

## Ф І Н А Н С И

УДК 339.7.012

*Н.О. ВОЛОШКО*, асистент Дніпропетровського університету економіки та права*І.Г. КУРІННА*, ст. викладач Дніпропетровського університету економіки та права**МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ОБҐРУНТУВАННЯ ДЖЕРЕЛ  
ФІНАНСУВАННЯ РОЗВИТКУ КОРПОРАЦІЇ**

У статті подано методичні рекомендації щодо вибору джерел фінансування розвитку акціонерного товариства.

В статье представлены методические рекомендации относительно выбора источников финансирования развития акционерного общества.

In the article methodical recommendations are given in relation to the choice of sources of financing of development of joint-stock company.

*корпорація, капітал, ціна та структура капіталу, емісія цінних паперів, фінансування корпора-  
тивного розвитку*

Стабілізація економічної ситуації в Україні, забезпечення економічного зростання тісно пов'язані з активізацією інвестиційної діяльності, спрямованою на підвищення обсягу інвестицій у промислову сферу. Така активізація передбачає формування комплексу умов і факторів, які сприяли б зростанню капіталовкладень у розвиток галузей промисловості, розширенню кола джерел фінансування інвестиційних процесів і збільшення обсягу доступних суб'єктам господарювання дешевих інвестиційних ресурсів, необхідних для забезпечення стійкого економічного розвитку.

Різні аспекти проблеми фінансування корпоративного розвитку та вибору джерел фінансування висвітлювались у працях зарубіжних і вітчизняних вчених, а саме І. Ансоффа [1], В. Городній [2], В. Гриньова [3], М. Круглова [4], Д. Норткотт [5], В. Пономаренко [6], О. Пушкар [6], О. Тридід [6], Н. Рудик [7].

У той же час деякі важливі питання управління корпоративним розвитком акціонерного товариства до цього часу залишаються недостатньо вивченими і не мають належного науково-методичного підґрунтя для ефективного вирішення. Насамперед це стосується обґрунтування вибору джерел фінансування корпоративного розвитку акціонерного товариства.

Метою дослідження є теоретичне обґрунтування та розробка методичних рекомендацій щодо вибору джерел фінансування розвитку корпорації.

Основними джерелами фінансування інвестиційної діяльності підприємства є: власні фінансові ресурси корпорації; кошти приватних інвесторів; залучені фінансові ресурси інституціональних інвесторів. Головними критеріями вибору джерела фінансування для реалізації інвестиційного проекту, як правило, стають умови і вартість залучення інвестиційних ресурсів.

У той же час використання кожного із зазначених джерел фінансування в акціонерному товаристві (АТ) пов'язане з певними обмеженнями і додатковими вимогами, які виникають у зв'язку з необхідністю залучення й обслуговування інвестиційних ресурсів. Такі обмеження можуть справляти суттєвий вплив на поточну господарську діяльність підприємства, прийняття стратегічних і оперативних управлінських рішень. Обґрунтований вибір джерела фінансування корпоративного розвитку передбачає також повну і всебічну оцінку позитивних і негативних наслідків його використання.

Сукупність рішень щодо вибору джерел фінансування корпоративного розвитку значною мірою позначається

на структурі та порядку формування акціонерного капіталу. Особливості функціонування капіталу в рамках конкретної корпорації пов'язане з трьома основними економічними процесами: процесом формування, використання та розподілом результатів використання капіталу.

З точки зору вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності особливе значення має процес формування капіталу, який включає в себе залучення інвестиційних ресурсів з різних джерел. При цьому витрати на залучення додаткового капіталу повинні бути обов'язково зіставлені з розміром додаткового ефекту від його використання.

Базовою концепцією формування капіталу підприємства є теорія структури капіталу. Структура капіталу являє собою співвідношення всіх форм власних і позикових фінансових коштів, що використовуються підприємством у процесі своєї господарської діяльності для фінансування активів. Залучення того чи іншого джерела фінансування пов'язане для підприємства з певними витратами. Загальна сума коштів, яку треба сплатити за використання певного обсягу фінансових ресурсів, виражена в процентах до цього обсягу, називається ціною капіталу. В ідеалі передбачається, що поточні активи фінансуються за рахунок короткострокових, а кошти тривалого користування – за рахунок довгострокових джерел коштів, завдяки чому оптимізується загальна сума витрат щодо залучення коштів.

Концепція ціни капіталу тісно пов'язана з концепцією структури капіталу, а загалом на основі цих підходів відбувається прийняття більшості фінансових рішень у сфері формування капіталу. При цьому слід враховувати, що ціну капіталу не можна звести тільки до обчислення процентів, які треба сплатити власникам фінансових ресурсів. Це поняття також характеризує норму рентабельності інвестованого капіталу, яку повинно забезпечувати підприємство, щоб не зменшити свою ринкову вартість (капіталізацію).

Обґрунтований вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності

підприємства передбачає повну і всебічну оцінку позитивних і негативних наслідків його використання.

Основними вартісними методами оцінки акціонерного капіталу є методи розрахунку очікуваної прибутковості за моделлю Гордона; методи, в яких використовується модель оцінки фінансових активів (CAPM); кумулятивний метод, що враховує різні фактори, що впливають на необхідну прибутковість з акціонерного капіталу; метод на основі вартості позикового капіталу.

Також для вибору оптимальної структури капіталу широко використовують компромісну модель структури капіталу, сформовану на основі вдосконалення теорії Міллера-Модільяні.

Концептуальною основою всіх зазначених методів є переважне використання вартісного критерію оцінки доцільності використання джерел інвестицій. Проте цей критерій (який є єдиним, що піддається повній формалізації і точній кількісній оцінці) не враховує дії цілого ряду факторів (економічних, соціальних, психологічних), вплив яких може призвести до значного подорожчання і виникнення суттєвих труднощів при використанні коштів з певного джерела інвестування.

Зокрема вартісні методи оцінки не завжди враховують потенційні можливості альтернативного використання інвестиційних ресурсів. При виборі найбільш дешевого джерела фінансування також не враховується характер впливу використання коштів з певного джерела на структуру капіталу. Крім того, вартісна оцінка, хоч і включає врахування факторів ризику, але не завжди дозволяє передбачувати всі можливі несприятливі події. Фактори ризиків дуже схильні до впливу фактору часу: несприятливі події, настання яких видається малоюмовірним або тільки частково враховується при розрахунку вартості капіталу, в майбутньому можуть статися або їх вплив перевищить прогнозоване значення.

Важливим психологічним фактором, що впливає на вибір джерел залучення коштів, є також потенційна можливість впливу кредиторів та інвесторів

на процес корпоративного управління або прийняття небажаних для вищого керівництва рішень у сфері розподілу контролю над корпорацією.

Тому при виборі джерел фінансування корпоративного розвитку акціонерного товариства слід обов'язково враховувати максимально можливу кількість критеріїв і факторів, які впливають на результативність використання фінансових ресурсів.

До основних критеріїв оцінки джерел фінансування корпоративного розвитку належать: оптимальне співвідношення результатів і витрат у процесі інвестування; мінімізація ціни капіталу; мінімізація інвестиційних ризиків; відповідність основним положенням інвестиційної політики акціонерного товариства і пріоритетам інвестування; забезпечення довгострокової конкурентоспроможності та високого інноваційного потенціалу корпорації; збереження існуючої структури капіталу АТ та розподілу корпоративного контролю над його діяльністю; забезпечення високої міри господарської самостійності АТ при прийнятті управлінських рішень.

Фактори оцінки джерел фінансування корпоративного розвитку можна поділити на економічні (внутрішні і зовнішні), соціальні і ресурсно-технологічні.

До внутрішніх економічних факторів відносять: структуру капіталу АТ і розподіл контролю над його діяльністю; сферу і масштаб діяльності АТ; фінансове становище; фактичну і очікувану прибутковність роботи АТ; дивідендну політику; ділову репутацію і рівень розвитку корпоративного управління; інвестиційну привабливість АТ; потреби в інвестиційних ресурсах, а також період окупності інвестицій.

До зовнішніх економічних чинників відносять: загальну макроекономічну ситуацію; форми і методи державного регулювання економічних відносин; податкову політику; інвестиційну привабливість країни, регіону, галузі; рівень розвитку фінансового і фондового ринків; рівень розвитку національної системи корпоративного управління; ринкову

капіталізацію і прозорість ринку акцій АТ; рівень конкуренції і наявність входних бар'єрів на ринку, де функціонує підприємство і т. д.

Важливе значення для вибору джерел інвестиційних ресурсів має також вплив соціальних факторів, таких як: новизна і суспільна корисність товарів і послуг, створених унаслідок процесу інвестування; суспільна значущість завдань і проблем, які можуть бути вирішені шляхом вкладення інвестиційних ресурсів; зміна умов і якості праці працівників; зміна рівня оплати праці працівників; зміна соціального статусу власників і працівників АТ, інвесторів.

Ресурсно-технологічна група включає в себе такі фактори: міра новизни і унікальності техніки, технологій, відкриттів, винаходів, отриманих у результаті процесу інвестування; вплив нової техніки і технології на подальший розвиток НТП в галузі; рівень захисту інтелектуальної власності; зміна обсягу споживання дефіцитних або дорогих ресурсів; зміна технічного рівня розвитку виробництва на підприємстві.

Таким чином, визначення джерел фінансування розвитку АТ є одним з найважливіших етапів формування корпоративних відносин, від якого значною мірою залежать результати спільної діяльності учасників корпоративних відносин (КВ). Тому при виборі оптимальної структури джерел фінансування інвестиційної діяльності необхідно враховувати всю сукупність критеріїв і факторів, що впливають на витрати щодо залучення необхідних підприємству коштів.

Найважливішим зовнішнім джерелом фінансування корпоративного розвитку є емісія цінних паперів. Використання цього джерела має орієнтувати АТ на високу економічну ефективність інвестиційних проектів, оскільки для інвесторів основним спонукальним мотивом при придбанні цінних паперів підприємства є їх прибутковність.

Емісійне джерело фінансування корпоративного розвитку визначається значною потенційною місткістю. Проте для реалізації фінансового потенціалу зазначеного джерела, акціонерів

обов'язково слід переконати в доцільності їхніх вкладень у корпоративний розвиток, зацікавити очікуваними прибутками і створити уявлення про справедливість розподілу цих прибутків, обґрунтувати надійність і здійсненність інвестицій, що плануються. Окрім значених труднощів, серйозною перешкодою для залучення коштів інвесторів стає також низький рівень розвитку фондового ринку в Україні.

Основним недоліком, з точки зору власників і керівників підприємства, при залученні коштів на фондовому ринку, є можливість перерозподілу контролю над підприємством. Критерій ризику втрати контролю може бути витриманий при забезпеченні такої результуючої структури капіталу, в якій будуть відсутні великі держателі пакетів акцій або частин капіталу (як громадяни, так і організації), порівнянні за цим показником з пакетом, що належить керівництву й активній частині колективу підприємства.

У практиці формування капіталу підприємств України повторна емісія акцій здійснюється поки надто рідко. Причиною малого числа емісій є те, що вище керівництво великих підприємств, яке, як правило, в процесі приватизації добилося контролю переважно за рахунок акцій (власних і розподілених серед працівників підприємства). Повторна емісія може призвести до повного перерозподілу контролю, тому небажання втратити корпоративний контроль являє собою головний фактор, що стримує проведення додаткових емісій. Однак це джерело є дуже перспективним з точки зору залучення інвестиційних ресурсів, особливо якщо акції будуть придбані стратегічним інвестором, метою якого буде не отримання швидких високих дивідендів, а успішне довгострокове функціонування підприємства.

Іншим альтернативним варіантом залучення фінансових ресурсів на фондовому ринку може стати випуск корпоративних облігацій, оскільки емісія цих паперів теоретично здатна вирішити фінансові проблеми АТ, не змінюючи в ньому структури влади. Однак при цьому умови випуску боргових зобов'язань

мають бути привабливими для вкладників, що в реальності трапляється поки досить рідко. До того ж кошти, зібрані при розміщенні облігацій, являють собою різновид кредиту, поворотність якого в нестабільних умовах трансформаційної економіки пов'язана з високим ризиком.

Таким чином, головною причиною проведення АТ додаткової емісії є необхідність залучення нових коштів. Крім того, додаткова емісія акцій може здійснюватися і закритим акціонерним товариством з метою вивільнення грошей, вкладених первинними власниками бізнесу (рефінансування).

Відмінність АТ від інших господарських товариств полягає передусім у тому, що його статутний фонд має акціонерну природу (поділений на частки рівної номінальної вартості). Існування акцій як самостійного об'єкта цивільних прав спрямоване на забезпечення свободи дій акціонерів, незалежність існування товариства від будь-яких змін у складі акціонерів. Створення, реорганізація і ліквідація АТ, зміна його статутного фонду або складу акціонерів обов'язково супроводжується певними операціями з акціями.

Первинне формування статутного фонду АТ (його капіталу) відбувається в процесі створення акціонерного товариства. Для виникнення АТ засновники повинні зробити повідомлення про намір створити товариство, здійснити підписку на акції, провести установчі збори і державну реєстрацію товариства. Створення відкритого акціонерного товариства (ВАТ) ускладнюється необхідністю поширення акцій серед заздалегідь невідзначеного кола осіб шляхом проведення відкритої підписки. По суті, така процедура створення відкритих акціонерних товариств являє собою продаж «неіснуючих акцій неіснуючого товариства». На практиці це створює можливості для зловживань засновників, оскільки передплатники акцій вносять значні суми в рахунок оплати за акції, не забезпечені жодними активами.

З цієї точки зору набагато ефективнішим видається інший спосіб створення ВАТ, який передбачає розміщення

акцій ВАТ лише серед його засновників до проведення державної реєстрації товариства. Тільки після того, як товариство зареєстровано і сформований його статутний фонд (капітал), акції ВАТ можуть пропонуватися до відкритого продажу.

Проте у вітчизняних акціонерних товариствах коло учасників (акціонерів) заздалегідь невідоме, а статутний фонд формується лише в ході спеціальної процедури – відкритої підписки на акції. У ЗАТ акції розподіляються між засновниками, число і персональний склад яких визначені вже на момент укладання ними установчого договору. Відкрита підписка на акції означає, що засновники товариства публічно, через засоби масової інформації, пропонують підписатися на акції (з метою їх придбання після державної реєстрації товариства і випуску самих акцій) заздалегідь невідзначеному колу фізичних і юридичних осіб. Підписка фізичної або юридичної особи на акції виражає її намір заснувати, нарівні з іншими передплатниками, АТ і вкласти в нього певну частину свого особистого капіталу.

Майнову основу корпорації становить статутний капітал, розмір якого зафіксований у статуті та який утворюється з коштів, отриманих корпорацією від її учасників. Наявність статутного капіталу визнається однією з основних умов створення корпорації. Статутний фонд створюється за рахунок внесків (паїв) засновників – для товариств і товариств з обмеженою відповідальністю, шляхом обміну грошових і майнових внесків на акції засновників і запрошених ними до участі в товаристві акціонерів – для акціонерних товариств.

При додатковому випуску акцій компанія насамперед має вирішити питання про спосіб розміщення цього випуску. Тут принципово можливим є використання двох основних механізмів або їх комбінації: розміщення акцій серед усіх, хто побажає їх купити (відкрита підписка), або тільки серед існуючих акціонерів (закрита підписка). У разі закритої підписки компанія випускає права на купівлю акцій і передає їх

існуючим акціонерам пропорційно їхній частці в капіталі. Такі права, по суті, є безкоштовними опціонами на купівлю акцій зі всіма їх характеристиками (вказані ціна виконання і термін виконання). Цілком можливим є також проміжний випадок, коли права спочатку передаються існуючим акціонерам, але можуть бути ними продані на ринку, тобто «існуючі» акціонери мають переважні права щодо придбання акцій.

Комбінуючи такі параметри як міра доступності підписки й участь посередника, можна виділити три найбільш популярних методи розміщення додаткових випусків:

1) розміщення прав на купівлю акцій додаткового випуску серед існуючих акціонерів без підтримки інвестиційного банку;

2) розміщення прав при одночасній підтримці інвестиційного банку на умовах гарантованих зобов'язань;

3) розміщення самих акцій на ринку (відкрита підписка) через інвестиційний банк на умовах гарантованих зобов'язань.

Менш популярне пряме розміщення акцій самою компанією, а також розміщення акцій за допомогою банку на умовах найкращих зусиль. Вибір між відкритою і закритою підпискою, як правило, обумовлений наявністю потреб у захисті прав акціонерів на підтримку своєї частки в структурі акціонерного капіталу корпорації при проведенні емісії. Проте ця проблема стає все менш актуальною, коли розміщення додаткових акцій відбувається за ринковою ціною, ринок акцій є ліквідним, а трансакційні витрати на купівлю акцій на ринку – незначними. Акціонер, який бажає зберегти або збільшити свою частку в акціонерному капіталі компанії, може купити необхідне число акцій на ринку, тому закрита підписка як механізм реалізації права акціонера на збереження його частки в компанії втрачає свою актуальність.

Випуск прав не дуже цікавить тих акціонерів, які не мають наміру підтримувати свою частку у власності компанії. Для забезпечення доходності спекулятивних операцій купівлі-продажу акцій

(доход на різниці курсів), такий акціонер повинен продати права на ринку або викупити акції і продати їх, що загалом пов'язане з трансакційними витратами, які для міноритарного акціонера можуть перевищити потенційний вигаш.

Випуск прав виявляється більш цікавим для тих, хто дійсно має намір викупити акції нової емісії. У цьому випадку, навпаки, права усувають трансакційні витрати на придбання додаткових акцій. Таким чином, права доцільно розмішувати в тому випадку, якщо велика частина емісії буде купуватися існуючими акціонерами. Крім того, розміщення акцій через випуск прав набагато привабливіше для «великих» акціонерів, ніж для міноритаріїв. Це пов'язано з тим, що власник великого пакета акцій не може купити необхідний обсяг акцій на ринку без значного збільшення цін.

При розрахунку обсягу додаткової емісії акцій у будь-якому АТ необхідно враховувати також вплив великої кількості різних факторів, обумовлених особливостями корпоративних відносин у певному товаристві:

1) структура акціонерного капіталу та розподіл часток статутного фонду між акціонерами;

2) наявність додаткових угод, які пов'язані з володінням акціями та обмежують (розширюють) права певних акціонерів;

3) кількість акцій, що належать акціонеру (групі акціонерів), що контролюють акціонерне товариство, – «основному» акціонеру;

4) наявність акціонера, який прагне отримати (розширити) корпоративний контроль, – «агресора»;

5) наявність акціонера, що не прагне отримати (розширити) контроль над акціонерним товариством та не віддає явних переваг жодному претенденту на корпоративний контроль, – нейтрального акціонера;

6) можливість і граничні обсяги витрат на придбання акцій, що вже обертаються на ринку;

7) наявність та розмір пакета акцій (нерозподілена емісія, викуп та ін.) на балансі акціонерного товариства тощо.

У загальному випадку обсяг додаткової емісії акціонерного товариства має відповідати такому комплексу умов:

$$\begin{cases} D_{aep} = \frac{(V_{aep} + a)}{(C\Phi_0 + \Delta C\Phi)} < K_{aep}^{\Pi}; \\ D_{aob} = \frac{(V_{aob} + \theta)}{(C\Phi_0 + \Delta C\Phi)} \geq K_{aob}^{\Pi}; \\ a + \theta = \Delta C\Phi - d, \end{cases}$$

де  $D_{aep}$  – частка «агресора» в акціонерному капіталі після розміщення додаткової емісії;

$D_{aob}$  – частка «основного» акціонера в акціонерному капіталі після розміщення додаткової емісії;

$V_{aep}$  – обсяг акцій, що належать «агресору» до розміщення додаткової емісії;

$V_{aob}$  – обсяг акцій, що належать «основному» акціонеру до розміщення додаткової емісії;

$a$  – кількість акцій, яку зможе придбати «агресор» при розміщенні додаткової емісії;

$\theta$  – кількість акцій, яку зможе придбати «основний» акціонер при розміщенні додаткової емісії;

$d$  – кількість акцій, яку зможе придбати нейтральний акціонер при розміщенні додаткової емісії;

$C\Phi_0$  – розмір статутного фонду до розміщення додаткової емісії;

$\Delta C\Phi$  – розмір додаткової емісії;

$K_{aep}^{\Pi}$  – «пороговий» граничний розмір частки агресора в акціонерному капіталі, при досягненні якого він зможе впливати на прийняття та реалізацію рішень «основного» акціонера;

$K_{aob}^{\Pi}$  – «порогове» значення частки основного акціонера, при недосягненні якого він частково або повністю втрачає контроль над акціонерним товариством.

Показники  $a$ ,  $\theta$ ,  $d$  враховують як можливість придбання акцій нового випуску, так і можливість викупу акцій первинної емісії у існуючих акціонерів.

У загальному випадку при відсутності нейтральних акціонерів, що володіють великими пакетами акцій,  $K_{aep}^{\Pi}$  буде дорівнює 25%+1 акція, а  $K_{aob}^{\Pi}$  – 75%+1 акція.

Таким чином, при обґрунтуванні вибору емісії в ряді зовнішніх джерел фінансування інвестиційної діяльності акціонерного товариства слід брати до уваги такі фактори: наявність на ринку необхідних фінансових інструментів; вартість фінансування; терміни і умови фінансування; часові рамки; забезпечення, необхідне для залучення коштів; терміни, необхідні для організації й отримання фінансування; розподіл контролю над АТ та його зміни залежно від обраного джерела фінансування.

Головною умовою раціонального планування емісійної діяльності акціонерного товариства є врахування зазначеного комплексу умов при виборі форм проведення емісії та визначенні обсягу коштів, які передбачається залучити. Теоретичне обґрунтування та формування відповідного організаційно-економічного забезпечення планування емісійної діяльності АТ є важливим напрямком подальших досліджень умов активізації інвестиційної діяльності вітчизняних акціонерних товариств.

#### Список використаної літератури

1. Ансофф И. Стратегическое управление / И. Ансофф. — М.: Экономика, 1989. — 519 с.
2. Городний В.И. Стратегия формирования и развития крупной корпоративной компании: На примере ОАО «Татнефть» / В.И. Городний. — М.: Дело, 2005. — 304 с. — Библиогр.: С. 260–265.
3. Гриньова В.М. Організаційно-економічні основи формування системи корпоративного управління в Україні: [монографія] / В.М. Гриньова, О.Є. Попов — Х.: ХГЕУ, 2002. — 250 с. — Бібліогр.: С. 303–321.
4. Круглов М.И. Стратегическое управление компанией: учебник для вузов / М.И. Круглов. — М.: Русская деловая литература, 1998. — 768 с.
5. Норткотт Д. Принятие инвестиционных решений: пер. с англ. / Д. Норткотт. — М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. — 247 с.
6. Пономаренко В.С. Стратегічне управління розвитком підприємства: навч. посібник / В.С. Пономаренко, О.І. Пушкар, О.М. Тридід. — Харків: Вид-во. ХДЕУ, 2002. — 640 с.
7. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика / Н.Б. Рудык. — М.: Дело, 2004. — 272 с.

*Отримано 30.09.09*