

# ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВІДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

підприємства на основі використання комплексів взаємозалежних методів. Їхня структура повинна змінюватись залежно від ситуації і специфіки стратегічних завдань, що будуть розв'язуватися.

Вибір оптимальних фінансових стратегій діяльності підприємства передбачає комплексне дослідження сукупності економічних показників, яке охоплює всі аспекти фінансово-стани. Ретроспективний аналіз за декілька послідовних звітних періодів дає можливість для виявлення тенденцій розвитку підприємства, а це в свою чергу дозволяє формувати перспективні фінансові стратегії його діяльності. Таким чином, розроблена фінансова стратегія  $a(t+1)$  при її реалізації дозволить досягти бажаних результатів фінансово-господарської діяльності підприємства.

## Список використаних джерел

1. Базецька Г.І. Фінанси підприємств: планування та управління у виробничій сфері [текст]: навч. посіб. / Г.І. Базецька, Л.Г. Суботовська, Ю.В. Ткаченко; Харк. нац. акад. міськ. госп.-ва. – Х.: ХНАМГ, 2012. – 292 с.

2. Білик М.Д. Стратегічне управління та стратегії підприємства // Формування ринкових відносин в Україні. – 2009. – №4. – С. 143–149.

3. Блакита Г.В. Фінансова стратегія торговельних підприємств: методологічні та прикладні аспекти [монографія] / Г.В. Блакита. – К.: Київський національний торговельно-економічний університет, 2010. – 244 с.

4. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент: Учеб. курс. – 2-е изд. – К.: Ника-Центр, 2006. – 552 с.

5. Клейнер Г.Б. Предприятие в нестабильной экономической среде: риски, стратегии, безопасность. – М.: Экономика, – 1997. – 167 с.

6. Уткин Е.А. Стратегическое планирование [Текст]: учебник / Э.А. Уткин [и др.]; Ассоциация авторов и издателей «ТАНДЕМ». – М.: ЭКМОС, 1998. – 438 с.

7. Шелудько В.М. Фінансовий менеджмент: Підручник. – К.: Знання, 2006. – 439 с.

8. Drucker Peter. The Practice of Management. New York: Harper & Brothers, 1954. – 280 р.

9. Hofer C. and Schendel D. Strategy Formulation: Analytical Concepts. St. Paul: West Publishing, 1978. – 352 р.

УДК 336.6

М.О. БОРОВІКОВА,

к.е.н., асистент кафедри фінансів економічного факультету, Київський національний університет ім. Тараса Шевченка

## Фінансування компаній шляхом публічного розміщення акцій

У статті узагальнені теоретичні основи поняття і процесу здійснення первинного публічного розміщення акцій на фондових біржах. Обґрутовані основні переваги і недоліки цього процесу в залежності від стану компанії і зовнішнього середовища. З'ясована методика організації первинного публічного розміщення на українському фондовому ринку. Продеданий аналіз і систематизація характеристик простих і привелійованих акцій як головних фінансових інструментів фінансування. З'ясовані особливості оцінки вартості акцій при прийнятті рішення щодо фінансування компанії.

**Ключові слова:** первинне публічне розміщення, IPO, Initial Public Offering, емісія, інвестиції, акціонери, акції, привелійовані акції, фінансування, оцінка вартості акції.

М.А. БОРОВІКОВА,

к.э.н., ассистент кафедры финансов экономического факультета, Киевский национальный университет им. Тараса Шевченко

## Финансирование компаний путем публичного размещения акций

В статье обобщены теоретические основы понятия и процесса осуществления первичного публичного размещения акций на фондовых биржах. Обоснованы основные преимущества и недостатки этого процесса в зависимости от состояния компании и внешней среды. Выяснена методика организации первичного публичного размещения на украинском фондовом рынке. Проделан анализ и систематизация характеристик простых и привилегированных акций как главных финансовых инструментов финансирования. Выяснены особенности оценки стоимости акций при принятии решения о финансировании компании.

**Ключевые слова:** первичное публичное размещение, IPO, Initial Public Offering, эмиссия, инвестиции, акционеры, акции, привилегированные акции, финансирование, оценка стоимости акции.

М.О. BOROVIKOVA,

Ph.D., Assistant Professor Faculty of Economics Department of Finance Taras Shevchenko National University of Kyiv

## Financing companies through IPO

The article summarizes the theoretical foundations of the concept and the implementation of initial public offerings on stock exchanges. Main advantages and disadvantages of this process depending on the condition of the company and the environment are analyzed. Methods of organizing initial public offering on the Ukrainian stock market are investigated. Features of common and preferred shares as the main financial instrument financing are analyzed and systematized. Approaches to share valuation when deciding on funding company are provided.

**Keywords:** IPO, Initial Public Offering, emission, investment, shareholders, stocks, preffered shares, financing, valuation of shares.

**Постановка проблеми.** Перехід України до ринкової економіки зумовив відродження акціонерних товариств, які є однією з найбільш поширеніх форм організації підприємницької діяльності. Акціонерні товариства, залучаючи додаткові сторонні кошти для формування великого і постійно-

го капіталу, припускають використання різних інструментів власності на фінансовому ринку.

Разом із тим участь у сучасному акціонерному товаристві характеризується величезною ступенем ризику, пов'язаної, з одного боку, з цілком реальною можливістю позбавлення

## ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

акціонерів належних їм акцій, що тягне втрату значних капіталовкладень, а з іншого – відсутністю надійних правових гарантій повернення втраченого майна і прав участі в акціонерному товаристві.

Такий стан спровокує розвитку фінансового і фондового ринків України, залученню якомога більшої кількості інвесторів у виробничу сферу, а також можливості для залучення в національну економіку іноземних інвестицій.

Доступність і ліквідність фінансових інструментів власності, надійний захист прав на акції, а також захист інтересів власників акцій є першорядним завданням у процесі залучення приватних інвестицій в Україну, вирішення проблеми розвитку фінансового і фондового ринків України та економіки в цілому.

За період формування і розвитку ринкових відносин в Україні багато ринкових механізмів залучення інвестицій отримали достатньо серйозний розвиток. Зокрема, в Україні з'явився ринок первинного публічного розміщення (випуск) нових акцій або IPO (Initial Public Offering), що має широке поширення на фондових ринках економічно розвинених країн. Практичне використання цього механізму дозволяє емітенту знаходити інвестиційні ресурси в умовах недостатнього рівня капіталізації компаній і дефіциту інвестиційних коштів. Удосконалення механізму первинного публічного розміщення акцій українських емітентів є однією з найбільш важливих науково-прикладних задач, оскільки надає нові можливості для залучення інвестиційних ресурсів.

**Аналіз досліджень та публікацій з проблеми.** Важливою частиною методологічної бази з проблем становлення і розвитку фондового ринку, з теоретичних і практичних аспектів фінансування компаній, а також застосування фінансових інструментів є праці вітчизняних вчених, зокрема таких, як В.Д. Базилевич, З.С. Варналій, О.Д. Василик, В.М. Геєць, А.І. Ігнатюк, І.О. Лютій, В.М. Опарін, А.М. Поддєрьогін, О.В. Любкіна, Ю.В. Петленко та ін. Докладно механізми фінансування корпорацій, поняття і характеристики акцій та інших інвестиційних активів досліджено у працях зарубіжних авторів, а саме: Ю. Брігхем, Р. Брейли, С. Майерс, А. Дамодаран, С. Росс, Ж. Тіроль, Ф. Фабоці та ін.

Проте комплекс проблем, пов'язаних із прийняттям рішення щодо фінансування компанії шляхом первинного публічного розміщення акцій, є недостатньо вивченим.

Таким чином, виникає необхідність грутовного опрацювання механізму первинного публічного розміщення, а також з'ясування основних характеристик фінансових інструментів, що застосовуються в цьому процесі.

**Метою статті** є узагальнення теоретичних основ процесу первинного публічного розміщення акцій, а також з'ясування основних характеристик акцій та методів оцінки їх вартості в процесі прийняття рішення щодо інвестування.

**Виклад основного матеріалу.** Згідно із Законом України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 акціонерні товариства створюються в формі публічних або приватних товариств. Однією з найголовніших ознак «публічності» компанії є публічне (відкрите) розміщення акцій. Прийняття рішення щодо створення публічного товариства або реорганізації приватного товариства в публічне впливає на його здатність залучати капітальні кошти на відкритому ринку та вільно обертатися акціям на фондовому ринку.

Первинне публічне розміщення акцій (англ. – initial public offering, IPO) прийнято вважати ознакою розвитку компанії, її зростання до певної точки, де обсяг виручки та показники рентабельності достатні для того, щоб зацікавити зовнішніх інвесторів. Тим не менш публічне розміщення акцій, особливо первинне, є досить дорогим і трудомістким процесом, що вимагає значних змін у компанії. Розглянемо основні плюси і мінуси публічного розміщення акцій [2].

Аргументи на користь публічного розміщення акцій.

1. Маючи відкритий публічний ринок для своїх акцій, первісні акціонери, ймовірно, відчувають зростання ринкової вартості їх акцій, навіть якщо вони не збираються їх продавати. Звідси, однією з основних причин виходу на відкритий ринок акцій, є приватні інтереси управлінців компанії, які водночас є її акціонерами. Акції, якими вони володіють та не мають можливості вигідно продати, після вдалого публічного розміщення потенційно отримують властивість генерувати значний прибуток від відкритого перепродажу. Ця причина звичайно ніколи не розголошується громадськості, оскільки інвестори навряд вкладатимуть кошти, усвідомлюючи, що управлінська команда має на меті нажитися, а потім залишити бізнес.

2. Така сама логіка може бути використана як інструмент для утримання співробітників компанії. Приватна компанія може випускати опціони для своїх співробітників, але вони мало чого варта для співробітників, якщо немає ринку, на якому вони можуть продати акції. При публічному розміщенні акцій компанія отримує додаткову мотивацію для співробітників, оскільки вони будуть чекати, поки їхні опціони на купівлю акцій зростуть достатньо для того, щоб вони отримали прибуток в результаті їх продажу [1].

3. Зі стратегічної точки зору публічне розміщення акцій дає компанії можливість отримати значне фінансування, яке вона може використовувати на свій розсуд, наприклад, щоб підвищити свою конкурентоспроможність за рахунок збільшення активів, поліпшення маркетингу, наймання кваліфікованого персоналу, купівлі обладнання та розширення виробництва тощо.

4. З фінансової точки зору здатність акцій вільно обертається на відкритому ринку впливає на зменшення вартості капіталу компанії. Основна причина в тому, що інвестори готові платити більше за акції публічної компанії, які вони можуть легко продати, ніж за акції приватної компанії. Ця особливість може знижити вартість капіталу на кілька відсотків. Крім того, публічне розміщення знижує вплив приватних інвесторів, які, можливо, мали негативний вплив на бізнес, наприклад, вимагаючи гарантовані дивіденди або обмежуючи операційну діяльність компанії. Також публічне розміщення є набагато менш трудомістким і менш дорогим шляхом залучення капітальних коштів при наступних додаткових емісіях.

5. Нова емісія акцій різко зменшує значення коефіцієнту зобов'язання до власного капіталу, який є досить суттєвим показником для потенційних кредиторів. Збільшуючи розмір власного капіталу, компанія може відповідно збільшувати частку майбутніх зобов'язань, отримуючи нові кредити та емітуючи корпоративні облігації [6].

Аргументи проти публічного розміщення акцій.

1. Однією з найголовніших причин не починати процес публічного розміщення акцій є його висока вартість. Особливо

## ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

це відчутно коли компанія готує невеликий обсяг емісії, тоді витрати на отримання запланованого фінансування можуть виявитись непропорційними та надзвичайно високими. Основна причина полягає в тому, що андерайтер, як організатор емісії та розміщення акцій, стягуватиме майже однакову плату за свої послуги як з невеликої компанії із середнім та малим обсягом емісії, так і з великої компанії, обсяг емісії якої буде в рази більшим.

2. Крім високої вартості організації процесу публічного розміщення акцій того, постійні поточні витрати компанії та кож зростуть. Цілком очевидно, що потрібно буде залучати додатковий персонал, в чиї обов'язки буде йти в ногу з усіма вимогами щодо оформлення звітів, необхідних для надання до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), яка здійснює державне регулювання ринку цінних паперів. Крім того, до щорічних витрат компанії потрібно буде додати вартість послуг зовнішніх аудиторів та вартість лістингу на біржі. Таким чином, щорічні додаткові витрати публічної компанії зростуть на суму, яка приблизно дорівнюватиме вартості самого процесу публічного розміщення акцій.

3. Ще однією проблемою є те, що невелика компанія з невеликою ринковою капіталізацією буде зазнавати труднощів зі створенням ринку для своїх акцій. Якщо це компанія з невеликими обсягами діяльності, інституціональні інвестори (які звикли купувати і продавати великі пакети акцій) не матимуть зацікавленості в інвестуванні. Через це акції компанії будуть частіше піддаватися маніпуляціям від недобросовісних інвесторів, які можуть різким продажем підривати ціни на акції, а потім придбати великий пакет акцій за пільговою ціною з метою отримання певного рівня контролю над компанією.

4. Втрата контролю над компанією також цілком можлива, якщо власник не зберіг велику кількість акцій у своїх руках, або якщо не був створений окремий клас акцій з привileйованими можливостями у голосуванні. В іншому випадку зовнішні інвестори можуть або скуповувати акції величими обсягами для створення великих блоків для голосування або об'єднуватись, щоб створити той самий результат.

5. Розкриття інформації є ще однією проблемою для багатьох компаній, які публічно розміщують свої акції. Okрім необхідності залучати додатковий персонал для створення звітів та консолідації різноманітної інформації щодо діяльності компанії існує проблема розкриття інформації про компанію конкурентам, які матимуть можливість скористатися інформацією, розкритою у звітах, щоб зашкодити діяльності компанії [6].

6. Інша проблема пов'язана з постійним тиском з боку інвесторів на керівництво компанії та вимогами презентувати не тільки високі, але й постійно зростаючі результати діяльності. Якщо компанія є приватною, вона може легко перенести відносно низький прибуток в період освоєння нового ринку або впровадження нового продукту, але, будучи публічною, компанії стає набагато важче реалізувати нові проекти. Ця проблема може вирішуватися тільки шляхом постійного інформування інвесторів про наміри корпоративного зростання, та сподіванням, що інвестори лояльно сприйматимуть довгострокові перспективи [4].

Існує досить багато інших негативних причин і наслідків публічного розміщення акцій. Тому багато успішних приватних компаній залишаються осторонь від публічних ринків.

З іншого боку, публічне розміщення акцій піднімає компанію на нову ступінь розвитку та фінансових можливостей.

Процедура публічної (відкритої) емісії акцій. Публічну емісію акцій мають право здійснювати компанії, які відповідно до Закону України «Про акціонерні товариства» мають статус публічного акціонерного товариства. При цьому засновники товариства повинні володіти не менше, ніж 25% усіх акцій терміном не менше двох років.

Коли компанія випускає акції в розрахунку знайти інвесторів на відкритому ринку, вона, як правило, користується послугами інвестиційного банку або іншого професійного учасника фондового ринку, який має ліцензію на здійснення андерайтингу. Андерайтинг – це діяльність із розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Установа, що бере на себе відповідальність за організацію та розміщення випуску цінних паперів, називається андерайтером.

Процес організації та публічного розміщення акцій за допомогою андерайтера зазвичай складається з наступних етапів:

1) здійснення комплексної діагностики та передінвестиційної підготовки до емісії, в процесі яких визначаються об'єктивні можливості та перспективи компанії щодо залучення капіталу на відкритому ринку, а також формується план публічного розміщення;

2) здійснення передемісійних заходів: проходження незалежного аудиту, за необхідності – отримання кредитного рейтингу, розрахунок витрат, пов'язаних з публічною емісією акцій;

3) підготовка необхідних документів, пов'язаних з реєстрацією випуску цінних паперів в НКЦПФР відповідно до положення «Про порядок реєстрації випуску акцій»;

4) здійснення реєстрації випуску цінних паперів в НКЦПФР та оприлюднення інформації стосовно випуску акцій відповідно до положення НКЦПФР «Про розкриття інформації емітентами цінних паперів»;

5) відкриття рахунку в депозитарії (у разі первинного розміщення акцій);

6) оформлення глобального сертифікату – документу, який засвідчує загальний обсяг зареєстрованого випуску акцій, що розміщаються у бездокументарній формі;

7) пошук інвесторів та первинний продаж акцій;

8) підготовка та реєстрація звіту про результати розміщення акцій у НКЦПФР;

9) депонування глобального сертифікату, тобто переказ акцій на рахунки зберігачів та емітента, що в подальшому забезпечить акціонерам можливості укладання угод на вторинному ринку;

10) створення вторинного ринку. Іноді андерайтер після розміщення випуску акцій створює для них вторинний ринок. З точки зору інвесторів при першому публічному розміщенні нових паперів створення вторинного ринку є дуже важливим аспектом. Акції компанії стають набагато привабливішими при наявності вторинного ринку, на якому їх можна вільно купити або продати, забезпечивши їх ліквідність. У кінцевому рахунку, це підвищує ефективність первинного публічного розміщення акцій [7].

Основним інструментом фінансування при публічному розміщенні є прості акції. Прості акції представляють собою права власності у компанії. Утримувачі простих акцій є дійсни-

## ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

ми власниками компанії, тоді як утримувачів облігацій можна розглядати лише як її кредиторів. Прості акції не мають терміну погашення, та існують до тих пір, поки компанія не зупинить своє існування. Також прості акції не мають верхньої межі виплати дивідендів. Порядок виплати дивідендів повинний бути оголошений перш, ніж вони відбудеться їх емісія. У разі банкрутства власники простих акцій не мають права вимоги на активи компанії до тих пір поки не будуть задоволені права вимоги кредиторів компанії, в тому числі власників облігацій та привілейованих акцій. Розглянемо основні характеристики та деякі специфічні риси простих акцій.

**Право на прибуток.** Акціонери, як співвласники компанії, мають право на отримання прибутку компанії після сплати процентних виплат власникам облігацій і дивідендів утримувачам привілейованих акцій. Прибуток може бути виплачений безпосередньо акціонерам у вигляді дивідендів або збережений і реінвестований у розвиток компанії. Хоча очевидною є миттєва вигода власників акцій від розподілу прибутку у вигляді дивідендів, повернення прибутку в компанію також є вигідним для акціонерів, але в більш віддаленій перспективі.

Реінвестування прибутку в подальший розвиток компанії має привести до збільшення вартості компанії, на спроможність генерувати більший дохід у майбутньому та відповідно до збільшення майбутніх дивідендів. Ця дія, свою чаргою, призводить до збільшення акцій у вартості. По суті, прибуток розподіляється безпосередньо між акціонерами або прямим шляхом у вигляді дивідендів або побічно у формі приросту капіталу (зростання ціни акцій) компанії.

Право акціонерів на прибуток має свої переваги і недоліки. Основною перевагою є те, що потенційний дохід безмежний. Після задоволення права на прибуток власників старших цінних паперів – облігацій та привілейованих акцій, весь залишковий прибуток розподіляється між акціонерами компанії у вигляді сплати дивідендів або приросту капіталу. Основним недоліком є те, що у разі повного розподілу прибутку між утримувачами облігацій та привілейованих акцій власники простих акцій не отримають дивідендів взагалі. Отже, власники простих акцій страждають перші, якщо прибутки компанії падають.

**Право на активи.** Так само як утримувачі звичайних акцій мають право на отримання залишкових доходів компанії, вони також мають право на отримання залишкових активів у разі ліквідації. Тільки після того, як вимоги власників боргових зобов'язань та привілейованих акцій були задоволені, загальні акціонери отримують право на задоволення своїх вимог. Проте, як свідчить практика, коли банкрутство компанії має місце, вимоги утримувачів звичайних акцій, як правило, залишаються без задоволення. Саме ця залишкова вимога на активи додає ризикованості звичайних акціям. Таким чином, хоча звичайні акції історично мають більш високу прибутковість, ніж інші цінні папери, в середньому 10–15 відсотків щорічно, вони також мають більше ризиків, пов'язаних з іх утриманням.

**Право голосу.** Власники звичайних акцій обирають раду директорів на загальних зборах акціонерів і являються єдиним типом інвесторів, яким надається право голосувати. На початку двадцятого століття у світі не було нічого незвичайного в тому, що компанія емітувала два класи звичайних акцій, які були ідентичні, за винятком того, що тільки один з них надавав власнику право голосу у компанії. Ця практика була

практично ліквідована період 1935–1980 років у зв'язку із змінами у законодавстві багатьох країн, відмовою фондових бірж у лістингу компаніям, що емітували прості акції без права голосу, та незадоволенням інвесторів. Тим не менш, сьогодні спостерігається відновлення практики застосування подвійних, а іноді потрійних і більше (A, B, C) класів звичайних акцій з різними правами голосування, що більшою мірою, використовується як оборонна тактика для запобігання недружньому поглинанню компанії. Таким чином, проста акція одного класу може прирівнюватись до 10 голосів, а проста акція іншого класу – до 1 голосу.

Загальні акціонери не тільки мають право обирати раду директорів, але вони також повинні схвалювати будь-які зміни в статуті компанії. Характерна зміна статуту може бути викликана необхідністю випуску нових акцій або, можливо, пропозицією злиття. Голосування за раду директорів і зміни у статуті відбувається на щорічних зборах акціонерів. У той час як акціонери можуть голосувати особисто, у великих компаніях, найчастіше, голосування відбувається «за довіреністю» (proxy voting). Це означає, що відповідно до чинного законодавства акціонер має право призначити свого представника для участі у загальних зборах компанії. В Україні ст. 41 Закону України «Про господарські товариства» передбачено, що передача акціонером своїх повноважень іншій особі здійснюється відповідно до чинного законодавства, а повноваження представника мають бути підтвержені довіреністю.

Процедура голосування також може відрізнятися від компанії до компанії. Дві процедури, які зазвичай використовуються при голосуванні, – це визначення простої більшості і кумулятивне голосування. Під більшістю голосів розуміється, що кожна акція надає акціонеру один голос, і голосування проходить окремо за кожним положенням на раді директорів. Оскільки кожен окремий член ради директорів обирається простою більшістю голосів, мажоритарні акціонери фактично отримують право обирати всю ради директорів.

При кумулятивному голосуванні, кожна акція надає акціонеру кількість голосів, що дорівнює кількості директорів у ради. Акціонер може потім віддати всю кількість своїх голосів за одного кандидата або розподілити їх між різними кандидатами. Перевагою кумулятивного порядку голосування є те, що він надає міноритарним акціонерам право обирати стільки членів ради директорів, скільки дозволяє їм їх пакет акцій.

Переважне право. Закон України «Про господарські товариства» ст. 38, крім визначення загальних прав акціонерів, встановлює переважне право акціонерів на придбання додатково випущених товариством акцій. Переважне право дає загальним акціонерам підтримувати пропорційну частку власності у фірмі. Коли випускаються нові акції, загальні акціонери мають право першої відмови. Якщо акціонер володіє 25 відсотками акцій компанії, він також має право купити 25 відсотків нових акцій.

Переважне право може бути використане (зазвичай по ціні, встановленій нижче за поточну ринкову), не використане та анульоване, або продано на відкритому ринку.

**Оцінювання простих акцій.** Оцінювання акцій є набагато складнішим завданням, ніж оцінювання інструментів довгострокового боргу, наприклад, облігацій, оскільки акції не мають кінцевого терміну погашення і майбутніх грошових потоків, тоб-

## ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

то, розмір дивідендів є невизначенним у майбутньому. Таким чином, у розрахунках, які використовуються для оцінки акцій, повинні бути зроблені деякі припущення щодо структури дивідендів.

Загальна модель оцінки акції при наявності даних щодо розміру очікуваних дивідендів та ставки дисконтування, яка відображає необхідну норму прибутку, може бути визначена на таким чином:

$$V_{cs} = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty} = \sum \frac{D_t}{(1+k)^t}, \quad (1)$$

де  $D_1, D_2, D_t$  – дивідендні виплати за певний період,  $k$  – ставка дисконтування.

Наведена вище формула показує, що за допомогою ставки дисконтування,  $k$ , ми дисконтуємо дивіденди за перший рік,  $D_1$ , наприкінці першого року, дивіденди за другий рік,  $D_2$ , наприкінці другого року тощо до нескінченості, оскільки прості акції не мають терміну погашення.

Це рівняння може бути зведено до набагато більш керованої форми, якщо дивіденди збільшуватимуться з кожним роком постійним темпом,  $g$ :

$$V_{cs} = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g}, \quad (2)$$

де  $D_0$  – виплачені дивіденди за минулий період,  $D_1$  – очікувані дивіденди за поточний період,  $g$  – темп зростання дивідендів, і  $k$  – ставка дисконтування і  $g < k$ .

Постійне зростання дивідендів притаманне більшості компаній за умови, що спостерігається зростання секторів економіки до яких вони належать [7].

Оцінювання акцій за поточний період. Якщо інвестор тримає звичайні акції тільки протягом одного року та не володіє інформацією щодо темпів зростання дивідендів, вартість акції буде дорівнювати теперішній вартості дивідендів, що очікуються за поточний період та очікуваній ринковій ціні акції на кінець року. Якщо  $k$  відображає необхідну норму прибутку інвестора, розрахунок може бути здійснений на основі формули:

$$V_{cs} = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{P_1}{(1+k)}, \quad (3)$$

де  $D_1$  – дивіденди за поточний період,  $P_1$  – поточна ринкова ціна акції,  $k$  – ставка дисконтування.

Альтернативою простим акціям є привілейовані акції, які часто називають гіbridними цінними паперами, оскільки вони мають характеристики як звичайних акцій, так і облігацій. Привілейовані акції схожі на звичайні акції в тому, що вони не мають фіксованої дати погашення, невиплата дивідендів не завжди свідчить про банкрутство компанії, а кошти, призначені для виплати дивідендів за привілейованими акціями, не віднімаються з бази оподаткування. Втім привілейовані акції подібні до облігацій в тому, що дивідендні виплати є фіксованими у розмірі. Розмір дивідендів по привілейованих акціях фіксується у відсотках від номінальної вартості акції [3].

У випадку з використанням привілейованих акцій Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачено певну свободу – компанія має право емітувати привілейовані акції з різним обсягом прав відповідно до положень її статуту. При цьому частка привілейованих акцій у статутному капіталі акціонерного товариства не повинна перевищувати 25 відсотків.

Хоча кожен випуск привілейованих акцій є унікальним, ряд характеристик є загальними майже у всіх випадках. Деякі з цих рис частіше включають в себе:

– різноманітність класів привілейованих акцій – компанія може видати більше класу привілейованих акцій, і кожен клас може мати різні характеристики. Ці класи можуть бути диференційовані за будь-якими умовами, наприклад, деякі привілейовані акції можуть бути конвертовані у прості акції, а інші ні, а також надавати різний пріоритет щодо привласнення активів у випадку банкрутства;

– право власників привілейованих акцій на доходи і активи – привілейовані акції мають пріоритет перед простими акціями щодо вимог на активи у разі банкрутства. Якщо фірма ліквідується, вимоги щодо розподілу її активів серед власників привілейованих акцій є старшими за вимоги власників простих акцій та молодшими за вимоги власників облігацій. Різні класи привілейованих акцій можуть також визначати послідовність надання права на активи серед їх власників. Вимоги на дохід за привілейованими акціями також є пріоритетними при виплаті дивідендів акціонерам. Тобто фірма спочатку повинна виплатити дивіденди за привілейованими акціями, а потім – за простими. Таким чином, з точки зору ризику привілейовані акції більш безпечні, ніж звичайні акції, оскільки вони мають пріоритет щодо вимог на доходи і активи, але є більш ризикованими, ніж інструменти довгострокового боргу;

– кумулятивні дивіденди – більшість привілейованих акцій має кумулятивну функцію. Це означає, що всі минулі несплачені дивіденди за привілейованими акціями повинні бути сплачені до будь-яких оголошень щодо виплати дивідендів за простими акціями. Ця особливість забезпечує певну ступінь захисту для привілейованих акцій. Оскільки дохід за привілейованими акціями не має такого жорсткого правового захисту, як процентні виплати за облігаціями, кумулятивна функція необхідна для захисту прав привілейованих акціонерів;

– конвертованість – досить велика частина емітованих привілейованих акцій сьогодні є конвертованою на розсуд власника на певну кількість простих акцій. Сьогодні близько однієї третини всіх привілейованих акцій має цю функцію. Функція конвертованості, звичайно, застосовується на розсуд інвестора, але слугує на користь емітента, який таким чином зменшує вартість привілейованих акцій;

– захисні положення – як правило, захисна функція положень полягає у набутті власником привілейованих акцій права голосу у разі систематичних невиплат дивідендів, якщо компанія зазнає фінансових труднощів. По суті, захисні положення, включені у привілейовані акції, схожі на обмежувальні положення, включені в інструменти довгострокового боргу;

– регульовані ставки – можливість змінювати процентні ставки за привілейованими акціями була розроблена, щоб надати інвесторам деякий захист від можливих втрат, коли ставки дохідності інших фінансових інструментів на фінансовому ринку рухаються або вгору або вниз. За такої можливості розмір дивідендів коригується в залежності від поточних процентних ставок за державними цінними паперами. Для розвинених фінансових ринків багатьох країн практика регулювання процентних ставок є досить поширеною, проте в Україні поки що не набула популярності.

*Оцінювання привілейованих акцій.* Як вже зазначалося, власник привілейованих акцій зазвичай отримує постійний фіксований дохід в кожен період так само, як і за довгостроковими борговими зобов'язаннями. Втім прибуток з

# ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

привілейованих акцій отримують у вигляді дивідендів, а не відсотків. Крім того, в той час як облігації зазвичай мають конкретну дату погашення, більшість привілейованих акцій є вічними, тобто не мають строку погашення.

Розрахунок ринкової вартості привілейованих акцій при наявності даних щодо розміру очікуваних дивідендів та ставки дисконтування, яка відображає необхідну норму прибутку, може бути здійснений на основі формул:

$$V_{ps} = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty} = \sum \frac{D_t}{(1+k)^t}, \quad (4)$$

де  $D_1, D_2, D_t$  – дивідендні виплати за певний період,  $k$  – ставка дисконтування

Оскільки дивіденди за привілейованими акціями розглядають як довічну ренту, наведена формула може бути зведена до такого співвідношення:

$$V_{ps} = \frac{D}{k}. \quad (5)$$

Таким чином, ринкова вартість привілейованих акцій є поточною вартістю всіх її майбутніх дивідендів. Оскільки більшість привілейованих акцій мають довічну форму, для знаходження потрібного значення потрібно використовувати останню формулу (5) [2].

## Висновки

Зростання економіки в цілому та окремих компаній зокрема неможливі без капітальних вкладень. У практиці західного інвестиційного бізнесу давно використовується і постійно вдосконалюється механізм первинного публічного розміщення. Найбільш складним технологічно, організаційно і з точки зору юридичного супроводу є первинне публічне розміщення акцій.

Дослідження показало, що первинне публічне розміщення акцій компанії, яка вперше виходить на фондовий ринок, пов'язане з рядом особливостей. Цими особливостями є: занижено ціноутворення (так званий ефект underpricing); відносно низька віддача від володіння розміщеними акціями в довгостроковій перспективі (так званий ефект long-run underperformance); істотний розмір комісійної винагороди андеррайтерам.

Крім особливостей первинного публічного розміщення основними його перевагами перед іншими стратегіями заоччення інвестиційних коштів є:

– доступ до довгострокового капіталу на набагато більш вигідних умовах, ніж звернення до кредитних банківських ресурсів, приватним позиках або венчурному капіталу;

- покращення поточного фінансового стану компанії;
- отримання інструменту оцінки поточної ринкової вартості компанії;
- додаткові можливості податкового планування;
- підвищення престижності і зростання можливостей по просуванню бізнесу;
- можливість залучити й утримати висококваліфікований персонал, першою чергою ключових менеджерів.

З урахуванням наведеного аналізу характеристик основних інструментів, за допомогою яких здійснюється механізм публічного розміщення, а саме акцій компанії, виявлено, що із загальнотеоретичної точки зору акцію можна визначити як неподільну сукупність майнових прав, відокремлену певним документом, що надає ряд безперечних прав інвестору, а саме: право на прибуток, право на активи, право голосу і переважне право. При чому першочергове право на певний визначений прибуток мають власники привілейованих акцій, тоді як право голосу при цьому не реалізується.

У результаті узагальнення існуючих понять щодо методів і способів оцінки вартості акцій зроблено висновок про те, що вони дозволяють оцінювати вартість діючих компаній, причому при оцінці вартості компанії об'єктами оцінки є вигода акціонерів від володіння фінансовим активом, зокрема акціями компанії. При цьому процес оцінки вартості акції нерозривно пов'язаний з адекватністю і коректністю застосованої методологічної бази оцінки, яка в даний час постійно розвивається.

## Список використаних джерел

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп–Бизнес», 1997. – 1120 с.
2. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Т. 2. – СПб.: Экон. школа, С.–Пет. университет эк–ки и финанс., Высшая школа экономики, 1998. – 669 с.
3. Гроши та кредит: Підручник / Лютий І.О., Версаль Н.І., Любкіна О.В., Рожко О.Д. / К.: Видавничо–поліграфічний центр «Київський університет», 2008. – 545 с.
4. Росс С. и др. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. – С. 522.
5. Фабоцци Ф. Финансовые инструменты. – М.: «ЭКСМО», 2010. – 864 с.
6. Цінні папери: Підручник за ред. Базилевича В.Д. – К.: Знання, 2011. – 1094 с.
7. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: Підручник. – 2–ге вид., стер. – К.: Знання, 2008. – 535 с.

С.Ф. ЛАЗАРЕВА,

к.е.н., заст. завідувача кафедри інформаційного менеджменту,  
М.А. ТКАЧЕНКО,

асpirант кафедри інформаційного менеджменту, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана

## Управління ризиками ІТ-проектів в Україні в сучасних умовах

У статті розглянуто напрями удосконалення процесів управління ризиками ІТ-проектів. Проаналізовано сучасні умови реалізації ІТ-проектів в Україні та запропоновано підхід на основі структурної схеми ризиків, який дозволяє враховувати високу вагу факторів зовнішнього середовища в управлінні ризиками проекту.

**Ключові слова:** проект, ризик, управління, середовище.