрішньофірмовій торгівлі; внутрішньофірмові кредити; внутрішньофірмове страхування.

У явній формі з внутрішньофірмового руху фінансових ресурсів здійснюється тільки прямий переказ капіталу і переказ дивідендів. Прямий переказ капіталу за кордон зазвичай пов'язаний із реалізацією великого проєкту: відкриттям філії або захопленням іноземної фірми. Виплата дивідендів та їх переказ є нормальним результатом функціонування закордонного дочірнього підприємства.

Для виконання інших завдань ТНК використовують приховані методи переказу прибутку, які набувають вигляду обміну товарами і послугами між різними підрозділами фірми. Завдяки цим каналам, міжнародний концерн виводить свої прибутки з-під контролю держави, що дає можливість ухилятися від сплати податків, уникати різноманітних обмежень (наприклад, при вивезенні прибутків із країн, що розвиваються), приховано субсидувати певну філію (зокрема, для підтримання низьких цін).

Світова практика виробила достатньо ефективний механізм узгодження інтересів ТНК як єдиного організму з інтересами кожного окремого підприємства, що входить до її складу. Його принципова риса полягає в тому, що головна організація не може ставити за мету встановлення повного контролю за членами групи. Її завдання – вирішення питань підвищення ефективності діяльності всього комплексу підприємств, що входять до системи ТНК, у тому числі обмеження конкуренції, вдосконалення руху грошового капіталу, забезпечення надійності поставок і збуту, об'єднання ресурсів, взаємодопомога. Рішення можуть прийматися лише з огляду на взаємну вигоду всіх учасників.

Залежно від способу організаційної побудови і підтримки діяльності ТНК головна організація може набувати вигляду материнської компанії (холдингова структура), наради президентів головних фірм, що водночас є й нарадою керуючих чи акціонерів, виступати трастовим відділенням комерційного банку.

*Холдинговий механізм* групової організації домінуючий в утворенні та функціонуванні багатьох закордонних ТНК на національному і транснаціональному рівнях. Нерідко холдинг виступає як одинична холдингова компанія, що володіє контрольним пакетом акцій учасників групи, тому визначає її стратегію. Залежно від специфіки створюваних корпоративних структур холдингові компанії можуть виконувати різноманітні функції. Найчастіше це інвестиційна діяльність (холдингова компанія як власник контрольних пакетів акцій підприємств) або інвестиційна діяльність у поєднанні з виробничою, комерційною та іншими функціями.

Створення холдингової компанії через передачу головній фірмі частини акцій холдингу означає для підприємств делегування повноважень з управління визначеним видом діяльності спеціально організованій корпоративній структурі. Механізмом системи участі в капіталі, що гарантує материнській компанії здійснення контролю за дочірніми компаніями, є загальні збори акціонерів. Оперативний контроль охоплює, як правило, такі компоненти: угоду з фінансових питань, що регулює порядок використання річного прибутку, інвестиційної та дивідендної політики; договір про єдине управління, що визначає функції керівництва ТНК.

Координатором діяльності ТНК може бути також *трастовий відділ комерційного банку*. Нині пакети акцій промислових підприємств, що перебувають у розпорядженні банківських інститутів, досягли розмірів, які дають їм змогу встановлювати контроль за політикою корпорацій. Незважаючи на те, що комерційні банки є провідними інституціональними власниками акцій, вони не володіють значною їх кількістю, купленою за власний кошт, а переважно розпоряджаються ними як довірені особи. Основними джерелами поповнення трастів-активів комерційних банків і здійснення фінансового контролю за нефінансовими установами є пенсійні фонди, інвестиційні та страхові компанії. Фінансовий контроль, здійснюваний трастовими підрозділами, – основна форма контролю за великими нефінансовими корпоративними підприємствами.

Один із варіантів холдингової структури, представлений в розосередженому вигляді, – *взаємне володіння акціями учасників ТНК*. Учасники групи, володіючи перехресно акціями один одного, а в сумі контрольним пакетом будь-якого учасника, є стосовно нього груповим холдингом. З одного боку, це сприяє формуванню унікальної системи взаємного кільцевого контролю: кожна фірма має невеликі, недостатні для одностороннього контролю пакети акцій всіх інших фірм, а разом вони володіють контрольними пакетами акцій кожного зі своїх членів; з іншого –

перехресне володіння акціями запобігає захопленню іншими фірмами (іноземними фірмами, фірмами-конкурентами).

Такий вид регулювання діяльності ТНК являє собою гори-зоніальне об'єднання головних фірм найбільших промислових комплексів. Його характерна риса: учасники створюють під своєю егідою спільні компанії та розробляють спільні інвестиційні проекти проникнення в нові сфери, забезпечуючи зростання підприємницької активності підконтрольних структур. Це дає змогу поєднувати фінансові та інші ресурси і розподіляти ризик. Завдяки цьому готується вихід на нові напрями фінансової та господарської діяльності.

Теорія корпоративних фінансів виділяє дві основні форми фінансування корпоративні підприємства: використання власних коштів акціонерів (власний капітал) і запозичення (випуск боргових зобов'язань). Відповідно до традиційних поглядів борг є дешевшим від власних коштів через фактор оподаткування прибутку і більшу ризикованість інвестицій в акції. Однак збільшення боргу у відсотках до власного капіталу підвищує ризик фінансової чи платіжної неспроможності, призводить до збільшення витрат запозичення. Традиційна теорія корпоративних фінансів припускає існування оптимальної структури капіталу.

За цією теорією, вартість акцій корпоративні підприємства – це сумарна дисконтована вартість забезпечуваних цими акціями доходів чи дивідендів. Збільшення розміру дивідендів збільшує вартість корпоративні підприємства.

Проблема корпоративні підприємства з точки зору рівноваги на фінансовому ринку розглядається в теорії Модільяні-Міллера. Згідно з цією теорією, середньозважені витрати капіталу і вартість корпоративні підприємства не залежать від структури капіталу (фінансового левериджа), а розмір дивідендів не впливає на вартість корпоративні підприємства. Основні постулати теорії зводяться до того, що:

а) існує безризикова ставка відсотка, за якою фірми й інвестори можуть позичати й інвестувати кошти;

б) ринки капіталів абсолютно конкурентні, відсутні операційні витрати, всі інвестори мають однаковий і повний доступ до інформації про ризик і прибутковість інвестицій;

в) не існує витрат, пов'язаних з банкрутством, під якими розуміють втрату частини активів фірми;

г) відсутні податки;

д) фірми можуть бути класифіковані за ступенем ризику і розмірами та ймовірністю доходів.



Вартість компанії можна розрахувати як суму вартості боргу і власного капіталу:

$$V = S + B,$$

де  $V$  – вартість компанії;  $B$  – сума вартості боргу;  $S$  – вартість власного капіталу.

Припустимо, що компанія буде ліквідована у певний момент часу. Нехай  $X$  – ліквідаційна вартість активів корпоративної підприємства. Якщо  $B$  – величина боргу, то вимоги кредиторів будуть цілком задоволені за умови, що  $X > B$ , власники акцій отримають  $X - B$ . Якщо вартість активів менша від розмірів боргу, акціонери, згідно з принципом залишкових вимог, не отримають нічого: кошти, отримані в результаті ліквідації активів, будуть спрямовані на задоволення вимог кредиторів.

Вартість акцій на момент ліквідації компанії визначається як:

$$\text{Max} \{X - B, 0\},$$

величина платежів кредиторам:

$$\text{Min} \{x, B\}.$$

Використовуючи принцип неможливості арбітражу, мати-мемо, що поточна вартість фірми – це очікувана приведена вартість боргу і власного капіталу на момент ліквідації:

$$V = \frac{1}{(1 + k)^t} \cdot E[\text{max}\{X - B, 0\} + \text{min}\{X, B\}],$$

де  $k$  – ставка дисконтування, яка показує прибутковість альтернативних інвестицій з таким же ступенем ризику (необхідна прибутковість);  $t$  – час до ліквідації;  $E$  – оператор математичного очікування.

Це означає, що вартість фірми визначається очікуваною ліквідаційною вартістю її активів і величиною ризику, тобто ступенем впевненості у правильності оцінки ліквідаційної вартості, що виражається коефіцієнтом дисконтування.

Вартість капіталу фірми – це дисконтована вартість чистих грошових потоків (прибутку), які він генерує. Якщо вартість  $V$  із зміною структури капіталу  $B/S$  не змінюється, незмінними мають бути і витрати капіталу. Витрати капіталу в теорії Модільяні-Міллера визначаються як

$$R_c = [(S/V)R_s + (B/V)R_b],$$

де  $R_c$  – середньозважені загальні витрати капіталу;

$R_s$  – прибуток, який виплачується власникам у розрахунку на одиницю вартості капіталу;

$R_b$  – прибуток, який виплачується кредиторам у розрахунку на одиницю вартості боргу.

Теорія Модільяні-Міллера заперечує традиційне положення про

існування оптимальної структури капіталу корпоративні підприємства, що мінімізує витрати. Прямі витрати банкрутства відносно невеликі й не повинні істотно впливати на вартість запозичення. Оптимального рівня фінансового левериджа для окремої корпоративні підприємства не існує.

Дивіденди, які виплачує фірма своїм акціонерам, як правило, оподатковуються. Прибутковість інвестицій в акції має перевищувати безризикову прибутковість з державних цінних паперів як мінімум на величину податку. Традиційна точка зору, згідно з якою інвестори віддають перевагу фірмам з більш високими дивідендами, теорією Модільяні-Міллера заперечується. Інвестори з низьким рівнем доходу (за невисокої ставки оподаткування) віддадуть перевагу отриманню дивідендів, що збільшують їхнє поточне споживання. Інвестори з високими доходами можуть віддати перевагу вищому темпу зростання вартості акцій.

**4.** Фінансовий менеджмент ТНК виконує як загальні для всіх фірм функції, так і функції, притаманні лише міжнародному менеджменту, котрі зумовлені функціонуванням в неоднорідному середовищі, в умовах валютного ризику, обмежень на міжнародну торгівлю й інвестиції, політичного ризику, особливих умов оподаткування й обліку.

Якщо фірму розглядати як сукупність капіталів, що надходять з різних джерел (від інвесторів, що вкладають свої кошти в капітал компанії, кредитів, доходів, отриманих внаслідок діяльності фірми) і спрямовуються на різні цілі (придбання основних коштів, створення товарних запасів, придбання цінних паперів, готівкові гроші тощо), то управління таким рухом капіталу і є функцією фінансового менеджменту.

Основні специфічні операції, які виконуються фінансовим менеджментом ТНК, такі:

- зарубіжна інвестиційна діяльність, що охоплює:
- фінансове планування, тобто процес оцінки і вибору інвестицій довгострокового призначення, ПЗІ;
- управління інвестиційним ризиком;
- управління портфельними інвестиціями і визначення ди-версифікації портфеля за країнами;
- складання кошторисів міжнародних капіталовкладень з визначенням їх окупності;
- вибір джерел та оптимального рівня фінансування;
- визначення валюти отримання позики й виплати позики;
- фінансування міжнародної торгівлі;
- визначення вартості капіталу і прибутку на інвестований капітал;
- грошові операції між філіями в різних країнах;

- купівля-продаж іноземної валюти;
- управління валютно-кредитним і валютно-фінансовим ризиком;
- визначення шляхів зниження фінансового ризику ТНК;
- питання оподаткування;
- постійний зв'язок з ринками іноземних валют, євровалюти, єврооблігацій і т. ін.;
- визначення дивідендної політики.

При здійсненні цих функцій особливо важливе значення для міжнародного фінансового менеджменту має принцип адаптації до умов зовнішнього середовища, принцип контролю і швидкого отримання повної інформації про зміни внутрішнього і зовнішнього середовища корпоративні підприємства і принцип соціального партнерства менеджерів, працівників, акціонерів і споживачів.

У ТНК функції фінансової діяльності і бухгалтерського обліку взаємопов'язані. Бухгалтерський облік надає фінансовому директору корпоративні підприємства адекватну і своєчасну інформацію про характер і величину активів компанії. При цьому бухгалтерський облік повинен враховувати як специфіку середовища ТНК і місцеві вимоги до звітності, так і загальноприйняті принципи і правила бухгалтерського обліку в країні походження компанії при складанні зведених звітів.

Однак інтеграція ринків капіталу вимагає згладжування відмінностей між принципами бухгалтерського обліку.

ЄС з метою усунення перешкод на шляху просування капіталу уніфікував бухгалтерський облік. Міжнародний комітет зі стандартизації бухгалтерського обліку розробив стандарти (не обов'язкові до застосування), які багато в чому спираються на аналогічні стандарти США.

Однією з труднощів бухгалтерського обліку в міжнародному бізнесі є те, що доводиться виконувати операції з багатьма валютами. Звідси впливає необхідність перерахунку з однієї валюти в іншу.

У США фінансові звіти майже всіх зарубіжних американських фірм перераховуються в долари методом поточних курсів. Усі статті балансу, крім акціонерного капіталу, перераховуються в долари за поточним курсом на дату складання балансу. Всі звіти про прибутки і збитки перераховуються за середнім обмінним курсом за період, що розглядається.

Якщо місцева валюта є функціональною, то використовується метод поточних курсів, тобто на дату складання балансу. Часовий метод використовується, коли функціональною є національна валюта головної компанії, в якій вона складає свої фінансові звіти. Метод поточних курсів використовується значно частіше, ніж часовий метод.

*Проблема джерел фінансування.* В усьому світі основним джерелом фінансування ТНК є нерозподілений прибуток, а не зовнішнє фінансування (у формі боргу або емісії акцій). У зовнішньому фінансуванні переважають банківські кредити, а не інструменти ринку цінних паперів, хоча в окремих країнах (США і Велика Британія) саме фондовий ринок розглядається як основне джерело фінансових ресурсів для корпорацій.

Форми залучення фінансових коштів тісно пов'язані з розміром фірми. Для невеликих фірм банківські кредити є практично єдиним способом отримання зовнішнього фінансування. Залучення коштів через ринок цінних паперів здійснюється найбільшими корпоративне підприємствами.

*Проблема фінансових ризиків.* Ризики, що супроводжують діяльність ТНК, охоплюють ризики національних ринків, загальні для всіх інвесторів-резидентів і нерезидентів. При цьому інвестори з країн з розвинутою економікою при міжнародних інвестиціях можуть мати справу з ризиками, яких не існує на їхніх національних ринках. Наприклад, закордонні інвестори відзначають певні фактори ризиків на фондовому ринку України: корупцію, недосконале законодавство про права акціонерів, неналежне забезпечення акціонерів повноцінною інформацією, недостатній рівень корпоративного управління, низьку ефективність роботи юридичної та законодавчої систем.

Існують також додаткові ризики для нерезидентів, спричинені можливим запровадженням обмежень на діяльність нерезидентів і на вивезення капіталу й доходу.

Інша група ризиків має суто фінансовий характер. Насамперед це валютні ризики. Кожен інвестор-нерезидент постає перед ризиком різкого зниження курсів іноземних валют, яке призводить до зменшення прибутковості інвестицій у перерахунку на валюту інвестора.

Інвестор, який дбає про зменшення ризику вкладень в акції, може орієнтуватися на загальноприйняті його показники. Кількісно ризик кожного конкретного активу і валюти характеризують статистичними показниками їхньої мінливості. Такі показники наводяться у фінансових виданнях, вони можуть бути обчислені й самостійно.

У випадку з ризиком вкладення в облігації при виборі позичальників беруть до уваги те, що прибутковість на облігації має бути функцією пов'язаного з ними ризику. Існують спеціальні рейтингові агентства, що оцінюють рейтинг кредитоспроможності позичальників-емітентів облігацій. Рейтинги облігацій корпорацій публікують рейтингові агентства «Standart and Poor's», «Moody's» та інші.

*Оцінка безризикових цінних паперів.* Платежі з безризикових цінних паперів можуть бути перевищені, оскільки їхні розміри й розподіл за

термінами точно відомі. Однак багато цінних паперів не відповідають таким високим вимогам, і один з підходів до оцінки ризикованих цінних паперів фокусує увагу на інтересах самого інвестора. Покладаючись на власну оцінку ймовірності різних обставин і власні припущення щодо супроводжуваних ризиків, інвестор визначає суму, яку хоче вкласти. Такий підхід прийнятний при вкладанні коштів в один цінний папір, однак насправді цінний папір не можна оцінити без визначення можливих альтернатив. Оцінка цінних паперів відбувається в контексті ринку, її суть полягає у порівнянні однієї інвестиції або комбінації декількох інвестицій з іншими, що мають подібні характеристики.

*Взаємодія ТНК з міжнародними фінансовими інститутами.* У своїй діяльності ТНК тісно взаємодіє з міжнародними фінансовими інститутами. Міжнародні валютно-кредитні та фінансові організації умовно називають міжнародними фінансовими інститутами. З ними тісно пов'язана діяльність найбільших ТНК. Мета такої співпраці – розвиток співробітництва і забезпечення цілісності та стабілізації складного й суперечливого світового господарства.

Організаціями, з якими ТНК співпрацюють найактивніше, є:

- спеціалізовані інститути ООН: МВФ, МБРР, ГАТТ / СОТ, ЮНКТАД;
- Паризький клуб країн-кредиторів – неформальна організація промислово розвинених країн, де обговорюються проблеми врегулювання, відстрочення платежів з державного боргу країн;
- Лондонський клуб кредиторів, покликаний урегулювати приватну зовнішню заборгованість країн-боржників.

Міжнародні фінансові інститути і ТНК зосереджують свої зусилля на виконанні таких завдань:

- об'єднання зусиль світового співтовариства з метою стабілізації міжнародних фінансів і світової економіки;
- здійснення міждержавного валютного та кредитно-фінансового регулювання;
- спільне вироблення та координація стратегії і тактики світової валютної та кредитно-фінансової політики.

***Рекомендована література:***

Базова: [1, 3, 4, 6, 7, 8, 9]

Допоміжна: [9, 10, 18, 19, 20, 21]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

## СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

### Базова:

1. Господарський кодекс України : Закон України від 16 січ. 2003 р. № 436-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15>
2. Кодекс України з процедур банкрутства : Закон України від 18.10.2018 № 2597-VIII <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2597-19>
3. Податковий кодекс України : Закон України від 02 груд. 2010 р. № 2755-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>
4. Про акціонерні товариства: Закон України від 17 верес. 2008 р. №514-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/514-17>
5. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18 верес. 1991 р. №1560-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1560-12>
6. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23 лют. 2006 № 3480-IV (зі змінами та доповненнями). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>
7. Онищенко В. О., Бережна А. Ю., Птащенко Л. О., Чичкало-Кондрацька І. Б. Фінанси (державні, корпоративні, міжнародні): підруч. Київ: ЦУЛ, 2015. 600 с.
8. Фінанси підприємств: навч. посіб. / Ситник Н. С., Смолінська С.Д., Ясіновська І.Ф.; за заг. ред. Н. С. Ситник. Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2020. 402 с.
9. Юрій Е. О., Ковальчук Н. О. Корпоративні фінанси : навч. посіб. Чернівці : ЧНУ ім. Юрія Федьковича : Рута, 2019. 439 с.

### Допоміжна:

1. Білошкурський М., Заїчко І., Ковернінська Ю. Фінансовий аналіз резервів прибутку для активізації інвестиційно-інноваційної діяльності підприємства. *Journal of Innovations and Sustainability*. 2023. №7(2). URL: <https://doi.org/10.51599/is.2023.07.02.10>.
2. Блакита Г., Ситник Г. Корпоративні фінанси: детермінанти успішного управління. *Вісник Київського національного торговельно-економічного університету*. 2019. №126(4). С.16–30. URL: [https://doi.org/10.31617/visnik.knute.2019\(126\)02](https://doi.org/10.31617/visnik.knute.2019(126)02)
3. Бондарук Т. Г., Заїчко І. В., Бондарук І. С. Діагностика фінансового стану підприємства та його інвестиційної привабливості в системі фінансового менеджменту. *Науковий вісник Національної академії статистики, обліку та аудиту*. 2022. № 1-2. С.62-75. URL: <http://194.44.12.92:8080/jspui/handle/123456789/6274>

4. Гриценко Л.Л., Деркач Л.С. Дослідження формування та використання фінансових ресурсів корпоративного підприємства. *Вісник Сум ДУ. Серія «Економіка»*. 2021. № 2. С. 79–87. URL: [https://visnyk.fem.sumdu.edu.ua/issues/2\\_2021/10.pdf](https://visnyk.fem.sumdu.edu.ua/issues/2_2021/10.pdf)
5. Заїчко І., Богріновцева Л. Фінансовий менеджмент в системі забезпечення діяльності збутових підприємств. *Економіка та суспільство*. 2022. (45). URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-45-24>
6. Зимовець В. В., Терещенко О. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки. *Фінанси України*. 2015. №9. С. 78-95.
7. Ковернінська Ю. В. Теоретичні засади функціонування первинного ринку цінних паперів в Україні. *Міжнародний науковий журнал "Інтернаука". Серія: "Економічні науки"*. 2019. URL: №8. <https://doi.org/10.25313/2520-2294-2019-8-5173>
8. Коляда Т.А., Кузьменко Н.В. Управління корпоративними правами держави: оцінка ефективності та напрями реформування. *Бізнес Інформ*. 2019. №8. С. 45-52. URL: [http://www.business-inform.net/export\\_pdf/business-inform-2019-8\\_0-pages-45\\_52.pdf](http://www.business-inform.net/export_pdf/business-inform-2019-8_0-pages-45_52.pdf)
9. Марченко Т.В. Транснаціональні корпорації : навч.-метод. посіб. Чернівці : Чернівець. нац. ун-т ім. Ю. Федьковича, 2022. 184 с.
10. Небава М.І. Теорія корпоративного управління: вузлові питання. навч. посіб. Київ: Центр навчальної літератури, 2004. 295 с.
11. Огієр Т., Рагман Д., Спайсер Л. Справжня вартість капіталу: Практичний посібник з прийняття фінансових рішень / Пер. з англ.; За наук. ред. О.Б. Ватченко. Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2007. 288 с.
12. Руденко В. В. Корпоративні фінанси: сутність і особливості розвитку в сучасних умовах. *Економіка і організація управління*. ДНУ. № 2 (22). 2016, С. 247-258.
13. Ставерська Т. О., Андрющенко І. С. Фінансове планування та прогнозування в підприємствах і фінансових установах: навч. посіб. Харків: Видавець Іванченко І. С., 2013. 146 с.
14. Статистика підприємств: навч. посіб. / за ред. С. О. Матковського. 3-тє вид., стереотипне. Київ: Алерта, 2017. 560 с.
15. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / Школьник І. Боярко М., Дейнека О. та ін. Київ: Центр навчальної літератури, 2016. 368 с.
16. Фінансовий ринок : підручн.: у 2-х т. / Коваленко Ю. М., Ковернінська Ю. В., Онишко С. В., Кужелєв М. О. та ін. ; кер. авт. кол. і наук. ред. Ю. М. Коваленко. Ірпінь : Університет ДФС України, 2018. с. 830
17. Фурик В. Г., Зянько В. В., Вальдшмідт І. М. Фінанси підприємств : практикум. Вінниця : ВНТУ, 2017. 87 с.

18. Arnold G. Corporate Financial Management. L. etc. 5th Edition/ Pearson Education, 2012. 992 p.
19. Brealey R. A., Myers S. C., & Allen F. Principles of Corporate Finance. 13th Edition. New York: McGraw-Hill Education, 2019. 992 p.
20. Copeland T.E., Weston J.F., Shastri K. Financial Theory and Corporate Policy. 4th Edition. Pearson College Div, 2004. 1000 p.
21. Samuels J. M., Wilkes F. M. and Brayshaw R. E. Management of Company Finance. Fifth Edition. L., Glasgow, N.Y. etc. Chapman and Hall, 1995. 1040 p.
22. Бондарук Т. Г. Реформування місцевого оподаткування в Україні. *Актуальні проблеми економіки*. 2008. №6. С. 213-221. URL: <https://www.scopus.com/authid/detail.uri?authorId=57219844998>; <https://www.webofscience.com/wos/woscc/full-record/WOS:000258280000024>
23. Bondaruk T., Melnychuk N., Bondaruk I. Instability and its government regulation. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2018. Vol. 4. №2. Pp. 32-40. URL: <https://www.webofscience.com/wos/woscc/full-record/WOS:000439864300005>
24. Bondaruk T., Medynska T., Nikonenko U., Melnychuk I., Loboda N. Fiscal policy as a guarantee of sustainable development under military conditions. *International Journal of Sustainable Development and Planning*. 2023 Vol. 18. № 4. Pp. 1097-1102. URL: <https://doi.org/10.18280/ijstdp.180412>; <https://www.scopus.com/authid/detail.uri?authorId=57219844998>
25. Бондарук Т. Г. Державна політика підтримки малого підприємництва. *Актуальні проблеми економіки*. 2007. № 6. С. 115-121
26. Бондарук Т. Г. Механізм регулювання малого бізнесу органами місцевого самоврядування. *Науковий вісник Полтавського університету споживчої кооперації України*. 2007. № 1 (21). С. 10-13
27. Бондарук Т. Г. Зарубіжний досвід використання місцевих податків. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2008. Вип. 5 (84). С. 42-46
28. Бондарук Т. Г. Зарубіжний досвід місцевого оподаткування та можливості його застосування в Україні. *Науковий вісник Національного університету державної податкової служби України*. 2011. № 1. С. 56-66. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/znpnudps\\_2011\\_1\\_8](http://nbuv.gov.ua/UJRN/znpnudps_2011_1_8)
29. Бондарук Т. Г., Мельничук І. О. Місцеві податки та збори в Україні: суперечності та перспективи розвитку. *Бухгалтерський облік, аналіз та аудит: проблеми теорії, методології, організації*. 2014. С. 17–24. URL: [http://194.44.12.92:8080/jspui/bitstream/123456789/1219/1/3\\_2014.pdf](http://194.44.12.92:8080/jspui/bitstream/123456789/1219/1/3_2014.pdf)
30. Бондарук Т. Г., Бондарук І. С. Державне регулювання розвитку малого бізнесу і його соціальної відповідальності. *Науковий вісник Національної академії статистики, обліку та аудиту*. 2019. №3. С. 111-119.



URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/nvhastat\\_2019\\_3\\_12](http://nbuv.gov.ua/UJRN/nvhastat_2019_3_12)

31. Бондарук Т. Г., Бондарук І. С. Економічна природа організаційно-економічного механізму соціальної відповідальності бізнесу. *Науковий вісник Національної академії статистики, обліку та аудиту*. 2020. №1-2. С. 57-64.

URL: <http://194.44.12.92:8080/jspui/handle/123456789/4800>

32. Бондарук Т.Г. Точки зростання та їх роль у забезпеченні стійкого економічного розвитку територій. *Економіка та суспільство*. 2021. № 28.

URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/532>

33. Бондарук Т. Г. Фіскальна політика в умовах воєнного стану як фактор економічного розвитку територій. *Ефективна економіка*. 2022. № 12.

URL: <https://www.nayka.com.ua/index.php/ee/article/view/872>

34. Бондарук Т. Г. Фіскальна політика України як чинник сталого розвитку територій в умовах воєнного стану. *Економічні горизонти*. 2023. № 3(25). С. 57-67.

URL: <http://eh.udpu.edu.ua/article/view/286686>

35. Бондарук Т. Г. Інноваційний розвиток вітчизняних підприємств та його фінансове забезпечення: нові виклики та перспективи в умовах нестабільності.

*Наукові записки Львівського університету бізнесу та права. Серія економічна. Серія юридична*. 2023. Вип. 39/2023. С. 411-420.

URL: <https://nzlubp.org.ua/index.php/journal/article/view/1068/949>

36. Бондарук Т. Г., Заїчко, І. В., Заїчко, І. Д. Роль фінансових ресурсів в інноваційно-інвестиційному розвитку підприємств. *Академічні візії*. 2024. Вип.27.

URL: <https://academy-vision.org/index.php/av/article/view/927>

#### Інформаційні ресурси:

1. Офіційний веб-сайт Міністерства фінансів України.

URL:<http://www.minfin.gov.ua>

2. Офіційний веб-сайт Міністерства економіки України. URL:

<http://www.me.gov.ua>

3. Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України.

URL:<http://www.ukrstat.gov.ua>

4. Офіційний веб-сайт Кабінету Міністрів України. URL:

<http://www.kmu.gov.ua/>

5. Офіційний веб-сайт Верховної Ради України. URL:

<http://www.rada.gov.ua/>

6. Офіційний веб-сайт Державної податкової служби України.

URL:<http://www.sts.gov.ua>

7. Journal of Corporate Finance. URL:

<http://www.journals.elsevier.com/journal-of-corporate->