

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ МІСЬКОГО  
ГОСПОДАРСТВА імені О.М. БЕКЕТОВА

На правах рукопису

ЧЕХ НАТАЛІЯ ОЛЕКСАНДРІВНА

УДК: 65.012.8:657.411:334.7228

УПРАВЛІННЯ ВЛАСНИМ КАПІТАЛОМ ЯК СКЛАДОВА  
ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ КОРПОРАТИВНОЇ БЕЗПЕКИ АКЦІОНЕРНИХ  
ТОВАРИСТВ

Спеціальність 21.04.02 – економічна безпека суб'єктів господарської  
діяльності

**Дисертація на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук**

Науковий керівник:  
Момот Тетяна Валеріївна  
доктор економічних наук,  
професор

ХАРКІВ – 2016

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1 .....	12
<b>КОНЦЕПТУАЛЬНО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ У СИСТЕМІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ КОРПОРАТИВНОЇ БЕЗПЕКИ.....</b>	
	12
1.1. Капітал акціонерного товариства як економічна категорія та складова системи забезпечення корпоративної безпеки.....	12
1.2. Обґрунтування економічної сутності та змісту процесу формування капіталу акціонерних товариств і систематизація факторів впливу регуляторного середовища на процес управління капіталом .....	25
1.3. Концептуально-методичні підходи до управління рухом акцій на первинних і вторинних ринках.....	41
1.4. Методичні підходи до оцінки рівня інвестиційної привабливості акціонерних товариств як складової системи забезпечення корпоративної безпеки .....	60
Висновки до 1 розділу .....	69
РОЗДІЛ 2 .....	72
<b>ДОСЛІДЖЕННЯ ТА АНАЛІЗ ДИНАМІКИ РУХУ КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ БУДІВЕЛЬНОЇ ГАЛУЗІ.....</b>	
	72
2.1 Аналіз стану будівельної галузі України .....	72
2.2. Аналіз структури капіталу акціонерних товариств будівельної галузі.....	81
2.3. Аналіз інвестиційної привабливості акціонерних товариств будівельної галузі.....	92
2.4. Аналіз показників результативності використання капіталу акціонерних товариств будівельної галузі.....	109
Висновки до 2 розділу .....	117

РОЗДІЛ 3 .....	120
ФОРМУВАННЯ ІНФОРМАЦІЙНО-АНАЛІТИЧНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ БУДІВЕЛЬНОЇ ГАЛУЗІ.....	120
3.1. Удосконалення методики оцінки корпоративної безпеки.....	120
3.2. Формування пропозицій щодо удосконалення інструментарію управління капіталом акціонерних товариств будівельної галузі .....	129
3.3. Формування системи діагностики компанії в процесі підготовки до проведення первинного публічного розміщення акцій .....	138
3.4. Формування пропозицій щодо удосконалення системи корпоративної безпеки в процесі управління рухом капіталу акціонерних товариств будівельної галузі.....	150
ВИСНОВКИ.....	166
ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	169
ДОДАТКИ .....	196

## ВСТУП

*Актуальність теми дослідження.* В умовах глобалізації ринків капіталу збільшуються можливості залучення компаніями фінансових ресурсів на відкритому ринку капіталів шляхом здійснення первинного розміщення акцій із використанням інструментів міжнародних фондових майданчиків. З огляду на відчутну потребу вітчизняних акціонерних товариств в інвестиціях постає необхідність мобілізації фінансових ресурсів.

Одним з можливих джерел формування фінансових ресурсів для акціонерних товариств є випуск акцій. Світовий досвід свідчить, що особливий інтерес для емітентів має публічне розміщення акцій (Initial Public Offering – IPO), що сьогодні є однією з сучасних технологій залучення інвестиційних ресурсів на міжнародних ринках капіталу. На ринках розвинених країн через публічні розміщення фінансується близько 10-15% всіх інвестицій в основний капітал.

До переваг здійснення IPO на міжнародних торгових майданчиках слід віднести можливість отримання великих премій до чистої вартості активів, збільшення ліквідності акцій, покращення міжнародного іміджу компанії, високі вимоги до фінансової звітності. Проте, в результаті дотримання прозорості та принципу розкриття інформації (особливо щодо структури володіння акціями) збільшується кількість загроз, пов'язаних із ймовірністю втрати конфіденційної інформації, виникнення ризику втрати контролю над компанією (можливість рейдерських захоплень) тощо. Отже, набуває актуальності проблема забезпечення корпоративної безпеки акціонерних товариств на усіх стадіях управління капіталом, включаючи його формування, використання та розподіл.

Оцінка рівня корпоративної безпеки є першочерговою при розробці та коригуванні заходів щодо підвищення рівня забезпечення корпоративної безпеки, та дозволяє визначити ймовірність залучення капіталу шляхом пропозиції акцій на фондових ринках із врахуванням рівня інвестиційної привабливості акціонерного товариства.

Теоретико-методологічним базисом дослідження є праці закордонних та вітчизняних науковців і фахівців у таких сферах: дослідження особливостей формування та використання акціонерного капіталу (І.О. Бланка [14-15], І.Т. Балабанова [10], А.М. Котова [78, 129], В.П. Решетило [66], Р.А. Слав'юка [162]) дослідження особливостей функціонування корпоративних підприємств (П.Т. Бубенка [20, 53], О.В. Васильєва [23], М.В. Кадничанського [68], Г.В. Назарової [113], В.П. Ніколаєва [118], І.М. Писаревського [128], В.І. Торкатюка [159]); розробки теоретико-методичних засад та практичних рекомендацій щодо забезпечення економічної безпеки суб'єктів господарювання (А.Є. Ачкасова [8], Т.Г. Васильціва [24, 162], Н.І. Гавловської [31], О.В. Димченко [53], К.А. Мамонова [99], О.І. Новікової [121], Є.М. Рудніченка [140], В.І. Сергієнка [25]); розробки інформаційно-аналітичного забезпечення моніторингу фінансово-економічної безпеки корпоративних підприємств (В.М. Бабаєва [9], О.Я. Кравчука [81-82], Т.В. Момот [106-109], А.М. Новака [120], В.І. Франчука [168]); дослідження особливостей механізму здійснення IPO (К.М. Гладчук [37-38], Р.Ю. Заглади [57], Т.В. Кутового [88], А.В. Лукашова [93-94], Дж. Ріттера [234-235], Т.В. Ясінської [200]).

У наукових працях учених обґрунтовані фундаментальні положення щодо управління капіталом акціонерних товариств в умовах забезпечення корпоративної безпеки. Проте залишаються невирішеними проблеми комплексної оцінки стану забезпечення корпоративної безпеки, яка б здійснювалась з врахуванням особливостей формування та використання власного капіталу акціонерних товариств поряд з іншими складовими та враховувала можливість виходу акціонерного товариства на міжнародні фондові ринки, та оцінка готовності акціонерного товариства до виходу на міжнародні фондові майданчики.

Теоретична та практична значущість представлених проблем, їх актуальність для українських корпоративних підприємств зумовили вибір теми, мету та завдання дослідження.

*Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.* Зміст і напрямок досліджень, що виконані в дисертаційній роботі, спрямовані на вирішення завдань, поставлених у Стратегії сталого розвитку «Україна - 2020» від 12 січня 2015 р. Дослідження є складовою частиною науково-дослідницьких робіт Харківського національного університету міського господарства імені О.М. Бекетова в межах державної бюджетної тематики: «Методологія і організація обліку комплексного економічного аналізу та аудиту діяльності суб'єктів господарювання» - етап 1 – «Теоретико-методичні засади формування обліково-аналітичного забезпечення стратегічного управління фінансово-економічною безпекою суб'єктів господарювання України в умовах глобалізації» (2010 р. – державний реєстраційний номер 0112U003092) - автором запропоновано удосконалення інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки економічної безпеки суб'єктів; «Інформаційно-аналітичне забезпечення стратегічного управління фінансово-економічною безпекою суб'єктів господарювання України в умовах глобалізації: теорія, методологія, практика» - (2015 р. – державний реєстраційний номер 0112U003092) – автором виявлено проблеми захисту інформації як складової корпоративної безпеки.

*Мета і завдання дослідження.* Метою дисертаційної роботи є розробка теоретико-методичних положень та обґрунтування практичних рекомендацій щодо удосконалення процесу управління власним капіталом акціонерних товариств в системі забезпечення їх корпоративної безпеки.

Для досягнення поставленої мети в дослідженні поставлені та вирішені такі завдання:

- систематизовано теоретико-методичні підходи до визначення поняття «капітал» та процесу управління акціонерним капіталом в системі забезпечення корпоративної безпеки;
- узагальнено методичні підходи до залучення власного капіталу через фондові ринки із виявленням основних переваг та недоліків, що впливають на рівень корпоративної безпеки;

- здійснено аналіз стану та перспектив функціонування будівельної галузі України, проаналізовано структуру капіталу та виявлено фактори, що негативно впливають на рівень корпоративної безпеки обраних для дослідження акціонерних товариств будівельної галузі;
- розроблено методичний підхід до оцінки рівня корпоративної безпеки на прикладі акціонерних товариств будівельної галузі із врахуванням перспективи виходу на міжнародні фондові ринки;
- проведено інтегральне оцінювання оцінки загального рівня корпоративної безпеки акціонерних товариств;
- розроблено морфологічну матрицю IPO-діагностики акціонерного товариства в процесі підготовки до здійснення розміщення акцій на фондовому ринку;
- на базі комплексного аналізу процесу здійснення первинної пропозиції акцій визначено пріоритетні заходи щодо запобігання виникненню загроз корпоративній безпеці при виході на фондові ринки, їх нейтралізації та комплексної протидії.

**Об'єктом дослідження** є процес управління капіталом акціонерних товариств в системі забезпечення корпоративної безпеки акціонерних товариств будівельної галузі.

**Предметом дослідження** є сукупність теоретичних, методичних і практичних інструментів управління власним капіталом для забезпечення корпоративної безпеки акціонерних товариств.

**Методи дослідження.** Теоретико-методологічною основою дослідження стали наукові праці провідних вітчизняних і зарубіжних учених-економістів, законодавчі й нормативні акти України в сфері управління капіталом та оцінки стану забезпечення корпоративної безпеки підприємств.

Для досягнення поставленої в дослідженні мети та вирішення задач використовуються такі методи: *абстрактно-логічний аналіз* – для теоретичного узагальнення й обґрунтування напрямів та результатів дисертаційної роботи; *системно-структурний аналіз* – для вивчення і систематизації методичних

підходів до оцінки рівня корпоративної безпеки; *структуризації* – для визначення та характеристики складових корпоративної безпеки та процесу здійснення ІРО; *економічного аналізу* – для обґрунтування основних напрямів та виявлення особливостей функціонування корпоративних підприємств будівельної галузі; *методи аналізу експертної інформації* – для встановлення коефіцієнтів значущості функціональних компонентів при проведенні розрахунку інтегрального показника рівня корпоративної безпеки; *економетричного моделювання* – для параметричного моделювання впливу факторів на інтегральний критерій корпоративної безпеки; *графічний* – для наочного зображення і схематичного представлення теоретичних і практичних результатів дослідження.

***Інформаційно-правовою базою дисертаційної роботи*** є законодавчі та нормативно-правові акти України, наукові розробки вітчизняних та зарубіжних вчених та практиків, матеріали періодичних видань і науково-практичних конференцій, статистичні дані щодо функціонування будівельних корпоративних підприємств, розвитку будівельної галузі, Інтернет-ресурси.

***Наукова новизна одержаних результатів.*** Основним науковим результатом дисертаційної роботи є розвиток теоретико-методичних положень та розробка практичних рекомендацій щодо удосконалення оцінювально-аналітичної системи корпоративної безпеки підприємств з врахуванням особливостей акціонерного капіталу. Основні результати проведеного наукового дослідження, що визначають його наукову новизну, полягають у наступному:

*удосконалено:*

- методичний підхід до оцінки рівня корпоративної безпеки акціонерних товариств за системою формалізованих та лінгвістичних (формування з використанням інструментів нечіткої логіки) показників корпоративної безпеки із установленням вагомості кожного з них за функціональними компонентами корпоративної безпеки, що дозволяє прогнозувати ефективність та наслідки впливу рішень органів корпоративного управління на вибір оптимальної



комбінації ресурсів та заходів для вирішення завдання підвищення корпоративної безпеки підприємства;

- інформаційно-аналітичне забезпечення процесу здійснення первинного публічного розміщення акцій корпоративного підприємства шляхом розробки морфологічної матриці IPO-діагностики акціонерного товариства в процесі підготовки до виходу на міжнародні ринки цінних паперів;

- організаційно-аналітичне забезпечення комплексної системи оцінки рівня корпоративної безпеки акціонерних товариств шляхом формування цілісної системи ключових показників оцінки рівня корпоративної безпеки, що, на відміну від існуючих, дозволяє оцінити стан захищеності фінансових, трудових, корпоративних та інформаційних ресурсів акціонерного товариства від негативного впливу на їх цілісність зовнішніх та внутрішніх небезпек і загроз, пов'язаних з виходом на ринок цінних паперів та виявити напрями мобілізації резервів для забезпечення органічності та ефективності її функціонування;

*дістали подальшого розвитку:*

- підхід до визначення капіталу акціонерного товариства, що на відміну від існуючих, враховує сучасні технології залучення інвестиційного капіталу, розглядаючи капітал акціонерних товариств як вартість, що формується із залученням фінансових ресурсів із різних джерел, включаючи сучасні механізми мобілізації інвестиційного капіталу на фондових ринках та інвестується в активи акціонерного товариства з метою отримання доданої вартості для забезпечення максимізації добробуту акціонерів за рахунок курсової різниці (поступового зростання ринкової вартості акції) або у вигляді дивідендів та для задоволення усіх учасників корпоративних відносин в цілому;

- пропозиції щодо розробки комплексу рекомендацій для зниження ризиків акціонерних товариств при здійсненні первинної публічної пропозиції акцій, що спрямовані як на підвищення фінансово-економічних показників, так і якості корпоративного управління й інформаційного забезпечення, що дозволяє підвищити результативність заходів щодо забезпечення корпоративної безпеки акціонерних товариств.

### ***Практичне значення отриманих результатів.***

Теоретичні висновки дисертаційної роботи доведені до рівня конкретних положень і рекомендацій, придатних для практичного застосування щодо оцінки рівня забезпечення корпоративної безпеки акціонерних товариств та готовності до проведення первинного публічного розміщення акцій. Методичний підхід до оцінки рівня забезпечення корпоративної безпеки акціонерних товариств то морфологічну матрицю IPO-діагностики акціонерного товариства в процесі підготовки до здійснення розміщення акцій на фондовому ринку впроваджено ПАТ «Трест Житлобуд-1» для удосконалення організаційно-економічного забезпечення оцінки стану корпоративної безпеки акціонерного товариства (довідка № 59/1 від 18.04.2016 р.); інструментарій підготовки до здійснення первинного публічного розміщення акцій корпоративного підприємства та модель оцінки рівня корпоративної безпеки акціонерного товариства ПАТ "Південспецатоменергомонтаж" для удосконалення інформаційно-аналітичного забезпечення комплексної системи корпоративної безпеки підприємства та визначення його готовності до проведення розміщення акцій на фондовому ринку (довідка № 131 від 21.03.2016 р.). Комплексна система оцінки комплексної системи оцінки стану забезпечення корпоративної безпеки акціонерних товариств впроваджена в діяльність ТОВ «Бар'єр. Безпека бізнесу» для підвищення якості надання послуг щодо забезпечення та оцінки рівня корпоративної безпеки акціонерних товариств (довідка № 14 від 28.01.2016 р.).

Окремі теоретичні та методичні результати дослідження застосовуються в навчальному процесі кафедри фінансово-економічної безпеки, обліку і аудиту Харківського національного університету міського господарства імені О.М. Бекетова при викладанні курсів «Фінансовий менеджмент», «Інформаційно-аналітичне забезпечення економічної безпеки», при здійсненні курсового й дипломного проектування бакалаврів, спеціалістів і магістрів (довідка від 02.06.2016 р.).

***Особистий внесок дисертанта.*** Усі наукові результати, що викладені в дисертації та виносяться на захист, отримані автором особисто. З наукових праць,

опублікованих у співавторстві, у дисертації використані лише ті ідеї та положення, які є результатом особистої роботи здобувача, про що вказано в переліку наукових праць, наведеному в авторефераті.

**Апробація результатів дослідження.** Результати та наукові положення, які отримані в дисертації, доповідалися та були схвалені на таких вітчизняних і міжнародних науково-практичних конференціях: «Обліково-аналітичне і фінансове забезпечення корпоративного управління: якість аудиту та корпоративна безпека» (м. Харків, 2011 р.); «Інформаційно-аналітичне забезпечення управління фінансово-економічною безпекою: аудиторський супровід та бізнес розвідка.» (м. Харків, 2013 р.); «Управління фінансово-економічною безпекою: інформаційно-аналітичне забезпечення та конкурентна розвідка» (м. Ялта, 2013 р.); «Нова економічна політика на світовому, державному та регіональному рівнях» (м. Одеса, 2014 р.); «Фінансова безпека в системі забезпечення національних економічних інтересів: проблеми і перспективи» (м. Полтава, 2014 р.); «Проблеми і перспективи розвитку фінансової системи України в умовах формування нового світового фінансово-економічного порядку» (м. Полтава, 2015 р.), «Фінансова система України в умовах трансформації соціально-економічних відносин» (м. Харків, 2015 р.); «Informatization of Economic and Management Processes» (м. Брно, Чехія, 2016р.).

**Публікації.** Основні результати дисертаційної роботи опубліковані у 16 наукових працях, з яких 1 монографія, 7 наукових статей у фахових виданнях, 8 тез доповідей конференцій загальним обсягом 4,1 ум.-друк. арк., особисто автору належить 3,4 ум.-друк. арк.

Структура і обсяг роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел з 242 найменувань. Основний зміст роботи викладений на 195 сторінках комп'ютерного тексту, містить 51 рисунок, 12 таблиць, 16 додатків.

## РОЗДІЛ 1

### КОНЦЕПТУАЛЬНО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ У СИСТЕМІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ КОРПОРАТИВНОЇ БЕЗПЕКИ

#### 1.1. Капітал акціонерного товариства як економічна категорія та складова системи забезпечення корпоративної безпеки

Корпоративний сектор економіки в Україні розвивається та діє в умовах значної кількості дестабілізуючих чинників. Основним таким фактором, який впливає на інвестиційну привабливість вітчизняних акціонерних товариств, є відсутність стабільності і безпеки ведення бізнесу і його захисту від впливу чинників як зовнішнього, так і внутрішнього середовища.

Глобалізація змінила структуру та темпи корпоративного життя, збільшивши кількість загроз та складність ризиків. Це змушує поглянути на поняття безпеки не просто як на захист, але як на нове джерело конкурентної переваги. За таких умов корпоративна безпека – це політика, яка на ранній стадії визначає і ефективно пом'якшує або керує будь-якими подіями, які можуть становити загрозу для стійкості і подальшого виживання корпорації. Це корпоративна функція, яка здійснює контроль і управляє тісною координацією всіх функцій у рамках компанії.

Поширення корпоративної форми організації бізнесу актуалізує проблему гармонізації взаємодії учасників корпоративних відносин (заінтересованих осіб) з метою узгодження їх інтересів. Акціонерна форма підприємництва створює можливість об'єднання капіталів різних інвесторів, у тому числі і для власників капіталу, неспроможних з різних причин до самостійної підприємницької діяльності.

Одним з основних завдань забезпечення корпоративної безпеки товариства і є гарантування та захист прав та інтересів стейкхолдерів, особливо власників. І хоча інтереси різних груп зацікавлених осіб не завжди збігаються, а інколи

навіть суперечать один одному, в основі кожного з них лежить головний корпоративний ресурс – капітал. Відтак, нагальною є потреба у з'ясуванні сутності, можливостей та механізмів прибуткового управління акціонерним капіталом в умовах забезпечення корпоративної безпеки.

Концептуальні підходи до визначення сутності категорії “капітал” були сформульовані в роботах учених-економістів – таких, як І. Вернадський [198], К. Маркс [100], Д. Рікардо [133], П. Самуельсон [144], Ж.-Б. Сей [145], А. Сміт [150], Й. Шумпетер [199] та ін. Практичні особливості залучення коштів і використання капіталу підприємства розглянуті в роботах І. Балабанова [10], І. Бланка [14-15], Н. Русак [141], та ін. У працях представлених авторів капітал підприємства розглядається з погляду управління, формування і використання, як правило, для підприємств усіх форм господарювання.

Особливість утворення акціонерного капіталу полягає у тому, що він виникає як результат об'єднання власності різних осіб і не є спільною власністю, а абстрагується від власників створенням юридичної особи – акціонерного товариства з правом власності на їх капітал та результати його використання. Інтерес акціонерного товариства пов'язаний з інтересами акціонерів. Проте, інтерес акціонерного товариства полягає в отриманні підприємницького прибутку в процесі створення та реалізації товарів та надання послуг, коли ж акціонерів цікавлять шляхи та результати його використання, а не способи досягнення.

Згідно з «Законом України «Про акціонерні товариства»: «Акціонерне товариство - господарське товариство, статутний капітал якого поділено на визначену кількість акцій однакової номінальної вартості, корпоративні права за якими посвідчуються акціями» [1].

Корпоративне управління розглядає акціонерне товариство як набір спеціальних інвестицій людського і фізичного капіталу. Так звані „союзи осіб” та „союзи капіталу” дозволяють концентрувати значні фінансові, матеріальні, людські ресурси на вирішенні різних за складністю науково-технічних, виробничих та інших проблем. В цілому, в умовах ринкової системи, така

концентрація сприяє забезпеченню конкурентоспроможності бізнесу та розвитку економіки в цілому.

З погляду організаційно-економічних відносин акціонерне товариство є основною формою організації великих, частини середніх і малих підприємств, власність яких формується шляхом злиття капіталів засновників компанії, а також випуску цінних паперів (акцій, облігацій тощо) та їх продажу.

Діяльність акціонерних компаній формує продуктивні сили і відносини економічної власності. Продуктивні сили акціонерних компаній представлені у засобах виробництва (машинах, устаткуванні, будівлях тощо), наукових лабораторіях, інститутах, патентах, ліцензіях та інших об'єктах. Відносини економічної власності — це відносини між засновниками, найманими працівниками, власниками акцій, державою з приводу привласнення цих об'єктів та створеного необхідного і додаткового продукту. Таке привласнення здійснюється через виплату заробітної плати найманим працівникам і прибутків керівництву компанії, дивідендів — власникам акцій, фіксованих доходів — власникам облігацій, податків — державі тощо. Відносини між різними суб'єктами акціонерної компанії з приводу привласнення різних об'єктів власності формують суспільну форму категорії "акціонерний капітал".

Не зважаючи на те, що акціонерне товариство максимально абстраговано від особистої участі, сконцентровано на участі капіталом, відривати значення капіталу від суб'єктного субстрату акціонерного товариства, в інтересах якого і було його створено, недопустимо [151, с. 8].

Капітал — одна з найбільш використовуваних економічних категорій, причому трактування цього поняття залежить від конкретного розділу економічної науки. З позицій теорії корпоративних фінансів у вузькому сенсі капітал виражатиме фінансові відносини, що виникають між акціонерним товариством (корпорацією) та іншими суб'єктами господарювання з приводу його формування та використання. Такі відносини виникають між акціонерним товариством (корпорацією) як юридичною особою та його акціонерами, кредиторами, постачальниками, покупцями і державою.

Дослідження власного капіталу акціонерного капіталу потребує з'ясування сутності капіталу. Найважливішими аспектами розкриття сутності капіталу є економічний, юридичний, обліковий (рис. 1.1).



Рис. 1.1 Тракткування капіталу в трьох аспектах

Термін «капітал» (від лат. Capitalis - головний) уперше з'явився у XII і XIIIст. і означав «засоби, склади товарів, суму грошей, гроші позичені під процент». Поступово термін почав вживатись в більш вузькому значенні як грошове багатство виробника або покупця [13, с. 34].

Меркантилісти ототожнювали капітал з грошми. Гроші, що породжують гроші, — такою є формула капіталу в меркантилістів [131, с. 388].

На відміну від меркантилістів фізіократи розглядають капітал в уречевленій формі. Капітал у Кене — не гроші, а ті засоби виробництва, які можна придбати за гроші.

Багато представників класичної школи розуміли капітал як засоби виробництва, виготовлені людиною. Капітал розглядався як результат попередньої діяльності, що в подальшому використовується не для споживання, а для виробництва. Для А. Сміта капітал - це запаси. «Запаси підрозділяються на дві частини. Та частина їх, від якої очікують отримати дохід, називається капіталом».

«Капітал узагалі з'являється на тій історичній стадії, коли з'являється відомий надлишок у формулі виробництво — споживання. Коли людина, споживаючи його за можливістю більш ощадливо, намагається виробити щось своєю працею у відшкодування своїх запасів, поки вони не будуть цілком спожиті. У цьому разі її дохід походить виключно від її праці» [150].

Д. Рікардо визначав капітал як провідний фактор розвитку продуктивних сил суспільства, "частину багатства країни, яка використовується у виробництві й складається з їжі, одягу, інструментів, сировини, машин, всього необхідного для того, щоб привести у рух працю" [133].

Значного поширення набув погляд на капітал як на один з факторів виробництва, що поряд з працею, землею і підприємницькою діяльністю приносить дохід. Основоположником такого підходу можна вважати французького економіста Ж. Б. Сея. Він оприділяв капітал як суму цінностей, що підтримують виробництво[125].

Дж. С. Мілль під капіталом розумів попередньо нагромаджений запас продуктів минулої праці. Він забезпечує необхідні для виробничої діяльності будівлі, охорону, знаряддя і матеріали, а також засоби існування для працівників під час виробничого процесу [104]. Мілль вважав капіталом ту частину власності підприємця (фабриканта), яка утворює фонд для здійснення нового виробництва; капітал є наслідком не споживання, а заощадження; капітал постійно споживається, але одночасно й відновлюється (відтворюється); не праця викликає попит на капітал, а, навпаки, капітал викликає попит на працю.

К. Маркс давав декілька визначень капіталу:



1. Капітал – це вартість, яка створює додаткову вартість, або капітал – це самозростаюча вартість;

2. Капітал – це не річ, а певне суспільне, належне певній історичній формації суспільства виробниче відношення, яке представлене в речі і надає цій речі специфічного суспільного характеру;

3. Капітал – це не просто сума матеріальних і вироблених засобів виробництва, це перетворені в капітал засоби виробництва, які самі по собі так само мало є капіталом, як золото або срібло самі по собі – грошми [100, с. 761].

На думку І. Вернадського, “Капіталом називається будь яка цінність, що зберігається для подальшого виробництва та для створення інших цінностей; звідси випливає, капітал утворюється збереженням праці; а тому його можна назвати накопиченою працею” [198].

Прихильник інституціоналізму Й. Шумпетер визнає лише грошову форму капіталу. «Капітал є ніщо інше, як важіль, який дозволяє підприємцеві отримати у своє повне розпорядження необхідні йому конкретні блага, ніщо інше, як засіб, який дає підприємцю можливість використовувати ці блага для досягнення нових цілей, а також орієнтувати виробництво в новому напрямку» [199]. Капітал підприємств – це не сукупність усіх благ, що використовуються, тому що він протистоїть благам: капітал вкладається в блага.

Багато дослідників вважають, що капітал - це сукупність засобів виробництва, які приносять дохід їхньому власнику. «Капітал, - пише американський економіст П. Самуельсон, - цей термін часто застосовують до товарів виробничого призначення...», які «... перебувають у приватній власності, а вироблюваний ними дохід належить їх власникам» [144].

Монетарист М.Фрідмен використовує натуралістичне трактування капіталу, розуміючи під капіталом будь-яку річ, що приносить “потік доходу” у вигляді грошей, товарів і специфічних послуг. Тобто, капітал розглядається як сукупність грошових активів [169].

Щодо вітчизняного досвіду дослідження цієї категорії необхідно відзначити, що в радянський період капітал у будь-якій його формі не був

об'єктом дослідження і лише з початком ринкової трансформації економіки почалося формування наукового розуміння економічної природи капіталу підприємства. При цьому більшість сучасних економістів-фінансистів розглядають "капітал", як синонім фінансових ресурсів. Це характерно як для українських вчених, так і для фахівців з інших країн СНД.

На думку І.Т. Балабанова: "Капітал – це частина фінансових ресурсів. Капітал – це гроші, пущені в обіг, і доходи, що вони приносять від цього обігу" [10]. В.В. Селезньов пропонує таке визначення капіталу: "Фінансові ресурси, що використовуються на розвиток виробничого процесу (купівля сировини, товарів та інших предметів праці, робочої сили, інших елементів виробництва), є капітал у його грошовій формі" [146].

Деякі економісти – Н.А. Русак і В.А. Русак – зазначають, що капітал "... це кошти, вкладені в суб'єкт господарювання для початку або проходження господарської діяльності з метою одержання прибутку (доходу)" [141].

Економісти Г.Н. Климко, В.П. Нестеренко, капіталом вважають вартісну оцінку майна і коштів, які в майбутньому можуть принести дохід, але залежно від місця, мети і способу утворення він може виступати в різних формах [123, с. 239].

І.А. Бланк, розглядаючи капітал із позиції фінансового менеджменту формулює його визначення таким чином: "Капітал підприємства характеризує загальну вартість коштів у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, інвестованих у формування його активів" [14].

Таким чином, аналіз проведених досліджень свідчить, що поняття капітал набуває різного трактування в залежності від прикладних аспектів визначення цієї категорії. Систематизацію поглядів вчених щодо сутності «капіталу» подано в табл. А.1 (Додаток А).

З даної таблиці видно, що протягом досліджуваного періоду (1760-2008pp.) усі вчені погоджуються з визначенням капіталу, як вартості, що створює додану вартість та з юридичним аспектом сутності капіталу. Обліковий аспект «капіталу», як окремий напрямок, виділився з середини ХХст., деталізувавши

економічний аспект трактування капіталу інвестиційною складовою, підкресливши процес використання капіталу шляхом інвестування в активи. Також очевидно, що змінилось ставлення до капіталу як до результату заощаджень, яке переважало до середини досліджуваного періоду (1880-ті рр).

Таким чином, загально визнано, що капітал – це ключове економічне поняття, що трактується як широкому так і вузькому значенні. З точки зору економіки підприємства - це вартість, що створює додану вартість, атрибут відносин власності, джерело інвестування в активи підприємства.

У процесі господарської діяльності акціонерне товариство, як і будь-який інший суб'єкт господарювання, використовує капітал. При цьому капітал акціонерного товариства і його формування мають характерні риси, обумовлені специфікою акціонерної форми господарювання й корпоративних відносин, і вимагають окремого розгляду.

На певному етапі свого розвитку суспільство зіткнулося з тим, що індивідуальні капітали виявилися недостатніми для організації великих підприємств (будівництва залізниць, великих фабрик і заводів, заснування банків тощо), а виробництво, основане на індивідуальній приватній власності, вже не могло задовольнити зростаючі потреби людей. Окрім того, приватна індивідуальна власність, відокремлюючи безпосереднього товаровиробника від засобів виробництва, гальмувала розвиток продуктивних сил суспільства.

Щоб подолати суперечність між зростаючими потребами суспільства й можливостями дрібного виробництва, потрібна була нова форма організації суспільного виробництва, яка б, з одного боку, дала можливість об'єднати невеликі індивідуальні капітали в єдиний великий капітал, а з іншого, - зацікавити безпосередніх робітників і власників індивідуальних капіталів у ефективному функціонуванні такого підприємства. Такою формою організації виробництва й мобілізації капіталу стало акціонерне товариство.

На відміну від банківських кредитів, випуску векселів та облігацій, акціонерний капітал є інструментом не боргового, а пайового фінансування.

Прийняте на Заході визначення акціонерного капіталу як суми всього капіталу, інвестованого в бізнес і представленого частинами у формі акцій, в українських умовах є не тільки не повним, а й часто невірним. Це вимагає здійснювати оцінку акціонерного капіталу на основі аналізу балансу товариства. Найбільш точним в умовах України є порівняння акціонерного капіталу із статутним чи власним капіталом, хоча ці поняття мають і істотні відмінності, які не дозволяють їх ототожнювати.

Монетаристський підхід характеризує капітал акціонерного товариства як сукупність грошових і матеріальних внесків, але у вартісному вираженні, здійснюваних акціонерами з метою контролювання й одержання прибутків від діяльності підприємства.

З позицій матеріально-речовинного підходу капітал акціонерного товариства, як і інших організаційних форм підприємств, розглядається як сукупність матеріальних і нематеріальних економічних ресурсів, що беруть участь у виробничому процесі. Однак особливістю акціонерного капіталу є найбільш широкі можливості щодо його збільшення і відповідні цьому переваги і недоліки.

Одним з перших категорію „акціонерний капітал” дослідив Адам Сміт. У своїй праці „Дослідження про природу та причини багатства народів” він дав визначення капіталу як частини майна людини, з якої вона прагне отримати дохід. Він також виявив одну з основних властивостей корпоративних структур, яка полягає у розмежуванні функцій власності та управління корпоративним капіталом. Причиною такого розмежування Адам Сміт назвав неминучість зростання суспільного характеру корпоративного капіталу та появи великої кількості акціонерів, що призведе до нездатності всіх власників корпорації ефективно нею управляти [150].

На думку представника класичної школи економічної теорії Джона Стюарта Міля, основною причиною формування акціонерного капіталу було виникнення „великого виробництва”, що вимагало застосування значно більшого об’єму капіталу, ніж могли собі дозволити використовувати окремі

підприємці. Це й спонукало підприємців до об'єднання своїх капіталів, ідей, вмінь у господарські товариства. У своїй праці Дж. Ст. Міль визначає переваги та недоліки акціонерних товариств. основною перевагою він називає потужність та ефективність такого роду товариств [104].

Маркс розглядає акціонерний капітал як "результат вищого розвитку капіталістичного виробництва". Тобто він є перехідним пунктом до переходу капіталу у власність виробників. Це означає, що кожен робітник, у тому числі менеджер, матиме змогу купити на підприємстві, на якому працює, акції і таким чином поєднати свою працю і власність на капітал, узгодити свої інтереси з інтересами підприємства. І тому акціонерний капітал перетворить всі відокремлені функції працівників у суспільні функції, що дасть змогу розв'язати суперечності процесу виробництва [100].

В "Економічній енциклопедії" за редакцією Л. Абалкіна акціонерний капітал визначено як "...сукупність об'єднаних індивідуальних капіталів акціонерів". Автори "Сучасного економічного словника" стверджують, що це — "основний, базовий, початковий капітал акціонерного товариства, що утворюється шляхом випуску і продажу акцій", у "Великому економічному словнику" категорію визначено як "основний капітал акціонерного товариства" [123].

Козаченко Л.Я. пропонує альтернативне визначення капіталу – «як потенційної вартості, яка через здійснення інвестицій трансформується в активи підприємства з метою розширеного відтворення» [74].

Борщ О. Г. доповнює поняття акціонерного капіталу виділенням його особливої ознаки – делегування акціонерами функцій управління і розпорядження капіталом професійним менеджерам, які через механізм адекватної мотивації їх праці зобов'язані забезпечити отримання прибутку акціонерами від функціонування його в реальній та фіктивній формах [18].

За визначенням Котова А. М. «капітал акціонерного товариства – це частина його активів, сформованих за рахунок коштів акціонерів та позикових

коштів, що в сукупності з робочою силою беруть участь у створенні прибутку (доходу)» [78].

Єранкін О. О. зауважує, що акціонерний капітал – це «основа капіталу акціонерного товариства та частина його власного капіталу, яка формується на основі статутного капіталу; точного визначення кількості акцій; стабільності майнової бази товариства; подвійної природи існування (у формі реального і фіктивного капіталу)» [54].

Слободяник Н. П. показала, що «акціонерний капітал – це система суспільно-виробничих відносин, пов'язаних з приватною корпоративною діяльністю та специфічними ресурсами виробничого призначення, що характеризується ознаками колективної власності» [149].

Особливостями акціонерного капіталу є те, що перш за все, залучення власного капіталу акціонерним товариством не просто довготермінове, воно - безтермінове. Вже отриманий, він не може бути повернутий окремому вкладнику капіталу - акціонеру. Це виділяє його порівняно з тимчасовими вливаннями капіталу, наприклад, банківськими кредитами, які на ринках, що розвиваються мають середній термін погашення 2,8 років. Після цього, позичальник повинен бути готовий погасити кредит.

По-друге, власний капітал «терпеливий» в тому сенсі, що будь-який фіксований відсоток або задана норма прибутку не гарантована. Ті, хто вклали свої ресурси у власний капітал отримають виплати тільки після розрахунку з усіма іншими зацікавленими сторонами, такими, як співробітники, постачальники, податкові органи та кредитори. Це означає, що серед постачальників капіталу, власники акціонерного капіталу першими беруть на себе витрати у разі банкрутства акціонерного товариства [217, с. 7].

По-третє, так як акціонерний капітал отримує тільки залишковий прибуток, власний акціонерний капітал, як правило, є більш ризиковим, ніж інші форми зовнішнього капіталу, які зазвичай отримують доходи незалежно від того, наскільки успішно працює компанія робить. Ця характеристика капіталу особливо важливо для орієнтованих на майбутнє компаній, де

результати досліджень, інновацій, розробки нових продуктів і вихід на ринок цінних паперів є невизначеним і готовність взяти на себе ризик є важливою.

Отже, акціонерний капітал – це основний капітал акціонерного товариства, сформований на основі об'єднання індивідуальних капіталів, що дорівнює сукупній номінальній вартості випущених акцій, емісійного доходу та нерозподіленого прибутку, складається із визначеної кількості акцій, володіння якими дає певні права акціонеру (майнові та управлінські); зберігає свою стабільність в разі кількісної зміни складу акціонерів; має подвійну природу існування (як реальний і як фіктивний капітал). Характерними особливостями капіталу акціонерного товариства є велика кількість власників, пайовий склад, специфічна структура, можливості і способи формування шляхом емісії і розміщення цінних паперів, порядок перерозподілу результатів використання.

Капітал підприємства як економічна категорія існує об'єктивно і його природа зумовлена реальним процесом формування економічних суб'єктів механізмом здійснення фінансування їхньої діяльності. Капітал підприємства формується і використовується суб'єктами господарювання в будь-якій економічній системі відповідно до стратегічних і тактичних цілей цієї системи. Переважна більшість сучасних науковців, визначаючи суть капіталу, всебічно розкривають матеріально-речовий зміст категорії, пов'язують капітал з різними факторами виробництва, процесом отримання доходу, але з незначним акцентом його вартісної оцінки.

З одного боку, акціонерний капітал відображає інвестиції акціонерів, а з другого, являє собою межу, до якої акціонери несуть особисту відповідальність за борги компанії.

Характеристика капіталу як накопичених економічних цінностей або як раніше накопичений запас продуктів минулої праці на певний момент часу вже не актуальна. Сьогодні капітал слід розглядати як інвестиційний ресурс, адже він демонструє і продуктивність факторів виробництва, оскільки лише використання економічних ресурсів сприяє створенню нової вартості, а самі ресурси у статичному виді капіталом вважати не можна.

У подальшому дослідженні пропонується при визначенні капіталу акціонерного товариства врахувати сучасні технології залучення інвестиційного капіталу, і відповідно розглядати капітал як вартість, що формується із залученням фінансових ресурсів із різних джерел, включаючи сучасні механізми мобілізації інвестиційного капіталу на фондових ринках та інвестується в активи акціонерного товариства з метою отримання доданої вартості для забезпечення максимізації добробуту акціонерів за рахунок курсової різниці (поступового зростання ринкової вартості акції) або у вигляді дивідендів та для задоволення усіх учасників корпоративних відносин в цілому.

Як джерело доходу, капітал є одним з найважливіших засобів формування майбутнього добробуту його власників. У зв'язку з його здатністю приносить дохід, він є носієм факторів ліквідності. Ліквідність капіталу є об'єктивним чинником, що обумовлює вибір конкретних його форм і видів при формуванні необхідного рівня його прибутковості у процесі діяльності.

Одержання доходу завжди пов'язано з ризиком, тому капітал є носієм фактору ризику. Саме капітал відіграє головну роль при створенні та розвитку підприємства і є головною економічною базою всієї діяльності компанії. Розглядаючи капітал як основу організації та подальшого функціонування підприємства, можна отримати інформацію щодо ефективності його формування та використання, яка, в свою чергу, є основою проведення певних напрямків фінансового аналізу на підприємстві, базуючись на даних про його розмір і структуру. Тому власний капітал можна характеризувати як носій інформації про рівень корпоративної безпеки, як об'єкт захисту і як один з основних інструментів її підвищення,

Недоліки та помилки при формуванні капіталу акціонерного товариства можуть стати причиною втрати частки на ринку, погіршення фінансово-економічного становища, витоку конфіденційної інформації, рейдерських атак, банкрутства. За таких умов діяльності вітчизняні підприємства потребують теоретичного обґрунтування та дієвих рекомендацій щодо підвищення рівня корпоративної безпеки, контролю та управління.



1.2. Обґрунтування економічної сутності та змісту процесу формування капіталу акціонерних товариств і систематизація факторів впливу регуляторного середовища на процес управління капіталом

Оскільки підприємства корпоративного сектору відіграють провідну роль у системі суспільного виробництва в більшості країнах світу, формування та розвиток акціонерного капіталу стає пріоритетним напрямком відновлення національного виробництва та виведення його на рівень розвинених країн.

Більшість акціонерних товариств України створювалися шляхом приватизації державних підприємств і одержали морально й фізично зношені основні фонди та низьколіквідні оборотні кошти. Нераціональна система управління і відсутність ринково орієнтованої системи формування капіталу стали основними причинами погіршення фінансово-економічного стану акціонерних товариств. При цьому особливого значення набуває вдосконалення процесу формування капіталу вітчизняних компаній.

Ефективне та раціональне управління капіталом на етапі його формування дозволить задовольнити основні корпоративні інтереси зацікавлених осіб, підняти рівень інвестиційної привабливості акціонерного товариства та зменшити ризик виникнення загроз його корпоративній безпеці.

В цілому формування капіталу акціонерного товариства є сукупністю процесів планування, пошуку, накопичення і своєчасного залучення в обіг первинних основних факторів виробництва, оптимальної (цільової) структури і складу в кількості, необхідній і достатній для одержання максимального прибутку чи інших вигод.

І. Бланк під формуванням капіталу розуміє процес визначення загальної потреби в капіталі для фінансування необхідних підприємству активів, формування схем фінансування оборотних і необоротних активів, розробки системи заходів щодо залучення різних форм капіталу з передбачуваних джерел [15].

Процес формування капіталу акціонерного товариства становить

сукупність пов'язаних та погоджених методів і засобів залучення виробничих ресурсів у господарський обіг, що використовуються органами управління й економічними службами підприємства в процесі формування капіталу. Цей процес повинен забезпечувати здійснення таких функцій: планування, вибір і залучення ресурсів в обіг, розподілення ресурсів за складовими обраної стратегії акціонерного і контроль формування капіталу.

Основною метою формування капіталу підприємства є задоволення потреби у придбанні необхідних активів і оптимізації його структури з позицій забезпечення умов ефективного його використання. Таким чином, з урахуванням цієї мети процес формування капіталу підприємства базується на певних принципах (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

## Принципи формування капіталу підприємства

Основні принципи формування капіталу підприємства	Обґрунтування принципів
1. Врахування перспектив розвитку господарської діяльності підприємства	Процес формування обсягу і структури капіталу підпорядкований завданням, які забезпечують його господарську діяльність не тільки на початковій стадії функціонування підприємства, але і в найближчій перспективі.
2. Забезпечення відповідності обсягу капіталу, який залучається, до обсягу активів підприємства, що формуються	Загальна потреба в капіталі підприємства базується на його потребі в оборотних і позаоборотних активах. Для визначення загальної потреби в капіталі з метою створення нового підприємства використовують, як правило, два основних методи: <u>Прямий метод розрахунку</u> базується на визначенні необхідної суми активів, які дозволяють новому підприємству розпочати господарську діяльність. <u>Непрямий метод розрахунку</u> з загальної потреби в капіталі базується на використанні показника “капіталоємність продукції”.
3. Забезпечення оптимальності структури капіталу з позицій ефективного функціонування	Структура капіталу впливає на рівень рентабельності активів і власного капіталу, тобто на рівень економічної та фінансової рентабельності підприємства; визначає систему коефіцієнтів фінансової стійкості та платоспроможності, тобто рівень основних фінансових ризиків, а також формує співвідношення ступеня прибутковості та ризику в процесі розвитку підприємства.
4. Забезпечення мінімізації витрат щодо формування капіталу з різних джерел	Така мінімізація здійснюється у процесі управління вартістю капіталу
5. Забезпечення високої ефективності використання капіталу в процесі господарської діяльності	Реалізація даного принципу забезпечується шляхом максимізації показника рентабельності власного капіталу за прийнятим для підприємства рівнем фінансового ризику

Формування капіталу, а також характер впливу цього процесу на фінансово-економічні результати господарської діяльності та рівень корпоративної безпеки акціонерних товариств залежить від стану і динаміки розвитку факторів зовнішнього та внутрішнього середовищ підприємства. Загальний перелік факторів, що впливають на формування капіталу компанії наведена у табл. 1.2.

Таблиця 1.2

## Фактори, що впливають на формування капіталу акціонерних товариств

Джерела формування капіталу	Групи факторів	Зовнішні фактори	Внутрішні фактори
Внутрішні	Фінансово-економічні	Ціни на ресурси	Прибуток
		Ціни на основні фонди	Можливість залучення додаткових ресурсів
			Фактичні та проектні розміри фінансових ресурсів
			Галузеві особливості д-сті
	Корпоративних відносин	Ціни на продукцію	Фінансові резерви
			Фізичний і моральний знос основних фондів
		Стабільність податкового законодавства	Склад учасників
Платоспроможний попит	Стратегічні цілі		
Конкуренція на ринку	Мотиви власників		
Зовнішні	Загальні макроекономічні	Державне регулювання	Ефективність управління
			Потенціал АТ
		Стан економіки	Структура капіталу, що формується
			Політична ситуація
	Стан розвитку фондового ринку	Ефективність використання капіталу	
	Сегментарного впливу	Фінансово-економічний стан споживачів	Привабливість акцій
		Рівень розвитку ринку довгострокового кредитування	Привабливість облігацій
Державна підтримка		Привабливість АТ	

Здатність акціонерних товариств залучати кошти за рахунок часткових і боргових інструментів залежить від відповідності інтересів інвесторів та фінансово-економічних можливостей і пропозицій корпорації, а також від поширеності інформації про них.

Функціями процесу формування капіталу акціонерних товариств є:

- визначення потреби в капіталі;
- визначення оптимальної структури та джерел формування капіталу;
- вибір способів залучення ресурсів;
- планування розподілення ресурсів за складовими прийнятої стратегії [19].

Джерела, використовувані для формування капіталу, поділяються на внутрішні і зовнішні кошти. До внутрішніх джерел відносяться кошти від простих і привілейованих акцій, нерозподілений прибуток і створені підприємством фонди власних коштів, реінвестована частина активів і безоплатно отримані кошти. До зовнішніх джерел відносять позикові і залучені кошти. Позикові кошти – це кредитні позики, взяті за договором на умовах повернення і платності. Залучені кошти – це кредиторська заборгованість, тобто гроші кредитора, якими певний час безкоштовно користується боржник.

При вирішенні питання схеми формування капіталу та джерел його фінансування можливі два основні напрямки: змішане фінансування (формування капіталу за рахунок власних і залучених коштів в різних пропорціях) та повне самофінансування виключно за рахунок власних ресурсів.

При виборі будь-якої схеми необхідно враховувати переваги та недоліки різних джерел фінансування, виходячи безпосередньо з поточної фінансової позиції конкретного підприємства.

Загальновизнаними є такі переваги та недоліки:

- власний капітал : його перевагами визнається простота залучення, висока здатність генерування прибутку у всіх сферах діяльності, забезпечення фінансової стійкості розвитку підприємства, його платоспроможності в довгостроковому періоді, зниження ризику банкрутства, а недоліками – висока вартість (теоретично), неможливість забезпечення перевищення коефіцієнта фінансової рентабельності підприємства над економічною (теоретично), обмеженість обсягу залучення фінансових ресурсів для розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства на окремих

життєвого циклу, обмеженість обсягу залучення, а отже, і можливостей суттєвого розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства в періоди сприятливої кон'юнктури ринку на окремих етапах його циклу;

- залучений (позичковий) капітал: його перевагами визнаються відносно широкі можливості залучення, забезпечення росту фінансового потенціалу підприємства, нижча, у порівнянні з власним капіталом, вартість, здатність генерувати приріст фінансової рентабельності, а недоліками – ризик зниження фінансової стійкості, залежності та втрати платоспроможності, висока залежність вартості запозиченого капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку, активи, які сформовані за рахунок позиченого капіталу, створюють меншу норму прибутку, складність процедури залучення та ін.

Підприємство, яке використовує тільки власний капітал, має найвищу фінансову стійкість та коефіцієнт автономії, що дорівнює одиниці. Однак, це обмежує темпи його розвитку, оскільки позбавляє можливості забезпечення формування необхідного додаткового обсягу активів у періоди сприятливої кон'юнктури ринку та використання фінансових можливостей приросту прибутку на вкладений капітал. Підприємство, яке використовує позиковий капітал, має вищий фінансовий потенціал розвитку і можливості приросту фінансової рентабельності, але при цьому існує більший фінансовий ризик і загроза банкрутства.

Серед теоретичних основ управління формуванням капіталу однією з базових є теорія його структури, яка формує підґрунтя для вибору низки стратегічних напрямків фінансового розвитку підприємства. Структура капіталу являє собою співвідношення усіх форм власних та залучених фінансових ресурсів, що використовуються підприємством у процесі своєї господарської діяльності для фінансування активів [15]. Від збалансованого формування та використання власних та позикових засобів залежить ринкова

вартість та фінансова стійкість підприємства, максимізація доходності капіталу, ступінь ризику здійснення інвестиційної діяльності та ряд інших важливих індикаторів корпоративної безпеки.

На сьогодні існує велика теоретична база з викладеними теоріями та детермінантами структури капіталу. Розвиток сучасних теорій структури капіталу розпочався з відомої гіпотези М. Модільяні та Ф. Міллера, висунутої у 1958 році, згідно якої за певних умов вартість капіталу не залежить від його структури [225]. При обґрунтуванні оптимальної структури капіталу ці вчені вводять ряд умов, які стосуються насамперед наявності ефективного ринку, відсутності податків, однакового розміру процентних позичкових ставок для фізичних і юридичних осіб, раціональної економічної поведінки компанії. Зазначені умови роблять цю теорію абстрактною. Прийняття даних умов можливе тільки для досконалого ринку, на якому всі види цінних паперів є ліквідними [220, с.12].

З цього часу багато вчених змінювали ці умови для пояснення факторів, що впливають на рішення щодо структури капіталу. До основних сучасних теорій структури капіталу відносять компромісну концепцію, теорію протиріччя інтересів формування структури капіталу (теорія асиметричної інформації; сигнальна теорія; теорія моніторингових витрат), теорію відслідковування ринку (Таблиця Б.1. Додаток Б).

Головна мета корпорації у визначенні структури капіталу — досягнення оптимальної структури, за якої ціна капіталу буде найнижчою, а вартість корпорації — найвищою, що забезпечить належний рівень корпоративної безпеки. І.О. Бланк визначає оптимальну структуру капіталу як таке співвідношення використаних власних і позикових коштів, за якого забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності і коефіцієнтом фінансової стійкості, тобто максимізація його ринкової вартості [15].

Основна суперечність завдання оптимізації структури власного капіталу — це багатоваріантність критеріїв оптимізації, яка не дає змоги обрати однозначно

«кращий» варіант фінансування. Підходи, що існують у світовій практиці, так чи інакше зводять вихідне багатокритеріальне завдання оптимізації, відкидаючи більшість критеріїв, залишаючи один з них. Однак залишається проблема суб'єктивізму дослідника при виборі того чи іншого критерію.

Процес оптимізації структури капіталу має базуватися на основі встановлення такого співвідношення параметрів його обсягів та структурних елементів, який забезпечуватиме дотримання заданого критерію оптимізації. Враховуючи нинішні підходи до оптимізації структури капіталу підприємств доцільно проводити комплексні заходи, які містять збалансованість критеріїв.

На думку Козаченко Л. А., формування оптимальної структури капіталу повинно враховувати два основні критерії: середньозваженої вартості капіталу та рівня фінансової стійкості. Адже саме ці критерії дозволяють встановити наскільки ефективно та раціонально підприємство управляє власними та позиковими засобами [74].

В західній економічній літературі частіше за все критеріями виступають вартість капіталу та рівень його рентабельності.

Для Р.А. Слав'юк та Н.М. Чиж процес оптимізації структури власного капіталу акціонерного товариства поинен здійснюватись з-поміж трьох основних критеріїв:

1. орієнтація на структуру власного капіталу в акціонерному товаристві;
2. оптимізація за критерієм максимізації рентабельності власного капіталу;
3. оптимізація за критерієм мінімізації середньозваженої вартості власного капіталу [162].

Яремко І.Й., враховуючи вплив усіх доступних інформаційних факторів, пропонує схему оптимізації структури капіталу, яка порівняно з моделлю Р.А. Слав'юка, Н.М. Чижа дещо менше уваги приділяє попередньому аналізу, але після етапу коригування структури до оптимальної передбачає ще порівняння витрат з вигодами від оптимізації [201].

Для вибору та обґрунтування типу системи формування капіталу Попов О.Є., Котов А.М., Зайцева Т.Г. у своїй монографії пропонують використовувати модель у вигляді матриці. Корпорація позиціонується в просторі матриці, яка поєднує три фактори: рентабельність власного капіталу, темпи зростання обсягів продажу продукції підприємства, рівень ефективності використання ресурсів. Основними критеріями оптимізації структури капіталу автори вважають орієнтацію на пропорційне співвідношення власного та позикового капіталу та критерій максимізації прибутку та мінімізації ризиків. Після визначення типу системи і прийняття сукупності джерел формування капіталу робиться розрахунок оптимальної їх структури. Для цього автори пропонують оптимізацію структури джерел здійснювати за алгоритмом, який складається з 18 блоків, де основними показниками є рентабельність сукупного капіталу, рентабельність власного капіталу та розмах варіації рентабельності власного капіталу [129].

Можливості використання різних джерел формування капіталу значною мірою впливають на ефективність управління його структурою. Сьогодні більшість вітчизняних промислових підприємств не має можливості використовувати внутрішні джерела для формування додаткового капіталу у необхідному обсязі. Залучення додаткового капіталу пов'язано із використанням зовнішніх джерел його формування. Однак, незважаючи на збільшення обсягів випуску акцій підприємств, ринок акцій залишається неефективним, неліквідним і непрозорим, переважно використовується для перерозподілу власності у процесі приватизації, внаслідок чого цей сегмент фінансового ринку не є значимим джерелом формування капіталу. Значні обмеження існують також щодо широкого використання емісії облігацій у процесі формування капіталу підприємствами.

Сучасний рівень використання капіталу більшості акціонерних товариств України характеризується низькою ефективністю використання основних засобів, зростанням їх фізичного та морального зносу; різким скороченням частки грошових коштів у складі обігових активів; значним збільшенням частки



короткострокової кредиторської заборгованості в загальній структурі джерел формування капіталу при збільшенні терміну її оборотності, що є перешкодою для відновлення виробничих потужностей, освоєння нової продукції і послуг.

Погіршення фінансово-економічного стану та рівня корпоративної безпеки значної кількості вітчизняних акціонерних товариств обумовлює гальмування процесів формування капіталу, що викликає зниження ефективності його використання. Нестача власних коштів для формування капіталу призводить до зростання кредиторської заборгованості, у тому числі простроченої, внаслідок чого суттєво скорочується можливість залучення коштів із зовнішніх джерел для оновлення техніко-технологічної бази підприємств та випуску нової продукції.

Причинами виникнення та розвитку несприятливих умов для формування капіталу вітчизняних акціонерних товариств є негативний вплив зовнішніх (зниження платоспроможного попиту, погіршення інвестиційного клімату, підвищення конкуренції з боку закордонних виробників) і внутрішніх (погіршення фінансового стану, неприваблива для стратегічних інвесторів структура власності; низький рівень прозорості діяльності вищого керівництва корпорацій) факторів. В умовах корпоративної безпеки саме формування раціональної структури капіталу спроможне мінімізувати загрози збитків та ризик поглинання та втрати контролю. У цих умовах великого значення набуває розбудова системи формування капіталу акціонерного товариства, орієнтованої на виявлення внутрішніх резервів корпорації, та максимально вигідне використання можливостей фондового ринку.

Забезпечення корпоративної безпеки підприємства можливе за умови виявлення та нівелювання дії різноманітних загроз, які можна розглядати як потенційну можливість чи існування ситуації, за якої виникають передумови протидії забезпеченню безпеки та реалізації інтересів підприємства [Кравчук]. Це можливе за оптимального управління його власним капіталом, який, у свою чергу, значною мірою залежить від факторів регуляторного середовища як внутрішнього так і зовнішнього.

Термін “регуляторне середовище” визначається як:

- законодавчо та нормативно закріплені правила ведення бізнесу;
- здатність влади забезпечувати виконання законодавства і строго дотримуватися закону у власній діяльності;
- ефективність системи управління з точки зору суспільства: ступінь прозорості та послідовності державної регуляторної політики; рівень бюрократизму та корупції [59].

Основними складовими регуляторного впливу держави на розвиток та діяльність підприємництва і підприємницького середовища є дозвільна система, система контролю (здійснення перевірок), технічне регулювання (сертифікація і стандартизація), податкова система, законодавчі акти.

Сьогодні в Україні спостерігається суттєва лібералізація дозвільного регулювання господарської діяльності, скорочення переліку документів дозвільного характеру, зменшення вартості отримання документів дозвільного характеру, створення єдиних дозвільних центрів і спрощення самих дозвільних процедур, що позитивно впливає на бізнес-середовище суб’єктів господарювання та інвестиційний клімат країни [47, с. 228].

За результатами щорічного рейтингового дослідження Міжнародної фінансової корпорації, група Світового банку “Ведення бізнесу - 2016” за результатами 2015 року Україна піднялась на 13 позицій і посіла 83 місце з 189 країн. Це стало можливим завдяки значному збільшенню рейтингу по категорії “реєстрація підприємств”, як результату введення деяких спрощень у дозвільній системі України. Однак щодо решти категорії рейтингів значних позитивних зрушень не спостерігалось [210].

Попри очевидні зрушення в реформі дозвільної системи, за легкістю отримання дозволів на будівництво Україна займає 140 місце (рис. 1.2). Щоб отримати усі дозволи для будівництва складу в м. Києві, підприємство повинно здійснити до 10 процедур, які у середньому триватимуть 67 днів та становитимуть 15% від вартості самого складу.

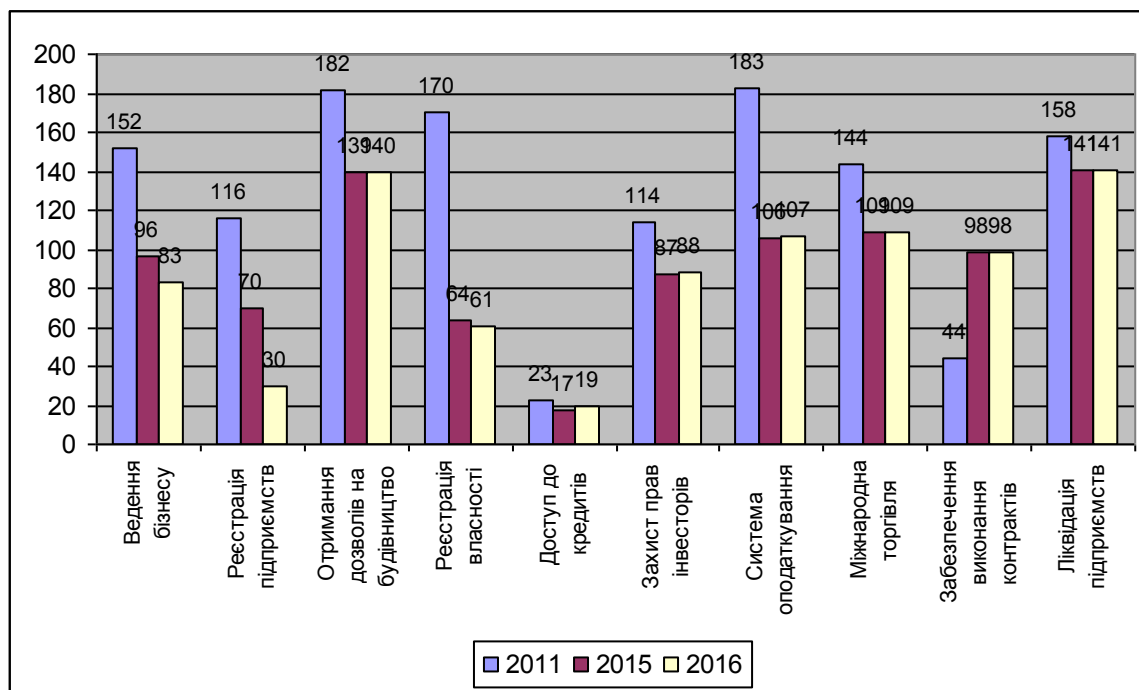


Рис. 1.2 Місце України в рейтингу Doing Business

Хоча за кількістю процедур та часом необхідним для їх проведення показники України відповідають кращим світовим практикам, за їх вартістю українські показники значно перевищують регіональний рівень. Для порівняння, в провідних європейських країнах витрати на процедури потрібні для отримання дозволу на будівництво складу не перевищують 2% від його вартості [14].

Щодо системи перевірок суб'єктів господарювання то тиск з боку контролюючих органів зменшився. Порівняно з 2011 роком протягом 2015 року органами Державної аудиторської служби було проведено на 70% менше ревізій (рис. 1.3). Також зменшилась кількість перевірок проведених Державною фіскальною службою. У 2015 році Державною фіскальною службою було здійснено на 11950 перевірок менше, ніж у 2014 році [49]. Кількість контрольно-перевірочних дій Національної комісії з ринку цінних паперів та фондового ринку у 2015 році скоротилась до 266, що на майже 70% менше відповідного показника у 2011 році [114].

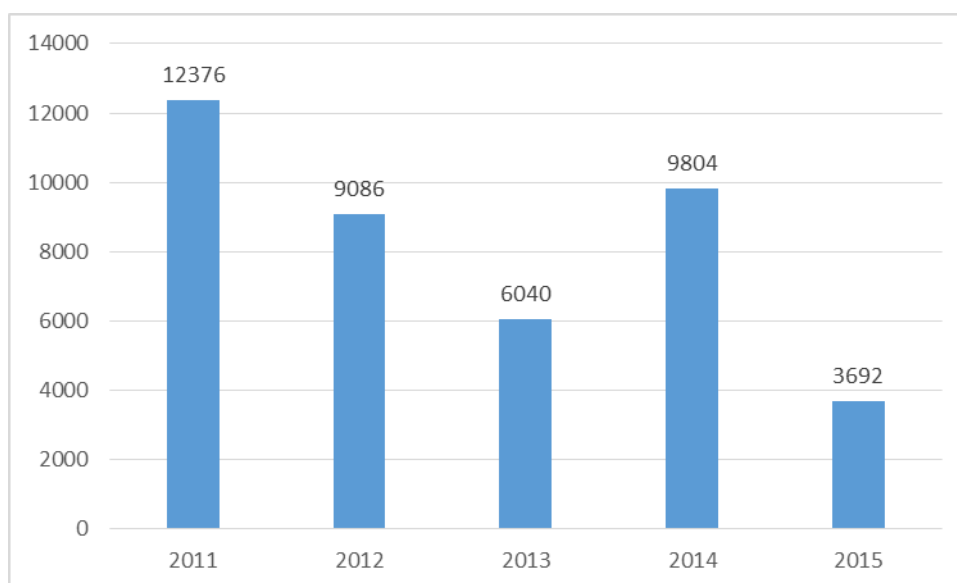


Рис. 1.3 Динаміка ревізій фінансово-господарської діяльності проведених органами Держаудитслужби [46]

З підписанням Угоди про Асоціацію між Україною і ЄС, в якій Україна зобов'язалась поступово досягти відповідності з технічними регламентами ЄС та системами стандартизації, акредитації, робіт з оцінки відповідності та ринкового нагляду ЄС, а також дотримуватись принципів та практик, передбачених актуальними рішеннями та регламентами ЄС, перед державою відкрилися великі можливості щодо виходу на єдиний європейський ринок.

Зобов'язання України узгодити національне законодавство у сфері технічних бар'єрів торгівлі з європейським містить як переваги, так і виклики для українського бізнесу. Перевагою є остаточний перехід на фактично міжнародні технічні регламенти, що визнаються в ЄС та багатьох інших країнах світу, що знизить нетарифні бар'єри в торгівлі з цими країнами, покращить доступ на ринки та стимулюватиме експорт.

Водночас перехід вимагатиме витрат на пристосування, хоча, зважаючи на досить тривалі перехідні періоди і на той факт, що Україна вже багато зробила для гармонізації свого законодавства з європейським у цій сфері, ці витрати є давноочікуваними, а отже мають бути вже врахованими в бізнес-планах розвитку підприємств. Україна вже прийняла понад 40 технічних регламентів,

що значною мірою базуються на відповідних європейських регламентах, причому ці регламенти стосуються саме тих сфер, що підлягають гармонізації.

На сьогоднішній день в Україні створено відповідну нормативно-правову базу, яка запроваджує нову систему технічного регулювання, що відповідає ключовим принципам системи технічного регулювання ЄС на основі директив та ринкового нагляду. Але її практичне впровадження натикається на певні перешкоди. Повільно відбувається гармонізація стандартів ЄС. Прийнято, але не видано більше 2000 стандартів, більше 16 500 стандартів – не актуалізовані [33].

Застосовувані стандарти – ще й досі здебільшого ті, які було розроблено ще за Радянського Союзу. Вони не відповідають міжнародним стандартам, і, зазвичай, мають характер приписів та обмежень, та стримують впровадження нових підходів та технологій. Аналогічною є ситуація у сфері санітарних, будівельних, протипожежних та інших норм, що підлягають контролю з боку державних органів.

У рейтингу Doing Business 2016 за субіндексом "Сплата податків" Україна дещо підвищила загальний бал (на 0,26%), проте у загальному підсумку опустилась на одну сходинку. Завдяки проведенню податкової реформи в Україні поступово скорочується як рівень податкового навантаження, так і кількість та тривалість платежів із сплати податків.

Підприємцям в Україні у 2015 році щоб сплатити 5 податкових платежів необхідно було 350 годин на рік та витрати 52,2% від доходу. Середньо регіональні показники – це 19 податків, 232,7 годин та 34,8% доходу [14].

Проте, саме у сфері щорічних податкових відрахувань глобальна антикорупційна неурядова організація Transparency International відмітила зростання рівня корупції. Відтак у рейтингу підготовленому ТІ за 2015 рік за рівнем корупції Україна зайняла 130 місце зі 168 позицій. За підсумками у рейтингу, де рівень корупції оцінюється за шкалою від 0 до 100 балів, в якій 0 означає тотальну корумпованість держави, а 100 – відсутність корупції, Україна отримала 27 балів (минулого року – 26 балів) [238]. Будь-який результат,

менший за 30 балів, з точки зору Transparency International, вважається "ганьбою для нації", яка вимушена жити в тотально корумпованій країні. Здійснити невеличке зростання індексу Україні вдалося завдяки збільшенню суспільного осуду корупціонерів та створенню антикорупційних органів. Також негативно вплинули на результати України збільшення корупційної складової у стосунках бізнесу та влади у частині надання підприємцям комунальних послуг.

Підприємства в Україні мають долати багато труднощів, щоб покращити свою роботу та стати більш конкурентоздатними на внутрішньому та зовнішньому ринках. Роль держави — допомогти їм у цьому шляхом зменшення регуляторного тиску та спрощення процедур ведення бізнесу. Однак через надмірну зарегульованість підприємствам в Україні надто важко запроваджувати інновації або підтримувати темпи зростання, бо вони витрачають багато часу, сил та фінансових ресурсів на забюрократизовані процедури, великий документообіг та корупцію.

Серед факторів внутрішнього регуляторного середовища акціонерного товариства, що впливають на управління капіталом, основними елементами є система корпоративного управління та прийняття управлінських рішень.

Основними принципами побудови системи органів управління акціонерним товариством є: розмежування компетенції між його органами управління; централізація функцій управління і контролю за діяльністю товариства – забезпечення ефективного контролю за діяльністю правління збоку спостережної ради і підзвітність самої спостережної ради загальним зборам акціонерів; колегіальна побудова більшості органів управління акціонерного товариства [128, с.70].

Корпоративне управління має на меті взаємодію трьох основних груп інтересів – акціонерів, Ради директорів та топ-менеджерів [171, с.130]. Дієва система корпоративного управління важлива як один з головних інструментів створення акціонерної вартості.

В корпоративних підприємствах крім загальної системи управління, яка діє

на основі законодавчих нормативно-правових актів і в їх межах, в більшості випадків також створюються власна внутрішньо корпоративна системи управління. Внутрішня система управління являє собою систему заходів, яка формується на основі системи приписів, які мають форму певних документів, або, як їх часто називають, положень.

Таким чином, внутрішньокорпоративна система управління - це сукупність елементів законодавчо обов'язкових норм і специфічних розроблених приписів, притаманних для даної корпорації. Усі ці приписи перебувають у єдності та взаємозв'язку, взаємодоповнюючи один одного [98].

На практиці традиційна внутрішньокорпоративна структура управління має такий вигляд: загальні збори - наглядова рада - виконавчий орган – ревізійна комісія. Функції і компетенція цих органів визначаються шляхом розробки і затвердження ряду офіційних положень, які мають юридичну силу всередині підприємства. Одні корпорації застосовують ряд таких положень (положення про цінні папери, про Наглядову раду, про Правління, про фонди тощо), інші можуть користуватись лише обов'язковим установчим документом - статутом. Принципи, методи і процедури, що використовується підприємством для складання та подання фінансової звітності визначаються обліковою політикою товариства.

Облік власного капіталу корпорації регулюється Положенням про облікову політику товариства, яке визначає: первинні документи з обліку власного капіталу і графік їх документування; процедури контролю за формуванням власного капіталу; порядок збільшення статутного капіталу; встановлення порядку вибуття учасників і визначення розміру частки належного їм капіталу; порядок розподілу чистого прибутку.

Надзвичайно важливим напрямом корпоративного управління є управління цінними паперами. Від ефективності діяльності акціонерного товариства залежить стан його акцій. Проте, часто трапляються випадки, коли зміни цінних паперів не пов'язані з господарською діяльністю корпорації. У свою чергу, ускладнення руху акцій має негативний вплив на господарську

діяльність.

Увага корпорації до своїх цінних паперів проявляється у створенні окремого положення про цінні папери і виділенні окремих працівників і навіть відділів, функціями яких є робота з цінними паперами корпорації. При цьому розробляються і затверджуються внутрішні документи, такі як положення про цінні папери акціонерного товариства або про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, про відділ цінних паперів та ін.

Згідно з Принципами корпоративного управління до структурних підрозділів товариства, які здійснюють внутрішній контроль за діяльністю акціонерного товариства, належать:

- наглядова рада (через аудиторський комітет ради);
- ревізійна комісія;
- служба внутрішнього аудиту .

Система внутрішнього контролю товариства повинна забезпечувати здійснення стратегічного, оперативного та поточного контролю за його фінансово-господарською діяльністю:

а) наглядова рада – забезпечити функціонування належної системи контролю, а також здійснення стратегічного контролю за фінансово-господарською діяльністю товариства;

б) ревізійна комісія - здійснювати оперативний контроль за фінансово-господарською діяльністю товариства шляхом проведення планових та позапланових перевірок;

в) служба внутрішнього аудиту (внутрішній аудитор) - здійснювати поточний контроль за фінансово-господарською діяльністю товариства: відповідати за своєчасне виявлення та запобігання відхиленням, які перешкоджають законному та ефективному використанню майна та коштів товариства.

Установлені товариством правила та процедури контролю мають сприяти забезпеченню стабільного та ефективного функціонування товариства. Товариство має забезпечити створення та функціонування надійної системи



корпоративного управління та контролю за його фінансово-господарською діяльністю з метою своєчасного виявлення відхилень фактичних результатів його діяльності від запланованих і прийняття оперативних управлінських рішень, які забезпечать ефективну діяльність товариства та високий рівень корпоративної безпеки, і як наслідок інвестиційну привабливість компанії. Це дає акціонерному товариству підстави розраховувати на успішне залучення додаткового інвестиційного капіталу через фондовий ринок.

### 1.3. Концептуально-методичні підходи до управління рухом акцій на первинних і вторинних ринках

Фондовий ринок є невід'ємним елементом нормально функціонуючої економіки. Він дозволяє як керівництву держави так і підприємства диверсифікувати перелік джерел фінансування, не обмежуючись самофінансуванням та банківськими кредитами. Потенційні інвестори, в свою чергу, з допомогою ринку цінних паперів отримують можливість вкладення своїх заощаджень в більш широкий круг фінансових інструментів.

Сьогодні вітчизняний фондовий ринок зустрічається з рядом проблем: невеликий обсяг і неліквідність; низький рівень капіталізації; високий ступінь ризиків; нестача кваліфікованого персоналу; відсутність відкритого доступу до інформації; порушення прав інвесторів. Тому, не зважаючи на спроби українських компаній, в цьому числі будівельних, на ринку цінних паперів залишається нереалізованою можливість залучення коштів через публічне розміщення акцій (ІРО) як на вітчизняних, так і іноземних фондових біржах. А саме публічне розміщення акцій дозволяє здійснювати фінансування компанії за допомогою відносно дешевих ресурсів фінансового ринку.

Згідно звіту НКЦПФР за підсумками 2014 року загальний обсяг усіх зареєстрованих випусків цінних паперів становив 1469,39 млрд грн, що на 16% більше за показник попереднього року. Однак обсяг залучених інвестицій через

інструменти фондового ринку залишається нижчим за показник обсягу залучених довгострокових кредитів [135, с.18].

Умови та сам обіг акцій на ринку цінних паперів схематично можна зобразити схемою (рис. 1.3).

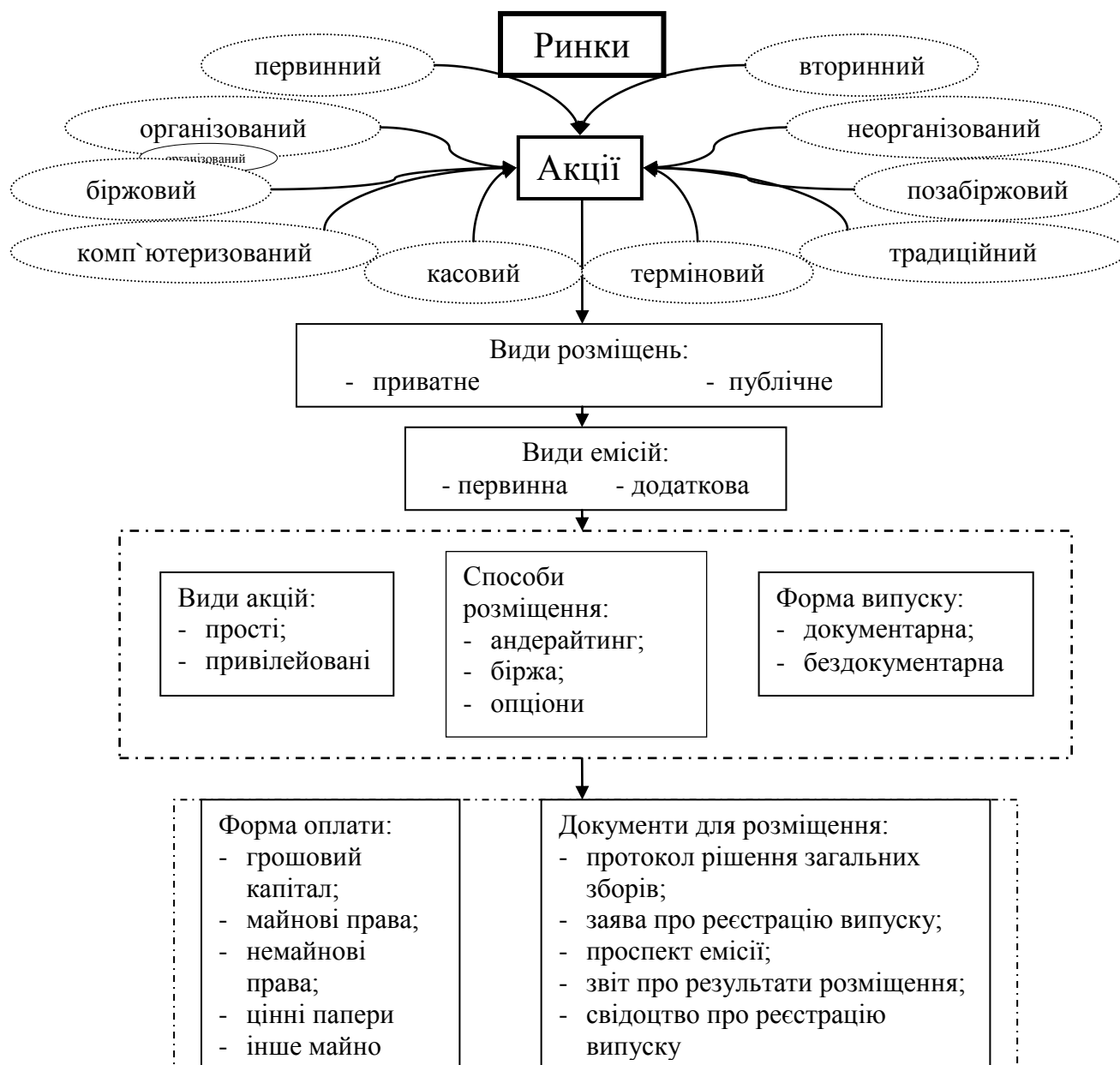


Рис. 1.4. Схема руху акцій на фондовому ринку

Залежно від ролі, яку ринок цінних паперів відіграє у процесі відтворення капіталу, його поділяють на первинний і вторинний ринки.

Якщо спробувати дати загальні визначення, то «первинний ринок» - це термін, який використовують для характеристики перших та повторних емісій

цінних паперів, випадків, коли цінні папери вперше появляються на публічній арені. Первинний ринок цінних паперів, як джерело додаткових фінансових ресурсів, значною мірою визначає розміри й характер накопичення капіталу, його структуру й обсяг інвестицій в країні.

«Вторинний ринок» - це термін, який описує випадки коли другі та наступні транші цінних паперів після їх первинного розміщення появляються на публічній арені, місце купівлі-продажу раніше випущених активів, а дохід від продажі цінних паперів потрапляє до колишнього їх власника. Саме з вторинним ринком краще всього знайомий інвестор, оскільки біржі відносяться до вторинного ринку.

Для здійснення первинного розміщення акцій, як правило укладається угода з дилерами, які займаються продажем таких акцій інвесторам. Умови взаємодії емітентів та продавців визначаються угодами між ними. Така діяльність називається "андеррайтинг" і становить, як правило, розміщення фінансовими посередниками нових випусків цінних паперів. Існує також можливість первинного продажу акцій самим емітентом, однак це покладає на засновників значні турботи щодо здійснення всього комплексу робіт з організації підписки. При первинному розміщенні надійність цих акцій забезпечується так званим принципом повного пред'явлення, тобто розкриття всієї інформації емітентом, який виходить на первинний ринок цінних паперів,

На вторинні ринки акції потрапляють після їх первинного розміщення іноді досить складними шляхами. Вони можуть реалізуватись дрібними власниками-акціонерами з дотриманням або без дотримання вимог чинного законодавства, ними торгують і потужні дилери в позабіржовому обігу. Найбільш корпорації намагаються управляти рухом своїх акцій через посередництво фондових бірж.

На шляху розвитку багатьох компаній настає етап, коли подальше розширення бізнесу за рахунок власних коштів та залучених банківських кредитів стає занадто дорогим, неможливим або просто недостатнім. Тоді найчастіше постає питання залучення капіталу через фондовий ринок, у тому

числі через проведення первинного публічного розміщення акцій. Важливість всебічного дослідження первинного публічного розміщення акцій зумовлена динамічними змінами філософії бізнесу, появою нових компаній, пошуками довготермінових та ефективних джерел фінансування.

Багато прогресивних українських компаній сьогодні розглядають первинне публічне розміщення акцій (Initial Public Offering (IPO)) як ефективний засіб залучення довгострокових інвестицій для розвитку бізнесу, як альтернативу борговому кредитуванню.

IPO – це публічна пропозиція інвесторам стати акціонерами компанії, зроблена нею вперше на міжнародній біржі. Компанія, що проводить IPO, випускаючи свої акції на спеціально організованому біржовому майданчику, пропонує широкому колу інвесторів їх викупити, таким чином, залучаючи капітал через фондовий ринок.

У вітчизняному законодавстві, зокрема у ст. 28 Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок", первинне публічне розміщення — це відчуження цінних паперів на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення в будь-який інший спосіб повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб [2].

В Україні поняття IPO трактують ширше. До IPO відносять і перше і усі наступні розміщення емісійних цінних паперів певного емітента, що адресовані необмеженому колу осіб і здійснюються в процесі випуску цінних паперів шляхом відкритої підписки або в процесі їх публічного обігу на торгах фондових бірж та інших організаторів торгівлі на ринку.

Варто виділити такі теоретично можливі способи реалізації IPO українською компанією:

- 1) безпосереднє публічне розміщення акцій компанії на іноземній біржі;
- 2) розміщення глобальних депозитарних розписок;
- 3) публічне розміщення акцій або глобальних депозитарних розписок іноземної холдингової компанії.

Безпосереднє розміщення цінних паперів емітентів на іноземному фондовому ринку реалізується через встановлення кореспондентських відносин між центральними депозитаріями двох країн або між центральним депозитарієм країни емітента цінних паперів із міжнародними депозитарними центрами (Euroclear, Cedel). Це добре відома стандартна європейська практика обігу іноземних цінних паперів на внутрішніх ринках цінних паперів. Враховуючи вимоги українського законодавства, вихід цінних паперів українських емітентів на іноземні фондові ринки цінних паперів можливо реалізувати через укладання Національним депозитарієм України договору про кореспондентські відносини з закордонним депозитарієм (центральним депозитарієм).

Депозитарне обслуговування і розрахунки за такими цінними паперами здійснюються через міжнародні депозитарно-клірингові системи. Для українського емітента це і так досить складна процедура, крім того, існує ще й ряд законодавчих обмежень: номінація акцій тільки у національній валюті, розміщення не більше 25% акцій, необхідність отримання ліцензії НБУ та дозволу НКЦПФР та інші технічні вимоги, встановлені законодавством України.

Глобальні депозитарні розписки (ГДР) не є цінними паперами українських емітентів, а випускаються банком-депозитарієм (наприклад, Bank of New York, Deutsche Bank або Citi), який випускає такі ГДРи на підставі акцій Емітента, депонованих у зберігача або самого банку-депозитарія.

Оскільки ГДРи не є українськими цінними паперами і не перебувають в обігу на ринку цінних паперів України, то випуск та обіг ГДРів не регулюється законодавством України. Депонуватися можуть як акції українських емітентів, так і акції іноземних емітентів.

У разі депонування акцій Емітента, вони будуть передані на зберігання уповноваженому українському зберігачу (найчастіше це ING Банк Україна) для зберігання на рахунку в цінних паперах банка-депозитарія, відкритому у такого українського зберігача. В свою чергу, банк-депозитарій випустить відповідну

кількість ГДРів, які можуть продаватися іноземним інвесторам і котуватися на закордонних фондових біржах.

ГДРи можуть випускатися в різних пропорціях по відношенню до депонованих акцій, наприклад 1:1, 1:2 або 2:1 і т.д.

Випуск ГДРів може бути як за участю Емітента (так звана спонсорована програма випуску – передбачає залучення додаткових коштів до Емітента), так і без участі емітента (так звана неспонсорована програма випуску – передбачає збільшення ліквідності існуючих акцій Емітента).

Щодо опосередкованих схем публічного розміщення українською компанією, воно може відбуватися за посередництва корпоративної структури, спеціально створеної з цією метою, званому «технічному емітенту» (SPV), або банківської установи. Характерною рисою опосередкованих схем є те, що власники акцій мають обмежене право вимоги (limited recourse) до емітента де-юре (SPV або банку).

Водночас, реальну відповідальність за виплату по акціям несе позичальник, який є емітентом де-факто. Для реалізації наведеної структури необхідно, щоб акціонери компанії (групи компаній), яка бажає вийти на IPO, заснували іноземну компанію, яка б стала власником 100% акцій компанії (групи компаній). Тобто акціонери будуть володіти компанією (групою компаній) через Компанію проекту, яка буде безпосередньо розміщувати свої акції на іноземній біржі.

Такий спосіб є найпоширенішим у випадку розміщення акцій емітентів приватної власності, хоч і потребує витрат часу для побудови нової необхідної структури. Єдина вимога за законодавством України – отримання резидентом-фізичною особою, яка буде засновником Компанії проекту, індивідуальної ліцензії НБУ на здійснення разової валютної операції [69].

Абсолютна більшість українських емітентів проводила не пряме розміщення через свої материнські компанії, зареєстровані за кордоном. Тобто юрисдикція емітентів акцій ніколи не зазначалась як Україна. Для цього перед IPO вони структурували свій бізнес так, щоб бізнес в Україні опинявся серед

дочірніх структур, контрольованих холдинговою компанією, яка і залучала ресурси через розміщення. Така корпоративна реструктуризація приносить незаперечні переваги: покращує структуру управління бізнесом; забезпечує оптимізацію оподаткування прибутку, одержуваного у вигляді дивідендів, відсотків, роялті; створює можливості захисту бізнесу з використанням міжнародних правових інструментів; забезпечує більш досконалу форму врегулювання відносин між декількома власниками.

Основним принципом здійснення IPO є принцип послідовності, суть якого полягає в тому, що для того, аби акції компанії почали торгуватися на біржі, компанія повинна пройти ряд послідовних процедур, які можуть вимагати значних витрат як коштів, так і часу. Як правило, ухвалення рішення про розміщення акцій приймається задовго до IPO, а процес підготовки компанії до публічного статусу може зайняти до декількох років.

Наступним принципом здійснення IPO є принцип прозорості, або публічності. Його сутність впливає із самого терміну «первинне публічне розміщення акцій» і полягає в повній відкритості фінансової звітності перед широким колом акціонерів, потенційних інвесторів та всіх учасників фінансового ринку.

З розвитком процесу глобалізації фінансових ринків, удосконалення технологій електронної торгівлі й поліпшення якості біржової інфраструктури, привабливість первинного розміщення акцій як способу залучення інвестицій постійно зростала. За багато років виходу сотень приватних компаній на відкритий біржовий ринок була сформована ціла індустрія та налагоджена інфраструктура, а проведення первинного розміщення акцій перетворилося в професійну послугу інвестиційних банків, які поставили цей процес на промислові колії. У цьому закладається принцип технологічності первинного розміщення акцій. Таким чином, компанії, що вирішила розмістити свої акції на біржі, доведеться пройти через стандартну процедуру незалежно від географічного ринку розміщення.

Не менш важливим принципом здійснення IPO є принцип доступності, або рівності можливостей, як для самих компаній, так і для приватних інвесторів. Це означає рівні можливості виходу на публічний ринок для приватних компаній, а для інвесторів – у придбанні частини компанії за допомогою відкритих, публічних торгів. Єдина відмінність у можливостях між компаніями та інвесторами тут полягає в тому, що для одержання статусу публічності компанії повинні ще відповідати певним вимогам [37].

Реальна економічна ситуація в Україні значно ускладнює інвестиційну діяльність [66, с. 134]. Нерозвиненість організованого ринку цінних паперів, а також зумовлені цим його вкрай обмежені можливості функціонування як ринку капіталу змушують вітчизняні компанії, в тому числі будівельної галузі, пов'язувати свої плани щодо залучення інвестиційних ресурсів з виходом на високо капіталізовані зарубіжні (насамперед, європейські) фондові майданчики.

За період з 2005 року по серпень 2015 року 26 вітчизняних компаній пропонували свої акції на іноземних біржах, залучивши близько 2 500 млн. дол. США додаткового фінансування. Найбільш активними були галузі сільського господарства, нерухомість, металургія та гірничодобувна промисловість. В Європі за результатами 2013 року найуспішнішими секторами здійснення IPO стали: промислові товари та послуги (переважно транспорт та логістика) та фінансові послуги (переважно здійснені інвестиційними компаніями, IPO активність яких зросла на 231%) [231].

Не зважаючи на попередні спроби, можливість залучення коштів на ринку цінних паперів шляхом публічного розміщення акцій українськими компаніями залишається нереалізованою. Важливість всебічного дослідження IPO зумовлена динамічними змінами філософії бізнесу, появою нових компаній, пошуками довготермінових та ефективних джерел фінансування.

Ідея залучення капіталу на фондових ринках є привабливою для українських компаній із багатьох причин. Основна з них полягає в тому, що IPO — це спосіб залучення довгострокового капіталу без боргових зобов'язань,



що дуже важливо для вітчизняного підприємництва, що історично фінансувалось за рахунок кредитів та власних коштів власників.

Порівняно з альтернативними джерелами залучення капіталу (нерозподілений прибуток, бюджетні кошти та державні позики, банківські кредити, випуск облігацій) здійснення інвестицій IPO має ряд переваг: оперативність надходження, незалежність від конкретного кредитно-фінансового інституту, відсутність зобов'язань, необмежений термін залучення.

Однак, реалізація IPO, особливо на закордонній біржі, потребує значних витрат, і компанія, яка робить такий крок, повинна розуміти всі пов'язані з ним вигоди і зобов'язання (таблиця В.1. Додаток В).

Незважаючи на дієвість та перспективність IPO як способу вливання іноземного капіталу, вітчизняні компанії поки що не досить активно використовують його ресурси для фінансування своєї господарської діяльності.

Вітчизняні реалії доводять, що в Україні не так багато підприємств, що теоретично можуть вийти на IPO: деякі з них не відповідають вимогам IPO, інші – або не розуміють переваг цього процесу, або не бажають розкривати свої активи та перетворюватися на публічні, відкриті компанії, а ті, що за формальними ознаками (оборотом, можливістю знайти кошти на приведення бізнесу до біржових стандартів) мають можливість вийти на IPO, не поспішають цього робити.

Вихід компанії на ринок первинних розміщень - процес складний та тривалий, включає велику кількість учасників, яких потрібно вибрати й координувати, та багато завдань, які потрібно одночасно виконувати. Оскільки більшість українських підприємств не відповідають критеріям лістингу міжнародних фондових бірж, попередня підготовка займе не менше 1-2 років.

Іноземні аналітики радять компаніям здійснювати IPO одразу на двох біржах (більша кількість вважається не вигідною). Зазвичай це означає публічне розміщення на місцевому ринку та на одній з більших бірж. Це дає змогу одночасно будувати базу місцевих інвесторів та залучати капітал глобальних інвесторів на великому ринку.

Однак для українських компаній цей шлях надто важкий, адже подвійний лістинг значно ускладнює IPO та збільшує витрати, пов'язані з відповідністю вимогам та необхідністю залучення додаткових учасників.

Поширеною помилкою компаній, які хочуть здійснити IPO, є спроби зробити все й одразу. Надто часто керівництво компанії намагається одночасно здійснити необхідні придбання, реформи та зміни в управлінні та політиці організації. В результаті компанія просто не витримує такого шаленого тиску, і процес IPO такого товариства в кращому випадку затримується або ніколи й не завершується.

Організації потрібно прийняти поетапний підхід в побудові публічної компанії. Основні складові цього процесу, яким потрібно приділити увагу зображені на рисунку 1.5.

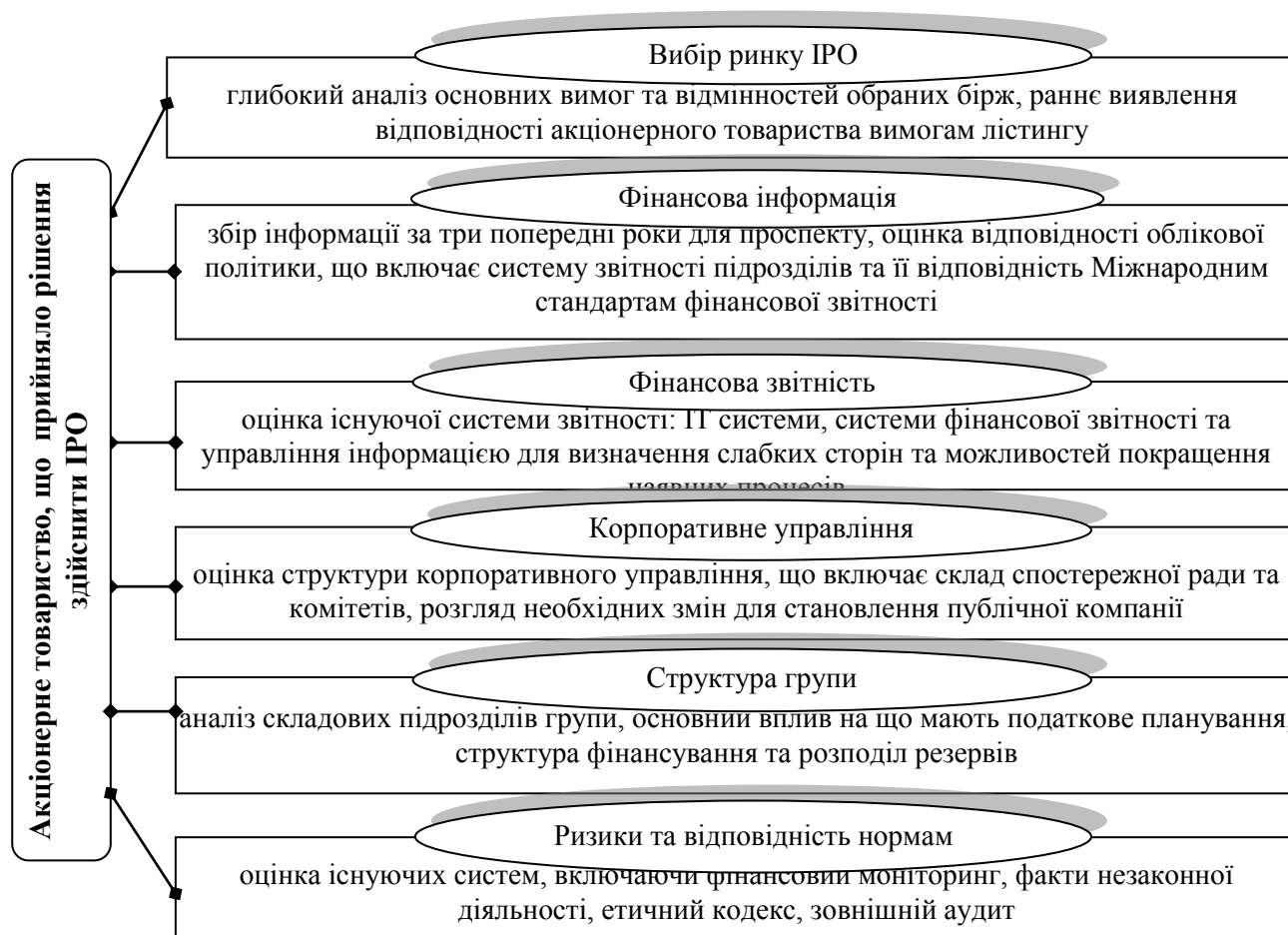


Рис. 1.5 Складові процесу підготовки до здійснення IPO.

В першу чергу компанії потрібно обрати майданчик для здійснення IPO, що буде мати значний вплив на організаційну структуру та процеси і може вимагати значних змін в компанії. Керівництву потрібно одразу оцінити відповідність вимогам лістингу, проаналізувати ліквідність та конкуренцію на біржі в цілому та у конкретній галузі. У випадку значної концентрації конкурентів на ринку у інвесторів може просто не вистачити коштів для покупки усіх пропонованих акцій, а на ринках з низькою ліквідністю вони не охоче виділяють капітал на купівлю нових акцій, що може занизити оцінку.

Після здійснення розгорнутої IPO-діагностики, коли керівництво вже чітко знає, що потрібно змінити, щоб відповідати стандартам обраної біржі, компанії потрібно оцінити майбутні витрати та загрози.

В першу чергу компанії потрібно обрати майданчик для здійснення IPO, що буде мати значний вплив на організаційну структуру та процеси і може вимагати значних змін в компанії. Керівництву потрібно одразу оцінити відповідність вимогам лістингу, проаналізувати ліквідність та конкуренцію на біржі в цілому та у конкретній галузі. У випадку значної концентрації конкурентів на ринку у інвесторів може просто не вистачити коштів для покупки усіх пропонованих акцій, а на ринках з низькою ліквідністю вони не охоче виділяють капітал на купівлю нових акцій, що може занизити оцінку.

Рішення, на яку біржу виходити, приймається також залежно від масштабів самої компанії та планів щодо залучення капіталу, та враховуючи глобальний характер фондового ринку та розвиток національних/ регіональних бірж, питання просування і маркетингової політики того чи іншого майданчика.

Обравши біржу, яка буде найкраще відповідати цілям компанії та вимогам якої зможе відповідати сама організація, слід оцінити готовність компанії до розміщення. Від системи регулювання до облікових стандартів та моделі управління все підлягає детальній експертизі. Метою IPO-діагностики є виявлення невідповідностей між очікуваннями ринку та поточною ситуацією в компанії.

Перш за все це стосується фінансових стандартів. Кожна біржа вимагає звітність про фінансові результати відповідно визначених стандартів (найчастіше Міжнародні стандарти фінансової звітності (IFRS), інколи місцеві Системи загальноприйнятих принципів бухгалтерського обліку GAAP). Введення цих стандартів процес тривалий та клопітний, тому його не варто відкладати на останню хвилину. Тим більше, що зазвичай ринок хоче бачити аудитовані цифри хоча б за останні три роки.

Для багатьох вітчизняних компаній аудит стає досить значною перешкодою на шляху до IPO, через те, що вони або не можуть провести аудит, або якщо і проводять, то у аудиторському висновку міститься надто багато зауважень, що може негативно вплинути на рішення потенційного інвестора.

Однією з найважливіших вимог, що ставиться до IPO-кандидатів є прозорість управлінської схеми компанії та схеми її власності. Умови лістингу провідних фондових бірж містять вимоги щодо корпоративного управління, де основними елементами є склад Ради та структура менеджменту. Вимоги до будови Ради в значній мірі залежать від обраного ринку. В деяких країнах (наприклад, Німеччина) очікується, що публічна компанія повинна містити Спостережну раду і виконавчий орган, в інших (наприклад, Великобританія) вимагають використовувати об'єднану Раду.

Організаційна структура компанії повинна відповідати західним стандартам і бути прозорою та зрозумілою потенційним інвесторам. Йдеться про чіткий розподіл повноважень менеджменту всіх ланок та зв'язків між підрозділами. Не менш прозорою має бути схема власності та корпоративних прав. Крім того, холдинг повинен бути спроможним подавати консолідовану звітність.

Перспективи здійснення IPO в останні роки сильно залежать від настроїв на ринку – навіть успішні компанії не завжди можуть залучити гроші в періоди загального негативу.

Тому на етапі підготовки важливо проводити спілкування з інвесторами, шляхом організації так званих road-show – серії зустрічей представників

організації з потенційними інвесторами з метою презентації компанії до проведення IPO. Вони здійснюються для ознайомлення інституційних інвесторів з компанією, справлення на них хорошого враження, зацікавлення їх пакетом акцій компанії, а також для збору інформації про відношення потенційних інвесторів до компанії та галузі в цілому, що дозволяє зробити висновки про привабливість компанії для ринку та спрогнозувати можливий попит на акції та їх ціну.

Ще одним важливим етапом є аналіз ризиків. Кожна компанія приватна чи публічна нашоухуються на ризики, однак, публічні компанії, які беруть на себе відповідальність за захист акціонерної вартості, є об'єктами значно більшої небезпеки. На більшості ринках публічні компанії повинні оцінити основні можливі ризики організації та розробити відповідні процеси для їх пом'якшення якщо можливо. Багато великих компаній додають такі дані до своїх річних звітів для того, щоб додати впевненості інвесторам та показати свої можливості.

Після здійснення розгорнутої IPO-діагностики, коли керівництво вже чітко знає, що потрібно змінити, щоб відповідати стандартам обраної біржі, компанії потрібно оцінити майбутні витрати та загрози.

IPO – не дешевший спосіб залучення інвестицій, накладні витрати можуть становити до 10—15% від суми залученого капіталу [Кукса]. Сума витрат на підготовку до розміщення акцій залежить від безлічі чинників: обсягу робіт із приведення компанії у відповідність до вимог бірж, вартості послуг учасників і самої біржі, презентаційних витрат тощо. Експерти стверджують, що для того щоб заробити 100 млн.дол.США на підготовку потрібно буде витратити 2-3 млн., а витрати на саме розміщення акцій можуть бути і того більшими [56].

Однак, чим більша сума залучення, то менша частка цих витрат, тим більше, що витрати на IPO разові. Підприємству, яке належним чином підготувалось та ефективно працює, вкладені на етапі запуску акцій в обіг кошти окупляться.

Однією з найбільших помилок IPO-кандидатів є погляд на процес IPO як на чисто фінансову трансакцію. Але насправді це фундаментальна трансформація бізнесу, яка значно міняє працівників, процеси та технології усієї організації.

Основним ризиком, на який наражаються IPO кандидати є недооцінка акцій, тому дуже важливо правильно визначити ціну акцій при розміщенні. Враховуючи, що емітент краще ніж інвестор поінформований про вартість акцій, то компанія часто назначає занижену ціну на свої акції, щоб заохотити інвесторів, чи компенсувати їх ризик у випадку низької ліквідності та непередбачуваності акцій. Також дослідниками прослідковується негативна кореляція між можливістю компанії відмінити IPO і величиною недооцінки її акцій. І навпаки часто трапляється, що компанії значно завищують ціни акцій порівняно з конкурентами. Як наслідок, ціни акцій такої компанії в перший день торгів зростають не так суттєво як акції конкурентів, а в довгостроковій перспективі падають значно нижче акцій решти IPO-компаній.

Значною загрозою, пов'язаною з IPO, є розкриття інформації, в тому числі конфіденційної. Важливо дуже відповідально поставитись до якості інформаційних матеріалів: інформаційного та інвестиційного меморандумів, проспекту емісії, стратегії і т.п.. Можливі спотворення, помилки чи упущення можуть призвести до істотних витрат, пов'язаних з врегулюванням непорозумінь, та до позовів. Враховуючи, що кількість інвесторів збільшиться, а також те, що вони можуть бути резидентами країн, з юридичними системами яких компанія не знайома, таких ризиків варто уникати.

Здійснення IPO – процес досить важкий та складний, з яким часто одній компанії не впоратись. У процесі первинного розміщення акцій компанії-емітенту потрібно буде залучати андеррайтера, аудиторів, інвестиційний банк, юридичних радників, консультантів, PR-менеджерів. відповідно існує ризик їх недобросовісної роботи.

Від належного управління первинним випуском цінних паперів залежить також можливість збереження контролю за власністю та відповідна гнучкість в

управлінні акціонерними товариствами. У разі невдалої реалізації акцій їх значна частина може перейти в руки осіб, які мають свої інтереси, що можуть не збігатися з інтересами більшості власників товариства [Шелехов].

З реалізацією IPO ризики не зникають. Компанія й надалі мусить дотримуватися вимог прозорості та публічності, вчасно подавати фінансову звітність. Тільки тепер вона ще й знаходиться під постійним тиском інвесторів, які хочуть бачити завжди зростаючі показники та належний рівень корпоративного управління.

Також потрібно особливу увагу приділяти роботі з новими акціонерами, для уникнення конфлікту інтересів. Адже зазвичай вони націлені на швидкий дохід від курсу акцій і незацікавлені в довгострокових проектах чи інвестиціях.

Кількість здійснених первинних розміщень акцій українських емітентів та обсяг залучених ресурсів за період 2005 – 2015 рр. невеликий.

Можна згадати і десяток первинних розміщень акцій українських компаній на ПФТС. Технічно їх теж можна вважати IPO, якщо не враховувати, що технології торгівлі, вимоги до емітентів і пул інвесторів на українських і міжнародних біржах серйозно відрізняються [85].

На сьогодні в лістингу першого рівня найбільшої торгової системи України ПФТС не має жодної вітчизняної будівельних компаній. Звідси можна зробити висновок, що акції в будівельній галузі України не використовуються для залучення капіталу, а виступають лише засобом перерозподілу капіталу та недружніх поглинань.

Тай й загалом за галузевою структурою європейський ринок IPO в основному представляли емітенти сектору промислових товарів та послуг, технологічний сектор, сектор інвестиційного бізнесу та нафтогазова промисловість. Серед вітчизняних галузей однією з найбільш активних на міжнародних фондових ринках є будівельна галузь.

Історія українських IPO бере свій початок з 2005 року. Першою вітчизняною компанією, що здійснила IPO в середині лютого 2005 року на західному ринку, була Ukrproduct Group, що займається випуском,

дистрибуцією та торгівлею молочною продукцією. Компанія продала 27,2% акцій за ціною 1,6 дол. за акцію, виручивши за це 6 млн. фунтів стерлінгів.

У грудні цього ж року девелоперська компанія «XXI століття» за допомогою дочірньої XXI Century Investments розмістила на AIM 37,5% своїх акцій, виручивши 139 млн. дол. Акції компанії купили 95 інвесторів із 12 країн. Капіталізація компанії за 2007 зросла з 370 млн. дол. на початку розміщення до 540 млн. На сьогодні акції компанії стабільно зростають і торгуються за більш як 9,7 фунта (за стартової ціни 5,4 фунта).

Наприкінці травня 2007 року будівельно-інвестиційна компанія ТММ (дочірня кіпрська компанія ТММ Real Estate Development) розмістила на Open Market Франкфуртської біржі 13,11% акцій і залучила 104,9 млн. дол., в результаті чого загальна капіталізація компанії досягла \$800 млн. Увесь обсяг розміщення викупили великі іноземні інвестиційні фонди. У ролі фінансового консультанта та агента з розміщення виступив інвестбанк Concorde Capital. За перший тиждень котирувань акції компанії зросли на 8,3% — до 12,4 євро, а капіталізація компанії — майже до 866 млн. дол.

Весь обсяг розміщення був викуплений крупними іноземними інвестиційними фондами. Продаж акцій відбувався у формі глобальних депозитарних розписок, випущених банком-депозитарієм The Bank of New York. Ціна депозитарної розписки, що відповідає одній акції компанії, на момент розміщення склала \$15,45.

Майже одночасно, 1 червня, на AIM за 208 млн. дол. було продано 100% акцій інвестфонду Dragon-Ukrainian Properties & Development PLC, який також спеціалізується на вкладеннях у нерухомість. Буквально за кілька днів котирування акцій компанії зросли більш як на 34%, а її капіталізація досягла 280 млн. дол. Консультантом виступила материнська інвестиційна компанія Dragon Capital. У 2007 р. на зарубіжні ринки також вийшли девелоперські компанії «КДД Груп».

Однак, вже у 2008 р. IPO-бум змінився обвалом котирувань. Капіталізація компаній, які провели публічне розміщення акцій, знизилася в рази. У період



зниження світових фондових індексів часткове розміщення акцій стало популярнішим інструментом серед вітчизняних компаній, ніж IPO.

Найвдалішими IPO серед українських компаній вважають: «Астарта» (319% прибутку за 5 років), АТ «Кернел Груп» (162% прибутку за 3 роки), Ferrexport (154% прибутку за 3,5 роки). Акції інших компаній-емітентів продемонстрували обвальне падіння, що було пов'язано з погіршенням ставлення інвесторів до певних галузей економіки або ж незадовільну оцінку інвесторами самих компаній.

Серед українських компаній найбільше падіння показали «Веста» - 70%, «Агротон» - 56%, «Садова груп» - 52%, «Coal Energy» - 24%, «Кернел» - 10%. Це значне падіння було викликано погіршенням їхніх фінансових показників в цей період.

За дослідженням аналітиків ВФБ тільки п'ять з дванадцяти IPO українських компаній, проведені за останні п'ять років, виявилися вдалими і принесли своїм інвесторам прибуток.

Так, акції всіх підприємств з девелоперського або будівельного бізнесу, незалежно від результатів їх роботи, подешевшали на 32-95%. Кращий результат з девелоперів показав фонд DUPD, ціна його акцій за 3,5 року зменшилась майже на третину (32,6%) [88].

Найважше було інвесторам, які взяли участь у першому IPO української будівельної компанії – «XXI Століття». Торги акціями українського девелопера в 2009 році були припинені і відновлені лише в 2010-му після того, як компанія опублікувала річні та проміжний фінансові звіти, а також змінила фінансового радника – ING на Strand Partners.

Станом на 31 грудня 2008 року вартість портфеля проектів XXI Століття, за оцінкою компанії "CB Richard Ellis", становила 474 млн. дол. США, порівняно з 2,18 млрд. дол. США станом на 30 червня того ж року. Настільки значне зниження вартості портфеля за короткий термін не пройшло безслідно. Інвестори на AIM відреагували жорстко: з моменту первинного розміщення до 10 травня 2010-го XXI Століття втратило 94,58% ринкової капіталізації. Нині

капіталізація компанії оцінюється у розмірі 12,2 млн. фунтів. Фактично серед тих, які торгуються на закордонних майданчиках, це найменша українська компанія за розміром капіталізації.

Втім, вартість акцій будівельних компаній зараз погано корелює з їх фінансовим станом. Наприклад вартість акцій компанії ТММ на 85% нижча, ніж в момент проведення IPO, хоча компанія відносно успішно пережила кризу і на даний момент активно функціонує.

Про плани проведення IPO оголошували інвестиційно-девелоперська компанія «Будхаус Групп» [218] та ПАТ «Київміськбуд» [3]. Компанія ТММ також розглядала можливість залучення близько \$100 млн. шляхом проведення вторинного розміщення акцій (Secondary Public Offering, SPO) на Лондонській або Варшавській фондовій біржі [161].

Втім, ці плани не здійснились, що можна пояснити негативною кон'юнктурою на світовому фінансовому ринку. Як стверджують аналітики «сьогодні попит на акції девелоперів низький, що пов'язано з ризиками можливої кризи і падіння попиту на нерухомість». Девелоперам, які будуть виходити на біржу, доведеться пропонувати інвесторам істотний дисконт або зовсім відмовлятися від розміщення, так як отримати справедливую ціну за свої акції їм не вдасться.

Проаналізувавши як відбувалося становлення й розвиток процесу IPO будівельних компаній в Україні, а також його подальші перспективи, можна зробити висновок, що міжнародні фондові ринки поки що не достатньо широко використовуються українськими компаніями для залучення додаткових інвестицій.

Багато українських компаній відмовилися від IPO, як способу залучення грошових коштів. Таке рішення українських забудовників пов'язане з зниженням вартості практично всіх видів бізнесу. Чи не основним чинником для менеджера при вирішенні питання випуску акцій є їх ринкова ціна, а у випадку вітчизняних будівельних компаній вона занижена.

Перспективи проведення IPO в останні роки сильно залежать від настроїв на ринку – навіть успішні компанії не завжди можуть залучити гроші в періоди загального негативу. Та й прогнози аналітиків для галузі будівництва поки що не надто оптимістичні. Єдиний варіант сьогодні – чекати поліпшення загальної ситуації на ринку та в галузі.

Таким чином, публічність – це стратегічне, довгострокове рішення та зобов'язання власників і менеджменту компанії. Від правильності та ефективності управління первинним розміщенням акцій багато в чому залежать подальше існування і діяльність акціонерного товариства.

Не зважаючи на чисельні переваги та позитивні тенденції, можливість залучення капіталу шляхом публічного розміщення акцій на ринку цінних паперів українськими компаніями залишається нереалізованою. Більшість з них не розуміє процесу здійснення IPO, його вимог та складових, або не правильно підходить до його підготовки, в результаті чого вони стають надто вразливими до ймовірних ризиків.

Основними ризиками, на які наражаються IPO кандидати є недооцінка акцій, розкриття інформації, в тому числі конфіденційної, загроза судових позовів, недобросовісні контрагенти та найбільш небезпечний – ризик втрати контролю.

Міжнародною практикою розроблено ряд методів захисту від ворожого поглинання, які включають принцип почергової зміни складу ради директорів, «отруєну пілюлю», акції з різними правами голосу, спеціальні положення Статуту та інші.

Проте, враховуючи проблеми вітчизняного фондового ринку (невеликий обсяг і неліквідність, низький рівень капіталізації, відсутність відкритого доступу до інформації, порушення прав інвесторів) та недосконалості правової системи та судової влади, вищевказані механізми не використовуються українськими акціонерними товариствами.

Тому подальшого дослідження потребують заходи забезпечення належного рівня корпоративної безпеки при здійсненні IPO, особливо захисту

від ворожого поглинання та збереження корпоративного контролю, які б при цьому не знижували рівень інвестиційної привабливості компанії.

1.4. Методичні підходи до оцінки рівня інвестиційної привабливості акціонерних товариств як складової системи забезпечення корпоративної безпеки

Важливою умовою зростання та розвитку акціонерного товариства є доступ до капіталу. Для реалізації основної переваги акціонерного товариства, яка полягає в можливості збільшувати власний капітал за рахунок емісії і розміщення акцій, і на підставі цього додатково залучати в оборот позикові кошти, не знижуючи при цьому фінансової стійкості, на перший план виходять оцінка і формування інвестиційної привабливості корпорації.

Корпоративна безпека – це корпоративна функція, що передбачає та керує чіткою координацією усіх операцій в межах компанії, які мають відношення до безпеки, безперервності діяльності та подальшого розвитку компанії. Розвиток акціонерного товариства та реалізація інтересів усіх його зацікавлених осіб не можливі без капіталу, який компанія привернувши увагу та заслуживши довіру інвесторів.

Відтак, інвестиційну привабливість акціонерного товариства доцільно розглядати як одну із основних складових системи забезпечення корпоративної безпеки, адже для підприємств корпоративного типу зовнішні інвестиції є одним з основних джерел формування капіталу, необхідного для здійснення господарської діяльності, інвестори – одними з основних стейкхолдерів.

За період з 2005 по 2016 рік чисельність вітчизняних компаній, що здійснювали IPO, не перевищує 30, при цьому багато з них виявилися невдалими. Однією з основних причин чому, не зважаючи на чисельні переваги та позитивні тенденції, можливість залучення капіталу шляхом публічного розміщення акцій на ринку цінних паперів українськими компаніями

залишається нереалізованою, є не достатня інвестиційна привабливість вітчизняного бізнесу.

Тому компаніям, котрі розглядають можливість здійснення IPO, потрібно провести комплексну оцінку рівня своєї потенційної привабливості для інвесторів для правильного визначення своєї подальшої стратегії та ціни розміщення. Проте не існує єдиної методики, яку б можна було обрати для такої оцінки.

IPO дає можливість широкому колу інвесторів стати власниками та прийняти участь в управлінні публічним акціонерним товариством. Інвестор не тільки вкладає капітал в економіку - капітал, який сприятиме зростанню реального підприємства, яке надає реальні товари та послуги споживачам, - але й отримує можливість повторити досвід ранніх інвесторів у фірмах, таких як Wal-Mart, Home Depot, Уолт Дісней, Dell, Microsoft, Nike, Coca-Cola, чи Starbucks – одна покупка на брокерському рахунку, пакет звичайних акцій, і десятиліття потому його сім'я непристойно багата.

Однак, враховуючи волатильність на фінансових ринках, інвестування в IPO може бути досить ризикованим. Інвестор шукає бізнес з прогнозованим стрімким зростанням, компанію, яка розуміє свою бізнес-модель, менеджмент та ринок. Свою увагу він зверне на компанію, яка порівняно з конкурентами буде мати вищий рівень інвестиційної привабливості.

Інвестиційна привабливість – це відносне поняття, що відображає думку певної групи інвесторів відносно співвідношення рівня ризику, рівня прибутковості і вартості фінансових ресурсів в тій або іншій державі, регіоні або галузі. З іншої сторони – це сукупність деяких об'єктивних ознак, властивостей, засобів, можливостей економічної системи, яка обумовлює потенційний платіжний попит на інвестиції [21, с.35].

Інвестиційну привабливість доцільно розглядати з трьох аспектів:

- відносне поняття, що відображає думку певної групи інвесторів відносно співвідношення рівня ризику, рівня прибутковості і

вартості фінансових ресурсів в тій або іншій державі, регіоні, галузі, підприємстві ;

- сукупність деяких об'єктивних ознак, властивостей, засобів, можливостей економічної системи, яка обумовлює потенційний платіжний попит на інвестиції;
- показник, який характеризує можливість генерування максимального прибутку інвестора [5, с. 4].

Отже, інвестиційна привабливість акціонерного товариства — це його комплексна, інтегральна характеристика з позицій наступного інвестування, в якій, як правило, розглядаються перспективи розвитку, економічного стану, ефективність використання активів, стан платоспроможності та фінансової стійкості.

Рівень інвестиційної привабливості компанії є основним індикатором, що дозволяє потенційним інвесторам зробити висновки про доцільність та перспективність вкладення фінансових ресурсів саме в даний об'єкт.

Катан Л.І. так і визначає інвестиційну привабливість як здатність підприємства до залучення відповідних обсягів та відповідної якості інвестиційних ресурсів, здатність до простого та розширеного відтворення з метою забезпечення сталого розвитку виробництва в умовах соціально орієнтованої ринкової економіки [70, с. 23]. Русак Н.А. та Русак В.А. також підкреслюють, що це інвестиційна привабливість – це доцільність вкладання у країну, регіон, галузь, підприємство чи проект вільних коштів [141, с. 89].

Інвесторів, яких цікавить інвестиційна привабливість розділяють на дві групи:

- реальні інвестори – інвестори, чиї вкладення коштів у активи підприємства характеризується середньо- або довгостроковим ризиковим характером, та відповідно кардинальним впливом на ключові напрями функціонування підприємства. Метою реальних інвесторів є набуття права власності на підприємстві та/або отримання високого прибутку на вкладений капітал на засадах

участі в управлінні. Інвестиції реальних інвесторів сприяють реалізації потенціалу підприємства та забезпеченню його розвитку.

- фінансові інвестори – інвестори, що вкладають кошти у цінні папери підприємства (акції, облігації, векселі). Фінансові інвестори, як правило, прагнуть отримувати стабільні прибутки на вкладений капітал у цінні папери і не можуть впливати на управління підприємством. Якщо інвестор вкладає кошти в акції, то його цікавлять дивіденди та зростання ринкової вартості акцій; якщо ж він вкладає кошти у боргові цінні папери (облігації, векселі), то його цікавлять обсяг відсотків та заставне майно. Якщо ж інвестор має на меті придбання блокуючого або контрольного пакету акцій підприємства, то він перетворюється із фінансового на реального, оскільки набуває повноважень участі в управлінні підприємством та може впливати на усі сфери його функціонування [158, с. 385].

У науковій літературі не має єдиної загально прийнятої методики оцінки інвестиційної привабливості.

Згідно діючої в Україні Методики інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій, затвердженої наказом Агентства запобігання банкрутству підприємств та організацій, інвестиційна привабливість підприємства – це рівень задоволення фінансових, виробничих, організаційних та інших вимог чи інтересів інвестора щодо конкретного підприємства, яке може визначатися чи оцінюватися значеннями відповідних показників, у тому числі інтегральної оцінки.

Дана Методика визначає шість груп показників необхідних для інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємства, що показників включають понад 30 показників: I. Показники оцінки майнового стану інвестованого об'єкта, II. Показники оцінки фінансової стійкості інвестованого об'єкта, III. Показники оцінки ліквідності активів інвестованого об'єкта, IV. Показники оцінки прибутковості інвестованого об'єкта, V. Показники оцінки ділової активності інвестованого об'єкта, VI. Показники оцінки ринкової

активності інвестованого об'єкта. При цьому ваги присвоюються спочатку групам показників, а тоді на їх основі окремим показникам [101].

Однак, даний підхід, прийнятий ще у 1998 році, в сучасних ринкових умовах застарілий, надто громіздкий та неефективний через суттєве дублювання показників.

В.П. Лященко [95] посилаючись на міжнародний досвід, пропонує в якості інтегрального показника оцінки інвестиційної привабливості акціонерного товариства використовувати показник ринкової вартості підприємства.

Колектив авторів під керівництвом Гриньової В.М. визначає інтегральний показник інвестиційної привабливості підприємства на основі п'яти груп, які оцінюють майновий стан, ліквідність, фінансову стійкість, ділову активність та рентабельність підприємства [65]. Для визначення значимості окремих показників вони використовують метод рангової кореляції. Значимість кожної з груп дорівнює сумі рангів з окремих показників у кожній з груп. При цьому автори пропонують здійснення оцінки інвестиційної привабливості у два етапи. Після розрахунку інтегрального показника підприємства, на другому етапі вони вважають доцільним корегування цього показника з урахуванням привабливості на мезоекономічному рівні, впливу результатів фінансово-господарської діяльності та ризиків діяльності підприємства. Однак, дана методика також досить значна за розмірами, оскільки включає 42 показники.

Гвоздецька І.В. у своїй дисертаційній роботі пропонує використання п'яти груп показників, а для визначення їх важливості вона спочатку ранжує їх на основі використання методу експертних оцінок, після чого розраховує середньоарифметичне значення присвоєних експертами рангів показникам [34]. Тоді рівень значущості розраховується як відношення кількості показників до підсумкового рангу кожного показника. Автор доповнює фінансово-економічні показники маркетинговими, додаючи етап визначення конкурентної позиції підприємства за допомогою маркетингових методів, зокрема SWOT-аналізу.

Яріш О.В. пропонує проведення оцінки шляхом систематизації показників у три групи: І. Надійність і сталість фінансового стану акціонерного товариства,



II. Перспективність фінансово-господарської діяльності та III. Дохідність. При цьому дані групи показників будуть мати різну вагомість залежно від типу інвестора [202].

Гончаров В.М., Білоусова М.М. та Припотень В.Ю. при оцінці інвестиційної привабливості підприємства виділяють чотири групи показників: I. Показники фінансової стійкості, II. Показники ліквідності, III Показники прибутковості, IV. Показники ділової активності. Значення вагомості вчені надавали як групам, так і кожному показнику [40].

Мешков А.В. вважає, що за сучасних умов доцільно до типових показників, які зосереджені на оцінці рентабельності та фінансового стану підприємства, додати групи показників кадрового потенціалу та інтелектуального капіталу. При цьому, автор об'єднує в одну групу показники фінансової стійкості, ліквідності та платоспроможності [103].

Донцов С.С. пропонує здійснювати оцінку інвестиційної привабливості через аналіз надійності його цінних паперів. З цією метою автор розраховує три групи показників: показники, що характеризують надійність підприємства в цілому, показники, визначають надійність емітента з точки зору повернення коштів, вкладених інвестором в цінні папери цього підприємства, та показники, що оцінюють надійність емітента з точки зору гарантії отримання інвестором доходу по конкретним цінним паперам. Розрахунки вищевказаних показників автор рекомендує здійснювати у табличній формі для подальшого порівняння абсолютних значень показників з даними альтернативних варіантів. Однак запропоновані показники не дають можливості реально оцінити привабливість бізнесу як об'єкту інвестування [50].

Методика, яку пропонують Сазонець І.Л. та Федорова В.А., складається з аналізу таких сфер діяльності акціонерного товариства як економічні результати роботи підприємства, перспективність інвестиційного проекту, фінансовий аналіз перспективності інвестування. як і більшість розглянутих методик, даний підхід охоплює дуже широке коло показників, при цьому деякі

з них важко визначити (наприклад, перспективність розвитку в Україні випуску певної продукції) [143].

Модель оцінки інвестиційної привабливості публічного акціонерного товариства Хасанової О.В. складається з двох блоків: розраховується загальний показник фінансово-економічного стану на основі 16 показників та загальний показник ринкової капіталізації. Далі розраховані показники нормують та сумують для отримання загального показника інвестиційної привабливості публічного акціонерного товариства. Враховуючи нерозвиненість вітчизняного фондового ринку та те, що багато українських підприємств не здійснюють операцій купівлі/продажу цінних паперів, дана методика не є універсальною [170].

Шпотько Г.Ю., Козенкова Н.П., Козенкова В.Д. при оцінці інвестиційної привабливості підприємства пропонують розглядати такі параметри як: привабливість продукції підприємства, кадрова, інноваційна, фінансова, територіальна, соціальна привабливість. Однак автори вказують показники не до всіх вказаних складових, і деякі з них, наприклад, віддаленість підприємства від центру міста, на нашу думку, не будуть цікавити іноземного інвестора [197].

Кожна з розглянутих методик використовує різний набір не тільки показників, а також груп. Також суттєво відрізняються підходи до визначення значимості показників. Так, наприклад, Гончаров В.М., Білоусова М.М., Припотень В.Ю. розподіляють вагомість спочатку кожної групи, а тоді окремого показника в межах своєї групи у відсотках, а Гвоздецька І.В. визначає тільки значимість показників, не розраховуючи значущість груп показників.

Незважаючи на відмінності в підходах до вибору показників для інвестиційної привабливості та визначення їх значущості, проведений аналіз дозволяє виділити найбільш практичні показники для подальшого використання в авторській методиці оцінки корпоративної безпеки акціонерних товариств.

Звівши дані методики та їх складові в узагальнюючу таблицю, ми отримали змогу виділити групи та показники, які використовуються вченими

найчастіше розглянутих методиках (табл. 1.4). Також на основі аналізу цих методик узагальнимо розподіл вагомості серед виділених груп.

Кожна з розглянутих методик використовує показники оцінки фінансової стійкості, ліквідності, ділової активності та прибутковості. Хоча назви самих груп можуть дещо відрізнятись, або об'єднуватись, аналіз їх складових показників підтверджує, що автори методик погоджуються в необхідності використання цих показників для аналізу рівня інвестиційної привабливості підприємств. При цьому, найбільш важливими групами показників вважаються показники фінансової стійкості та ділової активності. Узагальнюючи результати аналізу підходів, які передбачають чіткий перелік показників, нами визначено найбільш поширені показники та групи показників оцінки інвестиційної привабливості підприємства.

Таблиця 1.3

Найбільш поширені компоненти та показники оцінки інвестиційної привабливості підприємств

Компоненти та показники	Частота використання в 6 розглянутих методиках
<b>Показники оцінки фінансової стійкості</b>	<b>6</b>
Коефіцієнт незалежності	7
Коефіцієнт фінансування	6
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	4
<b>Показники оцінки ліквідності</b>	<b>5</b>
Поточний або загальний коефіцієнт покриття	7
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	6
<b>Показники оцінки прибутковості</b>	<b>6</b>
Рентабельність активів	5
Рентабельність власного капіталу	7
Рентабельність реалізації	4
<b>Показники оцінки ділової активності</b>	<b>5</b>
Фондовіддача	5
Коефіцієнт оборотності запасів	5
Коефіцієнт оборотності власного капіталу	4

Проведене дослідження показало, що дані методики оцінки інвестиційної привабливості не враховують перспективи виходу на ринок цінних паперів. Єдиним вченим, який приділяє увагу діяльності на ринку цінних паперів, є Мешков А.В., при цьому він зазначає, що нерозвиненість вітчизняного ринку цінних паперів призводить до зменшення вагомості показників потенціалу цінних паперів. Крім цього, показники, які він пропонує для його оцінки досить проблемно розрахувати у мовах вітчизняного бізнесу, оскільки переважна більшість українських акціонерних товариств не виплачує дивіденди.

Комплексна оцінка інвестиційно-інноваційної привабливості повинна відповідати таким критеріям:

- характеризувати інвестиційну привабливість, виходячи з інтересів різних груп користувачів: самого підприємства й окремих груп інвесторів, зацікавлених в ефективності вкладання коштів;

- використовувати в процесі оцінки майбутніх об'єктів інвестування методи фінансового аналізу, що сприятимуть більш чіткому уявленню про їх реальний фінансовий стан та основні шляхи його зміцнення;

- містити оптимальну кількість критеріїв і показників оцінки, що характеризують окремі складові інвестиційної привабливості підприємства;

- чітко визначати ступінь корисності реалізації інвестиційних проектів для всіх учасників процесу інвестування [20, с. 105].

На нашу думку, враховуючи можливість здійснення IPO на міжнародних майданчиках, оцінка інвестиційної привабливості повинна включати показники, які цікавлять міжнародного інвестора та ринкову спільноту. Для потенційного інвестора, що прагне визначити ефективність діяльності об'єкта вкладення капіталу і який володіє тільки загальною доступною інформацією, крім традиційних показників оцінки фінансового стану важливо також оцінити якість корпоративного управління та потенціал цінних паперів, що потребує подальшого дослідження.

Враховуючи ключове значення інвестиційної привабливості для діяльності акціонерного товариства та те, що більшість з визначених найпоширеніших

показників інвестиційної привабливості використовуються в методиках оцінки економічної та корпоративної безпеки. складові фінансово-економічної складової, відповідно доповнену методику оцінки інвестиційної привабливості акціонерного товариства з показниками якості корпоративного управління та потенціалу цінних паперів в подальшому дослідженні пропонується розглядати як складову авторської методики оцінки корпоративної безпеки.

### Висновки до 1 розділу

1. В умовах сучасної кризи та підвищеної конкуренції управління капіталом акціонерних товариств та пов'язаними з цим процесами займає ключове місце в забезпеченні корпоративної безпеки, підвищенні ефективності діяльності підприємств корпоративного типу і розвитку економіки країни. Проблеми раціонального формування, перерозподілу та використання капіталу завжди були актуальними для українських підприємств. За цих умов одним з першочергових завдань будь-якого господарюючого суб'єкта стає зміцнення своїх позицій у ринковому середовищі за рахунок покращення системи управління капіталом.

2. Основою дослідження процесів управління капіталом є визначення поняття «капітал», бо саме ця дефініція є вихідною для решти понять управління та корпоративної безпеки акціонерних товариств. З проведеного етимологічного аналізу слідує, що поняття «капітал» найдоцільніше розглядати в трьох аспектах: економічному, юридичному та обліковому. Систематизація поглядів вчених на його сутність показала універсальність визначення капіталу, як вартості, що створює додану вартість та юридичного аспекту його сутності. Обліковий аспект «капіталу» виділився з середини ХХст., деталізувавши економічний аспект трактування капіталу інвестиційною складовою, підкресливши процес використання капіталу шляхом інвестування в активи.

3. Дослідження підходів до визначення поняття «акціонерний капітал» показав доцільність виділення при визначенні капіталу акціонерного

товариства сучасних технологій залучення інвестиційного капіталу, і розглядати капітал акціонерних товариств як вартість, що формується із залученням фінансових ресурсів із різних джерел, включаючи сучасні механізми мобілізації інвестиційного капіталу на фондових ринках та інвестується в активи акціонерного товариства з метою отримання доданої вартості для забезпечення максимізації добробуту акціонерів за рахунок курсової різниці (поступового зростання ринкової вартості акції) або у вигляді дивідендів та для задоволення усіх учасників корпоративних відносин в цілому.

4. Проаналізувавши наукові та практичні здобутки у сфері формування капіталу можна визначити основні теорії та підходи до формування його структури. Основними сучасними теоріями структури капіталу є статична та динамічна теорії компромісу, теорія ієрархії, теорія асиметричної інформації, сигнальна теорія, теорія моніторингових витрат, теорія відслідковування ринку, теорія інформаційних каскадів, теорія автономії інвестицій менеджерів. Сучасні підходи до оптимізації структури капіталу підприємств ґрунтуються на використанні таких критеріїв як вартість капіталу, рентабельність власного капіталу та рентабельність сукупного капіталу. Враховуючи значну кількість збиткових акціонерних товариств та обмежені можливості використання внутрішніх та кредитних джерел, великого значення набуває орієнтація на виявлення внутрішніх резервів корпорації, та використання можливостей фондового ринку.

5. У роботі систематизовано фактори впливу зовнішнього та внутрішнього регуляторного середовища, що впливають на процеси управління капіталом акціонерних товариств. Фактори зовнішнього впливу включають дозвільну систему, систему контролю (перевірок), технічне регулювання, податкову систему та законодавчі акти. До факторів внутрішнього регуляторного середовища віднесено органи управління та контролю акціонерного товариства, а також внутрішні документи, що регулюють його діяльність. Виявлено значний рівень державного регулювання, що негативно впливає на ефективність діяльності акціонерних товариств.

6. У роботі розглянуто механізми залучення капіталу через вітчизняний та міжнародні фондові ринки шляхом здійснення первинного публічного розміщення акцій. Систематизовано та проаналізовано переваги та недоліки проведення IPO, а також ризики пов'язані з виходом на міжнародні фондові майданчики. Переваги та недоліки запропоновано класифікувати як фінансові, організаційні, структурні та зовнішні. Крім очевидної мети залучення інвестицій, будь-яка компанія, що виходить на IPO, переслідує як мінімум дві цілі: визначити свою капіталізацію та підвищити свій інвестиційний рейтинг. Крім того, вихід на міжнародний ринок акцій сприяє якісним змінам у компанії, підвищенню прозорості, наближенню звітності до міжнародних стандартів та активному діалогу з інвесторами. Основними недоліками IPO є: значні витрати, витік інформації, ймовірність недооцінки акцій, постійний тиск з боку інвесторів та часткова втрата контролю.

7. Запропоновано використання поетапного підходу при підготовці до здійснення розміщення, виділивши такі етапи: вибір ринку IPO, підготовка фінансової інформації та фінансової звітності, оцінка структури корпоративного управління і структури групи, оцінка ризиків та відповідності нормам. Досліджено досвід вітчизняних будівельних компаній на міжнародних фондових майданчиках.

8. Аналіз методичної бази оцінювання інвестиційної привабливості підприємств дозволяє зробити висновок про те, що більшість традиційних методичних підходів використовують традиційний набір показників ділової активності, фінансової стійкості, ліквідності та рентабельності, однак при цьому вони не враховують особливостей діяльності вітчизняних підприємств корпоративного типу та не дають можливості оцінити перспективи залучення капіталу шляхом виходу на міжнародні ринки цінних паперів, що ускладнює їх використання. Автором запропоновано розглядати інвестиційну привабливість акціонерного товариства як складову його корпоративної безпеки.

Наукові результати першого розділу знайшли відображення в статтях і тезах [180, 181, 186, 187, 188, 189] за списком використаних джерел.

## РОЗДІЛ 2

### ДОСЛІДЖЕННЯ ТА АНАЛІЗ ДИНАМІКИ РУХУ КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ БУДІВЕЛЬНОЇ ГАЛУЗІ

#### 2.1 Аналіз стану будівельної галузі України

Оскільки саме будівельні акціонерні товариства України були одними з найбільш активних на світовому ринку IPO, подальше дослідження здійснюється на прикладі акціонерних товариств будівельної галузі.

Стан будівельної сфери відіграє значну роль у рівні конкурентоспроможності та процвітання економіки країни, а діяльність галузі має суттєве значення для досягнення національних цілей соціально-економічного розвитку. Будівництво створює та надає об'єкти громадської інфраструктури та окремі споруди для багатьох видів діяльності, таких як: послуги, торгівля, комунальні послуги та інші галузі промисловості. Будівельна галузь важлива не тільки через кінцевий продукт, адже вона також використовує працю великої кількості людей (прямо та опосередковано) і таким чином впливає на економіку країни та регіону протягом усього процесу виробництва.

Продукція будівельної галузі є однією з основних і невід'ємних частин національного виробництва, що становить значну частку у валовому внутрішньому продукті (ВВП) як розвинених країн, так і країн, що розвиваються. В розвинутих європейських країнах, таких як Великобританія, Франція, Норвегія, Іспанія частка будівництва у доданій вартості ВВП становить не менше 5%, а в країнах СНД, що активно розвиваються вона вдвічі більша: Азербайджан – 12,59%, Вірменія – 11,57%, Білорусія – 10,89% [226]. Нажаль для України цей показник за 2015 рік становить лише 3,2%, що на 0,3% більше порівняно з 2013 роком [48].

Наслідком стабільного розвитку будівельної галузі є економічне зростання, а її занепад може призвести до рецесії. Стан будівельної галузі, як однієї з



основних фондоутворюючих галузей України, потребує постійного моніторингу та аналізу та пошуку нових шляхів та напрямків розвитку.

Тісно пов'язана з іншими секторами економіки, будівельна галузь відіграє одну з основних ролей у забезпеченні інноваційності та економічної ефективності сучасної та дієвої інфраструктури, що є ключовим фактором продуктивності господарювання.

Будівельний сектор одним з перших реагує на зміни в економічній ситуації як позитивні так і негативні [124, с. 253]. Будівельна галузь є найбільш інвестиційно залежною галуззю народного господарства, що першою відчуває на собі наслідки фінансово-економічної кризи: програми будівництва призупиняються, інвестування скорочуються, платоспроможний попит знижується. Кризові явища впливають на неї сильніше та раніше ніж на ВВП.

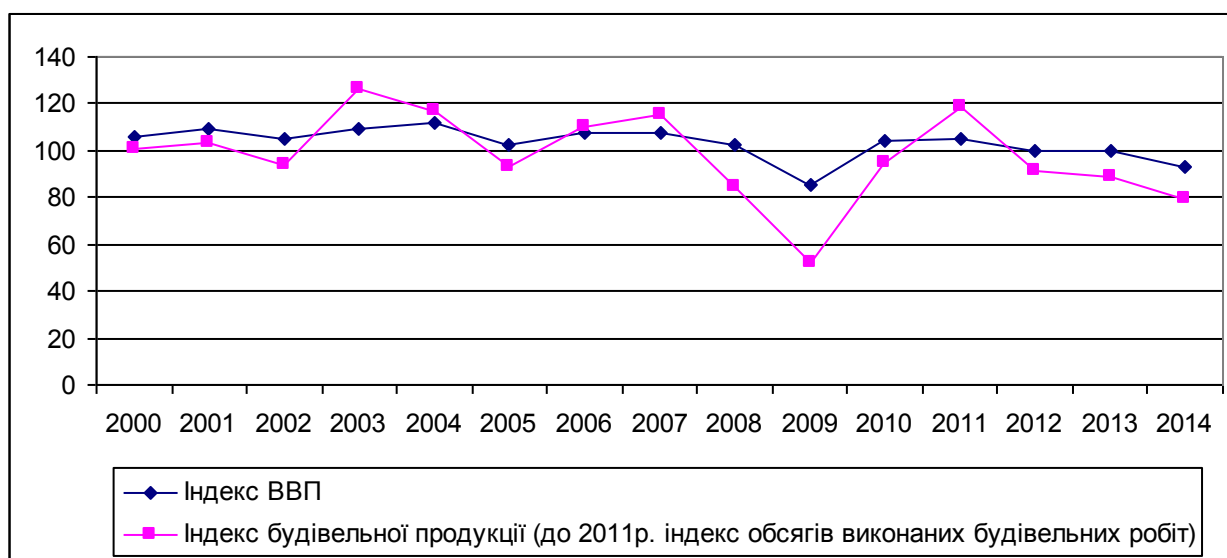


Рис. 2.1 Динаміка зростання ВВП та обсягів будівельної продукції по Україні

У 2014 році обсяг виконаних будівельних робіт склав 50228,7 млн. грн., що майже на 15% менше порівняно з попереднім роком, а індекс будівельної продукції скоротився на 9,7%, що пов'язане із зменшенням будівництва нежитлових будівель та інженерних споруд, хоча кількість споруджених житлових будівель порівняно з 2013 роком зросла на 8,7%.

Тим не менш, порівняно з 2013 роком у 2014 році кількість будівельних підприємств в Україні збільшилась на 2303 суб'єктів. Найбільшу частку у їх структурі 96,7% складають малі підприємства і лише 3,3% середні підприємства. При цьому саме середні підприємства забезпечують майже 50% реалізованої продукції будівельної галузі.

Порівняно з попереднім роком зросло також введення в експлуатацію загальної площі житла на 4,3% та кількість збудованих квартир на 12%. Нове будівництво, реконструкція та технічне переозброєння склали 83,8% від загального обсягу виконаних будівельних робіт, капітальний і поточний ремонт – 8,8% та 7,4% відповідно. Протягом 2014 року підприємствами 6 регіонів країни (м. Києва, Дніпропетровської, Донецької, Одеської, Полтавської та Харківської областей) виконано 64,7% загального обсягу будівництва.

Однак постійно знижується кількість зайнятих працівників на підприємствах галузі. У 2014 році цей показник становив 316,6 тис. осіб, що на 20,77% менше порівняно з попереднім роком та майже на 40% менше ніж станом на кінець 2010 року. Чисельність найманих працівників склала 286,4 тис. осіб, що на 86,8 тис. осіб менше порівняно з 2013 роком. Зменшилось також введення в дію нових основних засобів у галузі, хоча ступінь зносу основних засобів по галузі перевищує 55%. Скоротився і обсяг продукції реалізованої галуззю – на 11,2% станом на кінець 2014 року порівняно з 2013 роком [153].

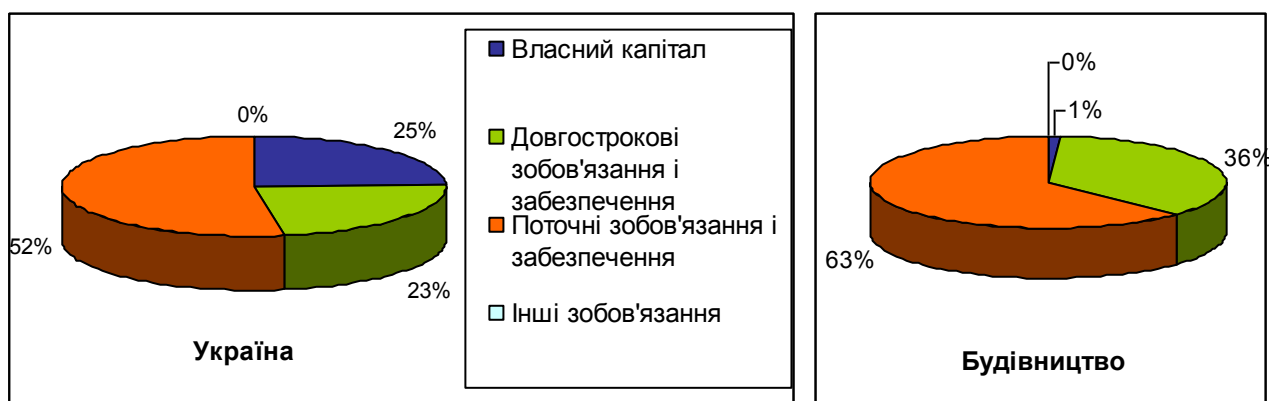


Рис. 2.2 Структура пасиву балансу підприємств України та будівельної галузі станом на 31 грудня 2014 року

Особливостями будівельної галузі є високий ступінь матеріаломісткості, трудомісткості, тривалість інвестиційного циклу, залежність від замовлень. Ці фактори впливають і на структуру балансу підприємств цього сектору.

Загалом в Україні з кожним роком зменшується частка власного капіталу, і підприємства все більше фінансуються за рахунок позикового капіталу.

Таблиця 2.1.

Структура власного капіталу суб'єктів господарювання будівельної галузі  
України

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Власний капітал, всього</b>	<b>26449,7</b>	<b>27421,2</b>	<b>29499,8</b>	<b>27371,9</b>	<b>25888,3</b>	<b>29522,5</b>	<b>32190,8</b>	<b>3144,7</b>
Зареєстрований капітал	23674,2	32454,6	35242	31312,1	34265,9	44057,6	51166,1	49586,3
частка у власному капіталі	89,5%	118,35%	119,46%	114,39%	132,35%	149,23%	158,94%	1576,82%
Додатковий капітал	8491,8	11246	12874,6	15659,7	12594,6	13261,9	17299,7	12744,1
частка у власному капіталі	32,0%	41,01%	43,64	57,21%	48,65%	44,92%	53,74%	405,26%
Резервний капітал	427,9	504,6	530,9	737	697,6	695,2	987,1	730,5
частка у власному капіталі	1,6%	1,84%	1,8%	2,69%	2,7%	2,35%	3,06%	23,23%
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	1462,8	-7193,4	-9720,2	-10709,1	-12696	-18205,7	-25264,9	-48410,0
частка у власному капіталі	5,4%	-26,23%	-32,95%	-39,12%	-49,04%	-61,66%	-78,48%	-1539,42%
Неоплачений та вилучений капітал	7607,0	9590,6	9427,5	9627,8	8973,8	10286,5	11997,2	11506,2
частка у власному капіталі	28,7%	34,97%	31,95	35,17%	34,66%	34,84%	37,26%	365,89%

Позиковий капітал представлений в основному поточними зобов'язаннями, що пов'язано із труднощами залучення довгострокових кредитів у сучасних умовах господарювання, хоча частка останніх порівняно з 2007 роком зросла на 9% і за 2014 рік становила 23%.

Щодо підприємств будівельної галузі, тут частка власного капіталу понад два рази менша ніж в цілому по Україні. У 2014 році будівельні підприємства на 99% фінансувались за рахунок позичкових коштів. Станом на кінець минулого року цей показник становив 89%. В галузі спостерігається не значне зростання

частки довгострокових зобов'язань (на 3% порівняно з 2013 роком), що може свідчити про формування більш стабільної структури балансу й зменшення ризику втрати фінансової стабільності. В структурі поточних зобов'язань основна частка належить кредиторській заборгованості – 87,6%, відповідно серед оборотних активів переважає дебіторська заборгованість – 57,3%. Проте станом на кінець 2014 року спостерігалось значне зниження частки власного капіталу в структурі балансу, яка за рік зменшилась на 10% і склала лише 1% .

Таке значне скорочення власного капіталу підприємств будівельної галузі пов'язано із зростанням нерозподіленого збитку. Починаючи з 2008 року нерозподілений прибуток будівельних підприємств мав негативне значення - 7193,4 млн.грн., яке з кожним роком зростало. На кінець 2014 року непокритий збиток зріс до 48410 млн.грн., що майже на 92% більше ніж у попередньому році і становить -1539,42% від усього власного капіталу. Цей збиток будівельні підприємства покривають за рахунок збільшення частки статутного та додаткового капіталу.

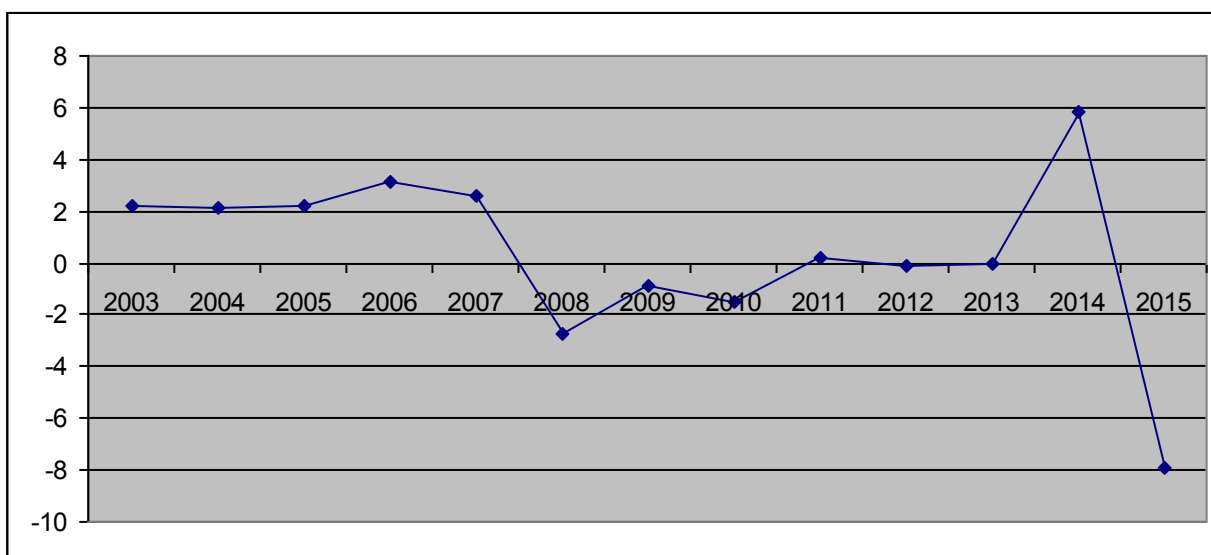


Рис. 2.2 Рентабельність операційної діяльності будівельних підприємств за період за 2003-2015 роки

Загалом результат від операційної діяльності на кінець 2014 року (рис. 2.2) становив 8639,1 млн.грн., а рентабельність операційної діяльності підприємств

будівельної галузі за 2014 рік склала 5,8%, що є підвищенням порівняно з попереднім роком, в якому рівень рентабельності підприємств галузі складав 0%. Проте за даними 2015 року рентабельність будівельних підприємств зано знизилась, знову набувши від'ємного значення – -7,9%.

За останній рік прибутково спрацювали 57,5% підприємств сектору, однак їх чистий прибуток був у більш ніж в чотири рази менший ніж фінансовий результат збиткових підприємств. В результаті чистий збиток будівельної галузі склав 2323,3 млн.грн., а фінансовий результат до оподаткування – -27288,4 млн.грн., що негативно впливає на інвестиційну привабливість галузі. Таким цифрам галузь завдячує малим та середнім підприємствам, адже хоча у 2014 році 50% великих підприємств будівельного сектору були збитковими, їх фінансовий результат до оподаткування перевищив показник збиткових підприємств на 286,2 млн.грн. В цей же час 37,1% збиткових малих будівельних підприємств одержали 23882,7 млн.грн. збитку, а 40,7 % середніх – 9690,2 млн.грн.

Очікування будівельних підприємств щодо перспектив їх розвитку не надто оптимістичні. Результати обстеження, здійсненого Державною службою статистики України, свідчать про те, що самі будівельні підприємства прогнозують подальше зменшення обсягів нових замовлень на будівельні роботи, зменшення кількості працівників та зменшення обсягів будівельних робіт.

Економічна та політична криза відбивається майже на всіх підприємствах України, особливо будівельного призначення, що приводить до неповного використання виробничих потужностей, скорочення виробництва, збільшення кількості об'єктів незавершеного будівництва, погіршення платоспроможності і як наслідок до їх фінансової неспроможності [9, с.122].

Одним з основних факторів, що стримують будівельну галузь, є дефіцит інвестицій в будівельний сектор [8, с.163] і як наслідок нестача оборотних коштів та незабезпеченість фінансування нових проектів. Перспективною можливістю для виходу економіки України з кризового стану є залучення

іноземних інвестицій. Для країни це стабілізація господарського та фінансового становища, активізація підприємницької діяльності, модернізація наслідком якої є збільшення та розширення експорту, формування конкурентного середовища, позитивний вплив на платіжний баланс [159, с.40]. Для акціонерного товариства це можливість оновити основні засоби, впровадити сучасні технології, що знизять енергоємність виробництва, реалізувати потенційно перспективні проекти. За таких умов особливо привабливим для будівельних підприємств стає залучення капіталу через фондовий ринок.

Згідно даних Національної комісії з фондового ринку та цінних паперів обсяг залучених інвестицій в економіку України через інструменти фондового ринку протягом 2014 року становив 29,01 млрд. грн. Порівняно з 2013 роком він зменшився на 13,46 млрд. грн. У зв'язку з цим обсяг залучених інвестицій через інструменти фондового ринку на 15,18 млрд.грн. нижчий за обсяг залучених довгострокових кредитів. Протягом 2014 року Комісією зареєстровано випусків акцій на суму 716,32 млрд. грн. Порівняно з 2013 роком обсяг зареєстрованих випусків акцій зріс на 25% тобто на 144,35 млрд. грн. [114].

Водночас темпи зростання фондового ринку у 2014 році були випереджаючими порівняно з ВВП, зокрема, обсяг торгів на ринку цінних паперів перевищив цей показник на 765,21 млрд. грн.

Ключовим показником розвитку фондового ринку та фінансової системи країни є частка капіталізації лістингових компаній у ВВП країни. В Україні ця цифра поки що невелика – 19,7% (Великобританії – 128,1%, Франція – 75,3%), хоча вона з кожним роком зростає.

Важливим показником для характеристики стану вітчизняного фондового ринку є кількість лістингових цінних паперів. З кожним роком цей показник збільшується, зокрема, зростає як загальна кількість випусків цінних паперів в обігу, так і кількість цінних паперів, які внесено у біржові реєстри організаторів торгівлі за I-им та II-им рівнями лістингу. На кінець 2014 року найбільша кількість цінних паперів, які перебувають в обігу на фондових біржах, була

розміщена на «ПФТС» (44,97 %), «Перспективі» (18,88 %) та «Українській біржі» (14,44 %).

Протягом періоду 2010-2014 спостерігається коливання обсягу випуску акцій. Після значного спаду у 2012 році, 2013-2014 роки характеризувались позитивним трендом і станом на кінець 2014 обсяг випуску склав 144,35млрд.грн. – максимальне значення за останні п'ять років.

Фондова біржа ПФТС є найбільшим організатором торгівлі на ринку цінних паперів України. Станом на липень 2013 р. у її біржовому списку перебувало більш ніж 1100 випусків цінних паперів, з них 529 акцій, в т.ч. 542 - позалістингові та 165 випусків корпоративних облігацій [167].

Однак для більшості будівельних підприємств лістинг 1 рівня біржового списку ПФТС не доступний. Однією з вимог біржі, що ставиться до акцій підприємств, є відсутність збитків за підсумками двох останніх фінансових років. Враховуючи збитковість українських підприємств будівельної галузі, їм залишається лістинг 2 рівня та позалістинговий біржовий список.

Враховуючи слабкий розвиток вітчизняного фондового ринку та недовикористання його потужностей, для українських будівельних підприємств, яким необхідні додаткові інвестиції, доцільно розглянути можливість здійснення первинної публічної пропозиції акцій (ІРО) на іноземних фондових майданчиків, зокрема європейських. Кожен з них має свої вимоги до компанії-емітента та регламентований порядок допущення акцій до торгів.

З початку 2014 на ринку нерухомості в Європі спостерігається найбільше зростання флотаційної активності протягом останніх восьми років з виходом на біржі компаній вартістю близько 4,6 млрд. євро [233].

Це включає два найбільших європейських ІРО компаній, що працюють з нерухомістю – розміщення Merlin Properties в Мадриді на суму в 1,25 млрд. євро і американського інвестиційного фонду Kennedy Wilson's в Лондоні на суму 1,1 млрд. євро. Лише ІРО російської групи компаній ПІК у 2007 році було більшим, залучивши 1,4 млрд. євро.

Європейський ринок лістингу компаній, що працюють з нерухомості, сьогодні процвітає. Одна з причин цьому – американські хедж-фонди, що скуповують європейську нерухомість, поки ціни низькі. Наприклад, хедж-фонд менеджерів Джона Полсона і Джорджа Сороса в лютому купив в Іспанії Hispania Activos Inmobiliarios.

Нерухомість зараз є достатньо привабливою в порівнянні з багатьма іншими активами, дякуючи високим відсотковим ставкам. Прибутковість нерухомості в середньому становить 6%, в той час як 30-річні казначейські облігації пропонують 3,4%.

Найбільша концентрація активності девелоперів на європейському ринку IPO спостерігається в Іспанії та Великобританії, але з різних причин.

На британському IPO ринку нерухомості велика кількість фахівців галузі, що готують інвестиційні історії про структурне зростання, щоб продати інвесторам, а в Іспанії акцент зроблений на відновлення економіки.

Європейська нерухомість особливо приваблива для міжнародних інвесторів, так як допомагає компенсувати та диверсифікувати їхні інші ризики. Їх цікавлять недоларові вкладення, оскільки у них вже доларові портфелі.

Звичайно не всі IPO успішні. Деякі недавні IPO зараз оцінюються на рівні нижче їх ціни розміщення, тому рішення про здійснення первинного публічного розміщення повинне бути зважене, обґрунтоване та своєчасне.

Проведене дослідження показало, що в економіці України та будівельному секторі зокрема спостерігаються несприятливі тенденції формування та використання капіталу. Перед будівельною галуззю України постає ряд проблем. Подальше зменшення індексів будівельної продукції та обсягів виконаних будівельних робіт загрожує скороченням обсягів виробництва товарів та надання послуг господарчими суб'єктами, які тісно пов'язані галузевими зв'язками з будівництвом, ростом рівня безробіття та неповної зайнятості, зменшенням надходжень до місцевих бюджетів та збільшенням числа об'єктів незавершеного будівництва.



Тільки додаткові інвестиції зможуть покращити ситуацію в будівельній галузі та, як наслідок, в економіці України загалом. Одним з найбільш перспективних способів залучення капіталу є використання інструментів фондового ринку.

Будівельним компаніям доцільно розглядати первинне публічне розміщення своїх цінних паперів на європейських фондових біржах для залучення інвестицій, враховуючи привабливість галузі, що спостерігається сьогодні. Навіть якщо компанії не готові вийти на біржу сьогодні, слід починати підготовку до цього складного та відповідального етапу, щоб бути готовими діяти щойно ситуація на ринках буде сприятливою.

## 2.2. Аналіз структури капіталу акціонерних товариств будівельної галузі

В середньому інвестори на 60% ґрунтують своє рішення щодо інвестування на основі фінансових факторів, основним з яких структура капіталу. Тому, щоб привернути їх увагу, структура джерел фінансування компанії повинна свідчити про її стабільність та дохідність.

З кожним роком частка власного капіталу вітчизняних підприємств зменшується, що змушує їх збільшувати фінансуються за рахунок позикового капіталу. Станом на 31.12.2014 р. у балансі українських будівельних підприємств частка поточних зобов'язань становила 63%, довгострокових – 36%. Така структура пасиву балансу свідчить про велику залежність підприємств від зовнішніх джерел фінансування.

Структура капіталу компанії є одним із основних факторів, що впливають на рішення інвесторів при публічному розміщенні акцій.

Останнім часом на міжнародних біржах досить часто акції розміщують компанії з високим рівнем заборгованості, і це не викликає негативної реакції інвесторів через низькі відсоткові ставки по кредитах (WSJ). Проте для українських компаній така позиція інвесторів мало ймовірна враховуючи стан вітчизняного фінансового ринку та політичну ситуацію в країні. Тому

компаніям, які обрали шлях IPO для свого подальшого розвитку потрібно приділити значну увагу структурі джерел формування активів.

З метою аналізу особливостей управління капіталом компанії як на етапі підготовки до IPO так і після його здійснення ми обрали для розрахунків п'ять будівельних компаній. Для дослідження впливу IPO на структуру капіталу до та після розміщення вибрано вітчизняні компанії ТММ [75] та DUPD [211], які мають досвід проведення IPO на альтернативних майданчиках Франкфуртської та Лондонської фондових бірж. Інші дві ПАТ «ХК «Київміськбуд» [126] та ПАТ «Трест Житлобуд-1» [6] - це крупні будівельні організації та найбільші оператори ринку нерухомості міста Києва та Харкова відповідно, що мають намір здійснити розміщення найближчим часом. Аналіз їхньої діяльності дозволить зробити висновки щодо особливостей підготовки до проведення IPO та розробити рекомендації щодо здійснення змін необхідних для успішного розміщення. Для міжнародного порівняння п'ятим обраним для аналізу об'єктом стала німецька компанія LEG Immobilien [221], яка працює у галузі житлової нерухомості. Компанія залучила через IPO на Франкфуртській біржі понад 1 млн. євро (1 165 тис.євро). Це була найкрупніша IPO угода в першому кварталі 2013 року та друге найбільше німецьке розміщення за останні п'ять років.

Структура джерел фінансування для кожного підприємства варіюється та змінюється в часі (Додаток Д). Так, станом на 31.12.2004 року у капіталі компанії ТММ найбільшу питому вагу склали поточні зобов'язання – 46,55%. Після здійснення IPO у 2007 році, в ході якого було залучено 105 млн.дол., компанія значно збільшила власний капітал. Порівняно з 2006 роком обсяг власного капіталу зріс у 2 рази і його частка у структурі джерел фінансування склала 48,99%. З 2008 року почали зростати довгострокові зобов'язання компанії. Станом на 31.12.2010р. їх частка у структурі капіталу зросла на 27,09% порівняно з 2007 роком і досягла значення 35,86% (рис. 2.4). Це збільшення відбулося за рахунок зменшення поточної заборгованості компанії, частка якої на кінець 2010 року становила 20,71%, що на 21,53% менше ніж

станом на 31.12.2007 року. Починаючи з 2011 року питома вага поточних зобов'язану у структурі компанії почала зростати, що відбувалось за рахунок скорочення частки власного капіталу. Станом на кінець 2014 року компанія на 19,73% фінансується за рахунок власного капіталу та на 80,27% за рахунок залучених коштів, 44,18% з них це поточні зобов'язання.

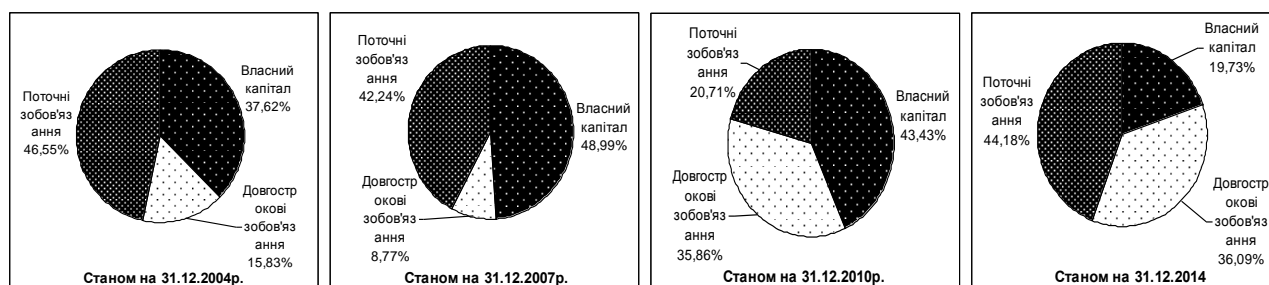


Рис. 2.4. Динаміка структури капіталу компанії ТММ

Структура капіталу компанії DUPD з 2007 по 2014 рік загалом зазнала не значних змін. Серед джерел фінансування компанії найбільша питома вага продовжує належати власному капіталу, частка протягом досліджуваного періоду не опускалась нижче 82%, проте його обсяг з початку періоду зменшився майже на 64%. Протягом останніх двох років спостерігається суттєве скорочення темпів зростання обсягу власного капіталу – на 18,33% станом на 31.12.2013 року порівняно з 31.12.2012 року та на 17,76% на кінець 2014 року порівняно з кінцем 2013 року. Крім цього, з кінця 2013 року найбільша частка у зобов'язаннях компанії належить поточній заборгованості 5,63%, станом на 31.12.2014 рік – 7,91% (рис. 2.5). В кінці 2014 року довгострокові зобов'язання в компанії були відсутні.

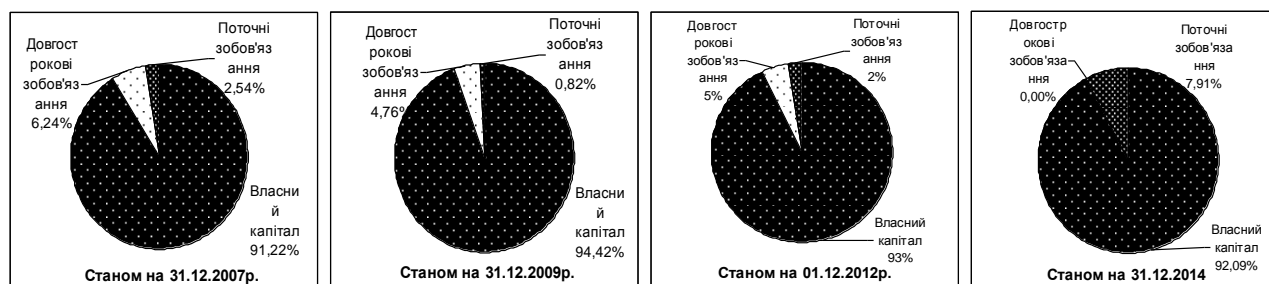


Рис. 2.5. Динаміка структури капіталу компанії DUPD

Акціонерне товариство «ХК «Київміськбуд», яке станом на 31.12.2004 році на 81,48% фінансувалось за рахунок забезпечення наступних виплат та платежів, з кінця 2010 року почало нарощувати довгострокові зобов'язання. Обсяг власного капіталу підприємства за 2010 рік зріс у два рази, а за 2011 рік – майже у 4 рази. Його частка у структурі джерел фінансування зросла до 39,5% станом на 31.12.2011 року. Проте за 2012 рік обсяг власного капіталу зменшився на 65,01% і його частка скоротилась на 22,67%. На кінець 2013 року більш як у два рази зросли довгострокові зобов'язання компанії, і їх частка зросла на 38,43% порівняно з попереднім роком. Станом на 31.12.2013 року суттєво скоротилась частка поточних зобов'язань, обсяг яких порівняно з 31.12.2012 року зменшився на 79,72%. Станом на кінець 2014 року у структурі капіталу компанії 86,45% - це зобов'язання, з них частка довгострокових зобов'язань становить 77,30% (рис. 2.6).

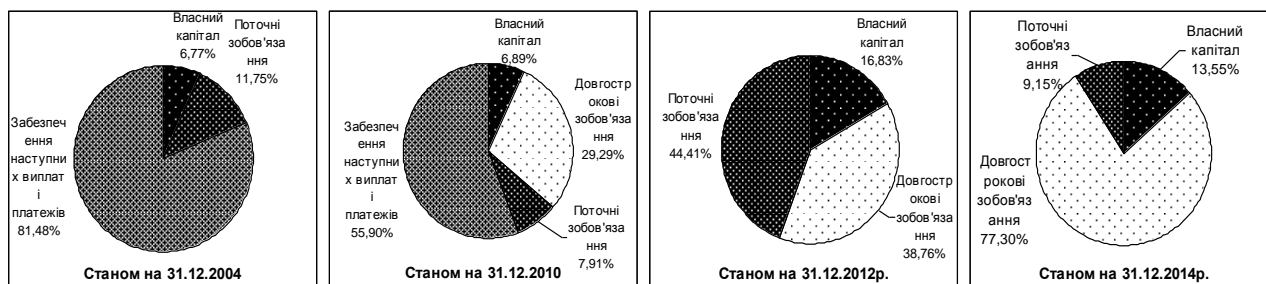


Рис. 2.6. Динаміка структури капіталу ПАТ «ХК «Київміськбуд»

Схожа структура капіталу у ПАТ «Тресту Житлобуд-1». Для формування своїх активів компанія в основному використовує поточні та довгострокові зобов'язання, з переважною часткою останніх. До 2006 року у структурі капіталу підприємства довгострокові зобов'язання були відсутні і компанія фінансувалась за рахунок поточних зобов'язань (рис. 2.7). Станом на 31.12.2004 року частка довгострокових зобов'язань складала 94,44%, частка власного капіталу – 5,56%. На кінець 2009 року, коли обсяг власного капіталу зменшився на 73,23%, питома вага довгострокових зобов'язань скоротилась до 1,24%, частка поточних зобов'язань складала 78,33%. Станом на 31.12.2014 року обсяг

довгострокових зобов'язань зріс майже у 3 рази, в результаті чого їх частка збільшилась на 34,78% і складала 62,87%, а частка поточних зобов'язань скоротилась до 35,07%.

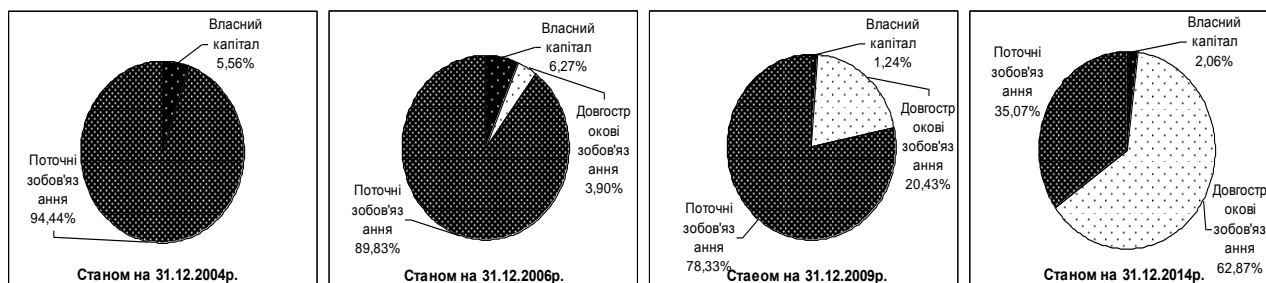


Рис. 2.7. Динаміка структури капіталу ПАТ «Трест Житлобуд-1»

Німецька компанія LEG Immobilien була приватизована у 2008 році. Станом на кінець 2008 року у її структурі капіталу переважали поточні зобов'язання – 55,59%, та власний капітал – 38,11% (рис. 2.8). На кінець 2010 року обсяг довгострокових зобов'язань компанії збільшився більш як у 5 разів і їх частка зросла на 34,47% порівняно з попереднім роком. Станом на 31.12.2014 року компанія на 89,53% фінансується за рахунок власного капіталу та довгострокових зобов'язань, що свідчить про фінансову стійкість компанії.

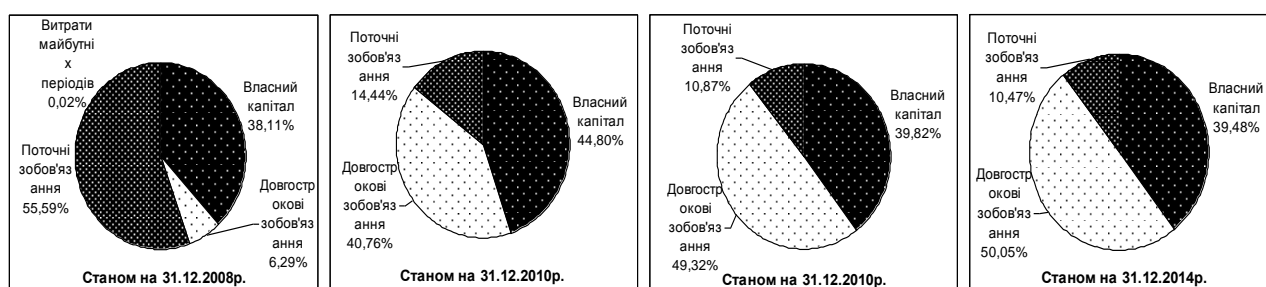


Рис. 2.8. Динаміка структури капіталу компанії LEG Immobilien

Структура власного капіталу обраних для розрахунків підприємств також суттєво відрізняється (Додаток Е).

Станом на 31.12.2004 року власний капітал компанії ТММ на 70,89% складався з нерозподіленого прибутку та на 24,96% з фонду переоцінки. Решту

складали статутний капітал, додатковий оплачений капітал, неконтрольний пакет акцій та резерв курсових різниць, при цьому частка статутного капіталу складала 0,01%. Після здійснення IPO у 2007 році компанія отримала значний емісійний дохід – 100673 тис.дол. Після цього саме емісійний дохід почав займати найбільшу частку у структурі власного капіталу ТММ, яка постійно зростала. Однак із зростанням емісійного доходу з кожним роком збільшувався від’ємний резерв курсових різниць та нерозподілений збиток. Станом на кінець 2014 року частка емісійного доходу становила 211,44%, а резерву курсових різниць – -238,79%, нерозподіленого збитку - -44,72% (рис. 2.9).

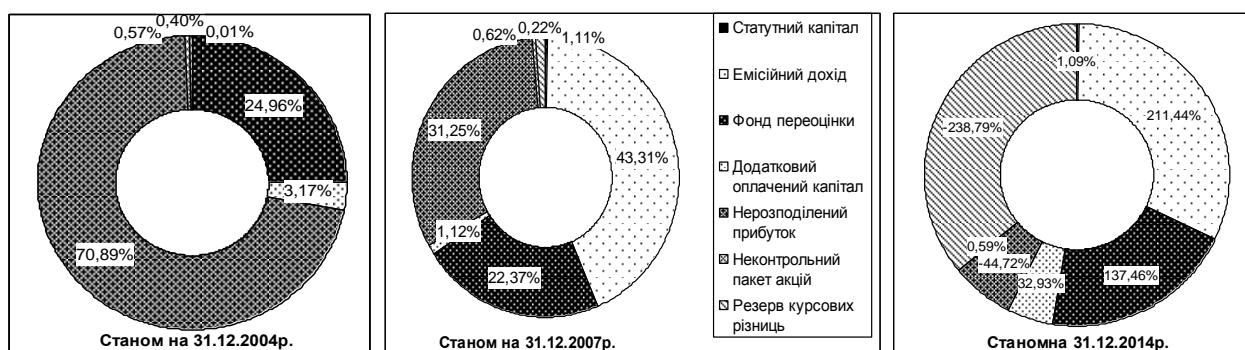


Рис.2.9. Динаміка структури власного капіталу компанії ТММ

Компанія DUPD розпочала свою діяльність у 2007 році, коли здійснила IPO і частка емісійного доходу на кінець 2007 року складала 80,29% (рис. 2.10)..

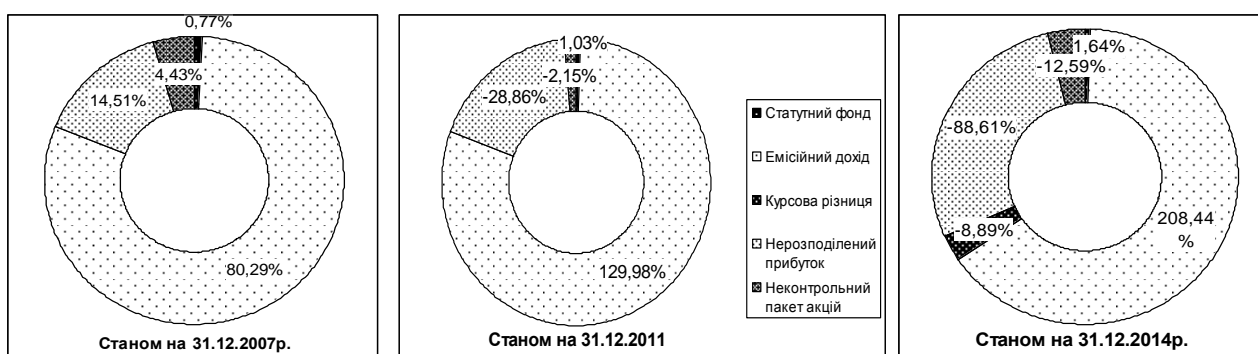


Рис. 2.10. Динаміка структури власного капіталу компанії DUPD

Іншими складовими власного капіталу компанії були статутний капітал (0,77%), нерозподілений прибуток (14,51%) та неконтрольний пакет акцій (4,43%). Емісійний дохід компанії з кожним роком зростав, проте після 2008

року нерозподілений прибуток компанії почав зменшуватись, а з 2011 року його значення стало від'ємним. 2014 рік компанія завершила із нерозподіленим збитком в розмірі 17863 тис.дол., негативною курсовою різницею – -11826 тис.дол. та неконтрольним пакетом акцій – -16744 тис.дол. Емісійний становив 277265 тис.грн. та 202,44% у структурі власного капіталу компанії.

У структурі капіталу компанії LEG Immobilien перші два роки після її приватизації переважав дохід від консолідації капіталу, його частка становила понад 50%. За 2010 рік суттєво зросли нерозподілений прибуток та резерв курсових різниць. До 2012 року статутний капітал підприємства був досить незначним і його частка в структурі власного капіталу була несуттєвою. Станом на 31.12.2012 року обсяг статутного капіталу компанії зріс на 52999 тис.євро, відповідно його частка зросла до 2,54% (рис. 2.11). Станом на кінець 2014 року основу власного капіталу компанії LEG Immobilien складають резерв курсових різниць – 73,90%, та нерозподілений прибуток – 23,23%.

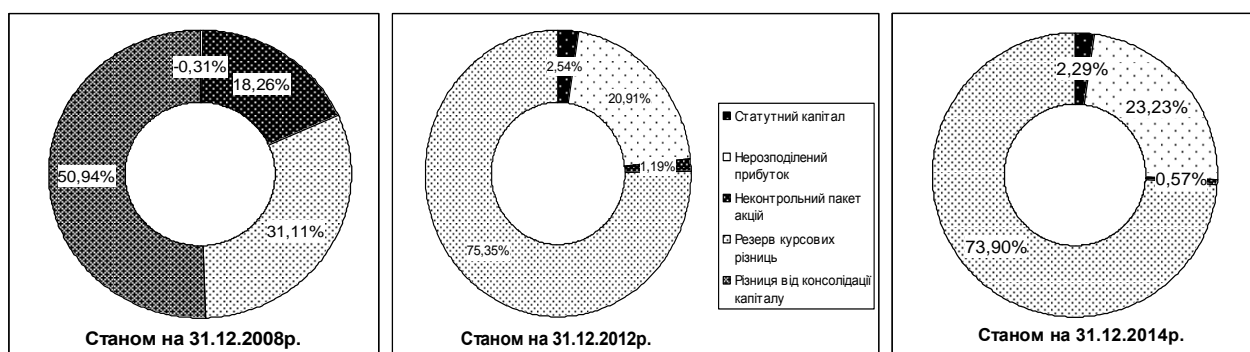


Рис. 2.11. Динаміка структури власного капіталу компанії LEG Immobilien

Станом на 31.12.2004 року основною складовою власного капіталу ПАТ «Трест Житлобуд-1» був інший додатковий капітал – 95,94%. Після 2005 року почав зростати нерозподілений прибуток компанії. На кінець 2007 року його частка у структурі власного капіталу склала 91,83%. Однак за 2008-2009 роки обсяг нерозподіленого прибутку суттєво зменшився – на 99,37% за 2009 рік. Також протягом 2008 року у 14 раз збільшився статутний капітал підприємства, частка якого у власному капіталі на кінець року склала 16,41%. Після відновлення позитивної динаміки нерозподіленого прибутку за 2010 рік, 2011-

2012 роки знову біли роками кризи для підприємства, протягом нерозподілений прибуток був від'ємним. Станом на кінець 2014 року основні складові власного капіталу підприємства – це нерозподілений прибуток – 40,67%, статутний капітал – 43,26% та додатковий капітал – 25,07% (рис. 2.12).

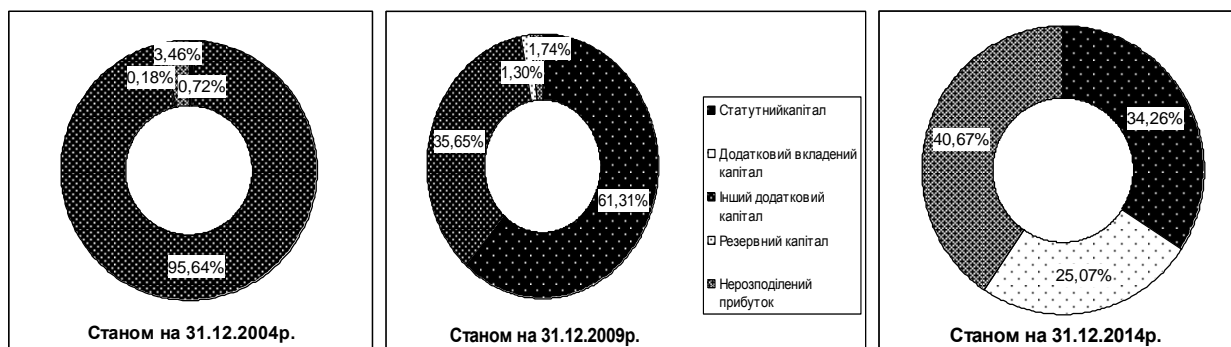


Рис. 2.12. Динаміка структури власного капіталу ПАТ «Трест Житлобуд-1»

Найбільш загальною оцінкою фінансової стійкості підприємства є співвідношення залучених та власних коштів, тобто коефіцієнт фінансування. Він показує ступінь залежності підприємства від позикових джерел фінансування і є основним фінансовим фактором, на який інвестори звертають увагу при прийнятті рішення щодо вкладення своїх коштів (рис. 2.13).

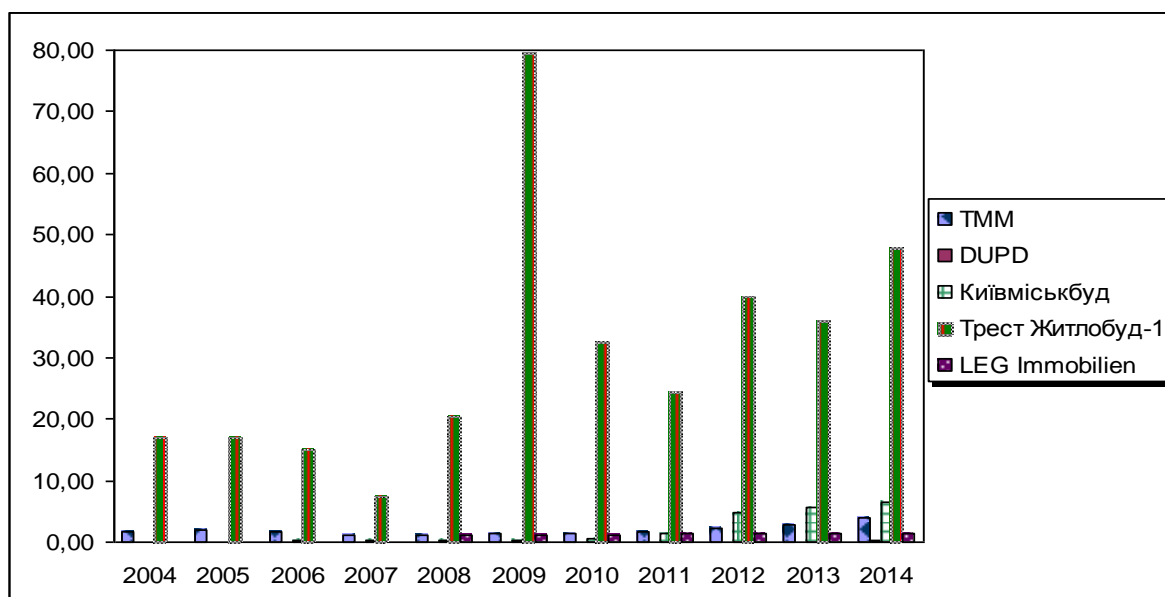


Рис. 2.13 Динаміка коефіцієнту фінансування



Протягом досліджуваного періоду усі досліджувані компанії демонструють посилення залежності від кредиторів і інвесторів, тобто певне зниження їх фінансової стійкості.

Нормативне значення цього показника близьке до 1, що припускає рівність позикових і власних коштів. Компанії ТММ, Київміськбуд та особливо Житлобуд-1 суттєво перевищують одиницю та їх коефіцієнт фінансування з кожним роком зростає. Особливо це зростання помітно після 2011 року.

У 2014 році порівняно з 2010 коефіцієнт фінансування ТММ зріс на 2,77 пункти, ПАТ «ХК «Київміськбуд» – на 5,79, ПАТ «Трест Житлобуд-1» – на 15,04. Проте, якщо для компаній ТММ та ПАТ «ХК «Київміськбуд» цей показник почав суттєво перевищувати одиницю після 2010 року, то для ПАТ «Трест Житлобуд-1» станом на 31.12.2004 року коефіцієнт фінансування дорівнював 17, а фінансова криза ще більш негативно вплинула на структуру капіталу. Таке співвідношення залучених та власних коштів свідчить про значну залежність підприємства від зовнішніх джерел фінансування та суттєву недостатність власних коштів для покриття всіх зобов'язань.

Найбільш фінансово незалежною є DUPD, коефіцієнт фінансування якої у 2014 році становив 0,15 і протягом восьми років він зріс лише на 0,05. Хоча це також свідчить про те, що компанія не використовує переваги позикового капіталу, такі як зменшення бази оподаткування, збільшення приросту рентабельності власного капіталу, можливість диверсифікації власного капіталу, забезпечення зростання фінансового потенціалу компанії.

Найближчим до нормативного значення є коефіцієнт фінансування компанії LEG Immobilien. Протягом досліджуваного періоду він зріс лише на 0,45 і станом на 2014 рік становив 1,53.

Ще одним показником, що характеризує структуру капіталу підприємства є коефіцієнт автономії, або коефіцієнт концентрації власного капіталу, який визначається як співвідношення власного капіталу та всього майна підприємства. тобто, він характеризує частку коштів вкладених власниками товариства в загальну вартість майна.

Для кращого розуміння рівня залежності досліджуваних підприємств від позикових коштів розрахуємо коефіцієнт фінансової залежності компаній, тобто частку позикових коштів у валюті балансу.

Рекомендовано, що цей показник не повинен перевищувати значення 0,5. Близьким до нормативного значення був цей показник у компанії ТММ у 2007 році коли компанія здійснила розміщення акцій на Франкфуртській біржі. З цього часу частка позикових коштів в балансі підприємства постійно зростала та станом на кінець 2014 року вона становить 0,8. Також дуже високим є цей коефіцієнт для ПАТ «Трест Житлобуд-1» та ПАТ «ХК «Київміськбуд» – 0,98 та 0,86 відповідно. Досить стабільним та близьким до нормативного є коефіцієнт фінансової напруженості компанії LEG Immobilien – 0,61 у 2014 році. Найнижчим вказаний показник є у компанії DUPD – 0,13 у 2014 році, що свідчить про незалежність підприємства від позикових джерел, однак також може означати недовикористання можливостей фінансового важеля.

Розрахунок коефіцієнта автономії підтвердив результати попереднього аналізу. При нормативному значенні не менше 0,5, компанії ПАТ «Трест Житлобуд-1», ПАТ «ХК «Київміськбуд» та ТММ мають суттєво нижчий показник (у 2014 році 0,02, 0,14, та 0,20 відповідно), що характеризує їх значну залежність від зовнішнього фінансування, яка з кожним роком зростає. У компанії LEG Immobilien даний індикатор також нижчий від нормативного значення, але лише на 0,11. Найвищим даний показник є у компанії DUPD – 0,87 у 2014 році, що підтверджує рівень фінансової стабільності підприємства.

Одним з найбільш значущих показників, що характеризують ліквідність підприємства є робочий капітал, або чистий оборотний капітал. Перевищення оборотних коштів над короткостроковими зобов'язаннями означає, що підприємство не тільки може погасити свої короткострокові зобов'язання, але і має резерви для розширення діяльності (рис. 2.14).

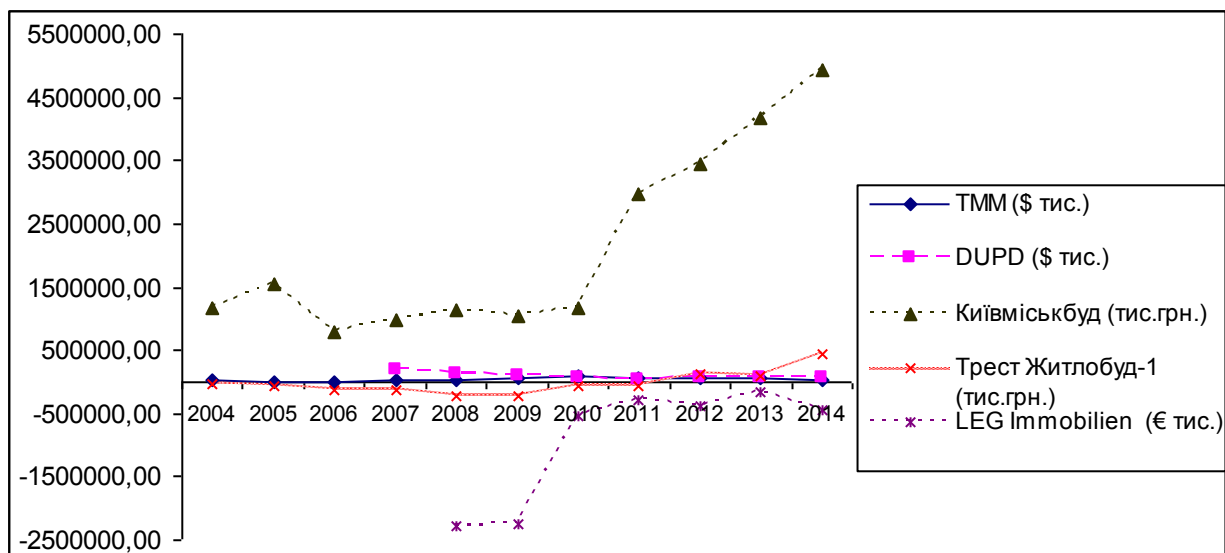


Рис. 2.14 Динаміка робочого капіталу

Наявність у підприємства робочого капіталу означає не лише його здатність сплатити власні поточні борги, а й наявність можливостей для розширення діяльності та інвестування. Проведений розрахунок показав, що робочий капітал наявний у вітчизняних компаній, але відсутній у німецької компанії LEG Immobilien. Серед українських компаній у трьох з них він знизився порівняно з попереднім роком, у компанії ПАТ «ХК «Київміськбуд» протягом останніх шести років демонструє стійку тенденцію до зростання.

На основі проведених розрахунків та аналізу ми можемо дійти до висновку структура капіталу вітчизняних підприємств не свідчить про їх фінансову стабільність. У структурі їх джерел фінансування найбільшу частку складають поточні та довгострокові зобов'язання. Компанії надто залежні від залученого капіталу, що негативно впливає на рівень їх корпоративної безпеки. На перший погляд компанія DUPD становить виняток серед українських компаній, скільки в структурі її капіталу велика частка власного капіталу та не висока заборгованість. Однак детальніший аналіз показує, що дана компанія була спеціально створена для проведення IPO як материнська компанія для вітчизняного товариства з обмеженою відповідальністю, яке через складнощі українського законодавства, обрало спосіб створення холдингової компанії для здійснення розміщення.

### 2.3. Аналіз інвестиційної привабливості акціонерних товариств будівельної галузі

Міжнародні інвестиції – рушійна сила процесу глобалізації і характерна складова сучасної світової економіки. Акції підприємств корпоративного типу є одним з основних фінансових інструментів, що здатні зацікавити міжнародних інвесторів. Для залучення інвестицій в свій бізнес компанії потрібно розуміти, що шукає потенційний інвестор. Знаючи як привабити інвесторів, привівши бізнес у відповідність з їх очікуваннями, компанія може розраховувати на успішне розміщення на міжнародних майданчиках, і відповідне залучення необхідного капіталу для подальшого розвитку діяльності.

Щоб правильно оцінити перспективи компанії на фондовому ринку доцільно визначити рівень її інвестиційної привабливості. Як зазначалось в першому розділі, не існує єдиного підходу до розрахунку даного показника. Однак систематизація методичних підходів вчених до оцінки рівня інвестиційної привабливості дозволила визначити показники та групи показників, які найчастіше використовуються з цією метою.

Проаналізуємо рівень інвестиційної привабливості будівельних компаній, взятих за основу дослідження, на основі найбільш поширених показників, та розглянемо їх динаміку (Додаток Є).

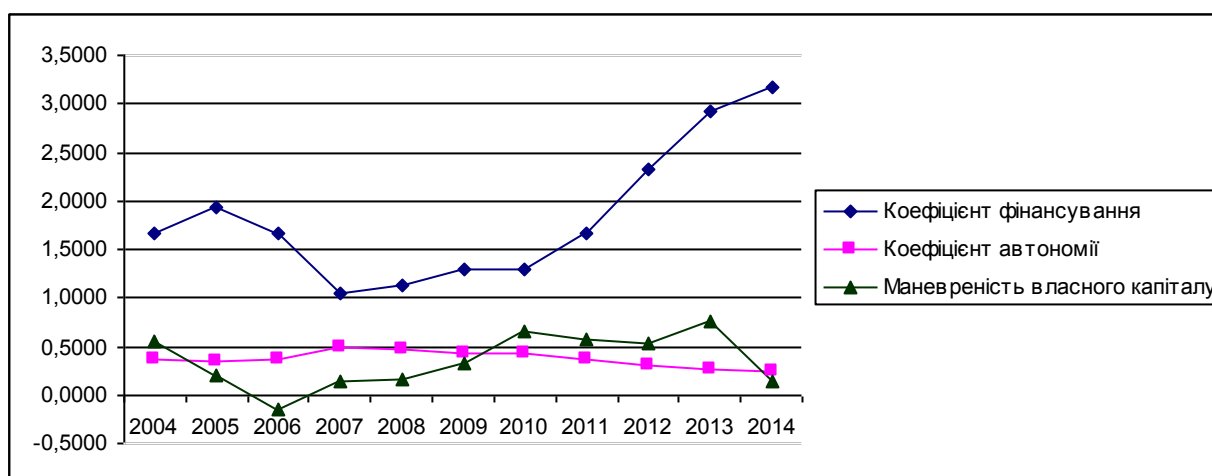


Рис. 2.15. Динаміка показників групи оцінки фінансової стійкості компанії

ТММ

Проведемо дослідження чотирьох основних груп показників для компанії ТММ.

За період з 2004 по 2014 рік показники групи оцінки фінансової стійкості компанії ТММ коливались (рис. 2.15.). Станом на кінець 2004 року, тобто на початок досліджуваного періоду дані показники, крім коефіцієнта маневреності власного капіталу, не відповідали рекомендованим нормативним значенням. Вважається, що значення коефіцієнта маневреності власного капіталу повинно бути не менше 0,2, для компанії ТММ він складав 0,54. Однак станом на кінець 2006 року він становив -0,16. Максимально припустиме значення коефіцієнту фінансування 1, значення цього показника для ТММ становило 1,66. Нормальним мінімальним значенням коефіцієнта автономії вважається 0,5, для компанії він дорівнював 0,38. Із проведенням IPO у 2007 році дані показники значно покращились, суттєво наблизившись до своїх нормативних значень. Проте до кінця 2014 року їх динаміка погіршилась. Коефіцієнт фінансування зріс до 3,16, що свідчить про значну залежність підприємства від залученого капіталу. Коефіцієнт автономії знизився до 0,24, з чого можна зробити висновок про зниження частки власного капіталу у загальній вартості майна компанії. Станом на кінець 2014 року коефіцієнт маневреності власного капіталу також знизився і становив 0,14. Дані результати свідчать про зниження фінансової стійкості компанії.

Динаміка показників ліквідності протягом досліджуваного періоду також носила нестійкий характер. Коефіцієнт поточної ліквідності постійно коливався. Станом на кінець 2004 року він становив 1,44, на кінець 2006 року він знизився до 0,877, а в кінці 2010 зріс до 2,39. Станом на кінець 2014 року значення цього показника склало 1,06, що свідчить про ймовірну рівність поточних активів і пасивів. Коефіцієнт проміжної ліквідності на початок досліджуваного періоду становив 0,86. При цьому теоретично значення коефіцієнта вважається достатнім, якщо воно не перевищує 0,6. Однак станом на кінець 2012 року він знизився до 0,15 (рис. 2.16). На кінець 2014 року коефіцієнт проміжної ліквідності зріс і становив 0,24.

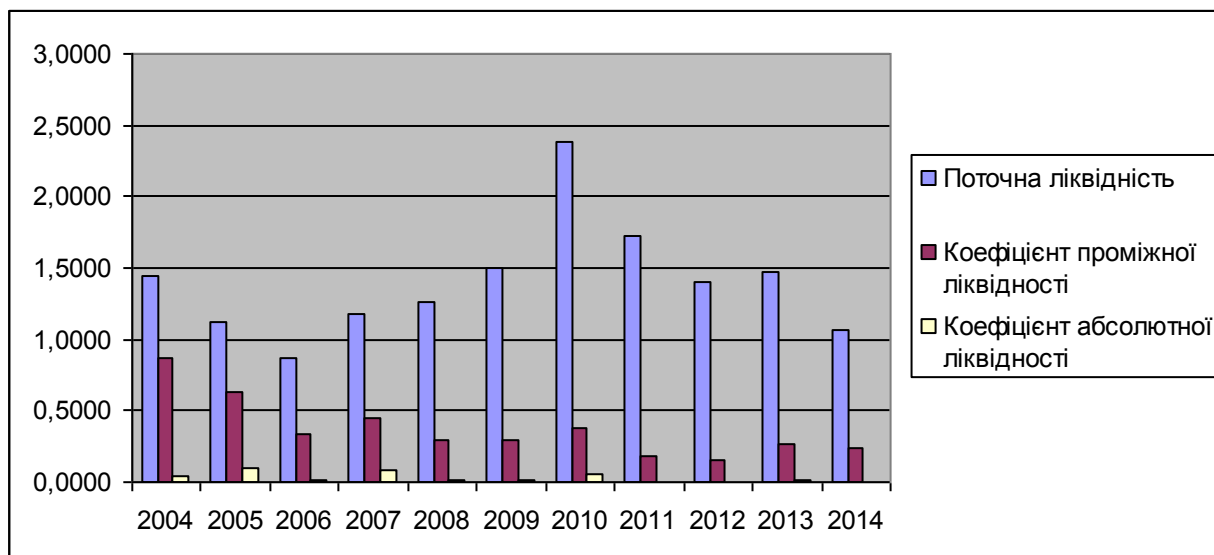


Рис. 2.16. Динаміка показників групи оцінки ліквідності компанії ТММ

Негативною є також динаміка показника абсолютної ліквідності компанії. 2005, 2007 та 2010 були роками відносного зростання даного коефіцієнта, проте загалом протягом досліджуваного періоду його значення не перевищувало 0,1, при рекомендованому 0,2-0,5. Станом на кінець 2014 року коефіцієнт абсолютної ліквідності компанії знизився до 0,002.

Негативною можна охарактеризувати динаміку показників рентабельності компанії ТММ (рис. 2.17).

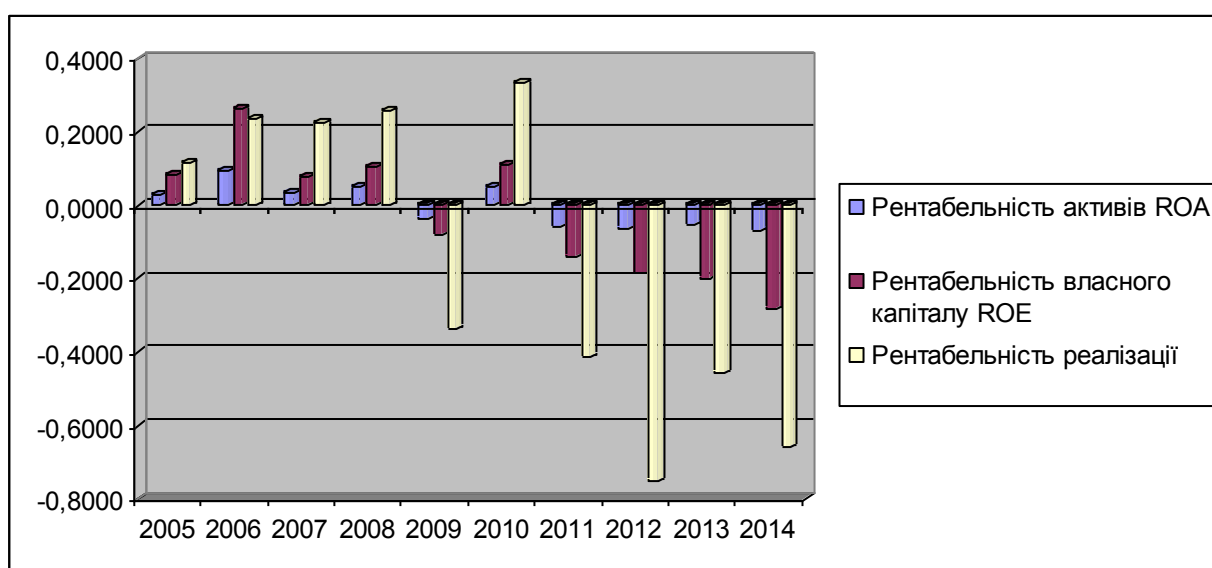


Рис. 2.17. Динаміка показників групи оцінки рентабельності компанії ТММ