

УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ

На правах рукопису

КОСТЮК ОЛЕКСАНДР МИКОЛАЙОВИЧ

УДК 658.15

ПОКРАЩАННЯ ФІНАНСОВОГО СТАНУ ПІДПРИЄМСТВА НА
БАЗІ МЕНЕДЖМЕНТУ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

Спеціальність 08.04.01. - фінанси, грошовий обіг і кредит

Дисертація
на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук



Науковий керівник -
доктор економічних наук,
доцент,
Козьменко Сергій Миколайович

СУМИ - 2001

ЗМІСТ

Стор.

Вступ	3
Розділ 1. Сутність менеджменту структури капіталу підприємств	11
1.1. Аналіз існуючих теорій щодо змісту та цілей менеджменту структури капіталу	11
1.2. Фінансові показники для визначення впливу менеджменту структури капіталу на фінансове становище підприємства	28
1.3. Характеристика фінансової стратегії провідних корпорацій світу щодо менеджменту структури капіталу	34
1.4. Аналіз ефективності менеджменту структури капіталу українських підприємств	59
Розділ 2. Науково-методичні засади покращання ефективності менеджменту структури капіталу	69
2.1. Розробка стратегії управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу	69
2.2. Вдосконалення методів використання інформаційної ефективності ринків з метою залучення інвестиційного капіталу	79
2.3. Розробка стратегії менеджменту додаткової емісії акцій	99
Розділ 3. Стратегія менеджменту структури капіталу на вітчизняному підприємстві	109
3.1. Менеджмент первинного розміщення акцій ВАТ "Інтернафтогазбуд"	109
3.2. Розробка корпоративної фінансової стратегії щодо реструктуризації складу акціонерів	120
3.3. Розробка корпоративної фінансової стратегії на базі менеджменту структури капіталу	131
3.4. Розробка трьохрівневої корпоративної фінансової стратегії	137
Висновки	150
Список використаних джерел	156
Додатки	166

ВСТУП

Стрімке економічне зростання багатьох країн світу та перехід суспільства від індустріального до інформаційного характеризують собою сучасний етап розвитку світових економічних відносин. При цьому, головним чинником, що визначає майбутній успіх країн у покращенні власного економічного стану, є ефективна робота усіх операторів ринку: держави, національних і міжнародних інвесторів, підприємств. Світовий досвід економічного зростання засвідчує, що саме відносини між інвесторами і підприємствами визначають собою розмір економічної цінності. Для того, щоб підприємства були здатні витримувати запити сучасних економічних відносин щодо темпів створення економічної цінності та мати при цьому добрі стосунки з інвесторами, що характеризуються відсутністю асиметрії інформації між менеджерами та акціонерами, необхідне належне фінансування. Саме вибір джерел фінансування власної діяльності підприємств є найбільш актуальним питанням, на яке має бути знайдена відповідь менеджерами. Проблема вибору між боргом та власним капіталом завжди турбувала менеджерів не тільки вітчизняних підприємств, але й їх закордонних колег.

Особливу актуальність для України це питання набуло в умовах ринкових перетворень, які супроводжуються погіршенням фінансового стану підприємств.

На цей час близько 25 % українських підприємств вже є неплатоспроможними, а переважна більшість решти вдається до фінансування власної діяльності за рахунок банківських кредитів, вартість яких зараз в Україні сягає 50 % у національній валюті, а обсяг не вдовольняє потребам. Це значно погіршує реінвестиційні можливості підприємств та негативно відбивається на їх фінансовому стані.

Значно покращити власний стан українські підприємства спроможні за рахунок залучення до цього процесу рядових інвесторів, тобто вийшовши з власними акціями на ринок. А щоб результат цих зусиль менеджерів був найкращим, повинна бути розроблена ефективна концепція управління структурою капіталу підприємства.

Актуальність цієї роботи пояснюється тим, що усі зусилля менеджерів українських підприємств у галузі управління структурою капіталу знецінюються значною за рівнем асиметрією інформації між самими менеджерами та акціонерами. Це провокує появу агентських конфліктів між ними, та негативно позначається на вартості залученого вітчизняними підприємствами акціонерного капіталу, яка сягає 32 %, погіршуючи тим самим реінвестиційні можливості українських підприємств.

Крім того, зараз навіть серед фінансових експертів не існує одностайної точки зору щодо того, яка структура капіталу є більш ефективною та за допомогою якого джерела фінансових ресурсів - боргу чи власного капіталу - підприємствам слід фінансувати власну діяльність.

Аналіз наукових праць таких видатних зарубіжних спеціалістів у галузі менеджменту структури капіталу як К. Гарві, С. Майерса, С. Роса, Ю. Фама підтверджує це твердження.

Змістовне вивчення наукових праць українських вчених, серед яких слід виділити роботи І.О. Бланка, В.Н. Ковальова, О.Н. Коробова, В.О. Мертенса, С.В. Науменкової, Н.О. Олексюка дало змогу окреслити проблематику дослідження, яка полягає у визначенні оптимальної структури капіталу та найбільш ефективних джерел фінансування підприємства.

Дисертаційна робота має тісний зв'язок з тематикою наукових досліджень, які проводить науково-дослідний центр Української академії банківської справи, а сам здобувач працював у дослідній групі, яка займалася дослідженням у галузі корпоративних фінансів за темою

"Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні" (державний реєстраційний № 01996002342).

Результати дисертаційного дослідження були використані у науково-дослідній програмі "Вартість капіталу у країнах з перехідною економікою", яка була ініційована Федеральним резервним банком м. Бостона (США) та успішно завершена під керівництвом професора К. Гарві (університет Дюк, США).

Співпраця з відомими вченими з Бізнес школи університету Дюк (США) К. Гарві та Р. Штулцем, які є керівниками науково-дослідницького центру у галузі корпоративної фінансової стратегії та ціноутворення на фондовому ринку, у рамках зазначеної програми дала змогу отримати аналітичну та теоретичну інформацію, яка була використана для удосконалення результатів дослідження.

Метою дисертаційного дослідження є розробка теоретичних засад трьохрівневої корпоративної фінансової стратегії, як основи ефективного менеджменту структури капіталу і передумови покращання фінансового стану підприємств України.

Відповідно до поставленої мети були визначені наступні завдання дослідження:

- проаналізувати сучасні теоретичні течії у галузі менеджменту структури капіталу;
- проаналізувати поточний стан ринку капіталу України та провести порівняльний аналіз тенденцій його розвитку з історичними тенденціями розвитку більш ефективних ринків світу;
- змістовно дослідити чинники, які здатні впливати на ефективність менеджменту структури капіталу підприємств;
- проаналізувати та порівняти сучасні підходи щодо менеджменту структури капіталу українських підприємств та провідних корпорацій світу;

- визначити основні концепції менеджменту структури капіталу, які були б доцільними для подальшого використання в умовах інформаційно-неефективного ринку України;
- розробити комплексний підхід на базі корпоративної фінансової стратегії та менеджменту асиметричної інформації щодо покращання фінансового стану підприємства.

Об'єктом дослідження є процес управління структурою капіталу підприємств, що мають юридичну форму організації у вигляді відкритого акціонерного товариства.

Предметом дослідження є організація процесу управління структурою капіталу у відкритих акціонерних товариствах.

Для виконання зазначених завдань та досягнення поставленої мети були застосовані наступні методи дослідження, а саме:

- метод спостережень, який полягав у проведенні спостережень за зміною основних показників фінансової діяльності провідних українських підприємств на протязі декількох років та мав на меті визначити коло сигнальних елементів для наступної розбудови ефективної трьохрівневої корпоративної фінансової стратегії;
- метод кореляційного аналізу, за допомогою якого було проведено порівняльний аналіз ефективності сигнальних елементів, які є структурними елементами трьохрівневої корпоративної фінансової стратегії;
- метод симуляційного моделювання, який містився у визначенні найкращої послідовності кроків міжнародного менеджменту інформаційної ефективності ринків ВАТ "Азовсталь" в уявній ситуації.

Наукова новизна дисертаційного дослідження полягає у наступному:

- на основі змістовного дослідження теорій структури капіталу обгрунтовано доцільність використання у фінансовому менеджменті підприємств категорії "управління структурою капіталу", згідно до якої, менеджмент структури капіталу - це комплексне управління складовими структури капіталу з метою зменшення його вартості;
- узагальнено зарубіжний та вітчизняний досвід управління структурою капіталу підприємств в умовах перехідної економіки;
- обгрунтовано та уточнено критерії і вперше на основі узагальнення показників ліквідності, заборгованості та рентабельності розроблено методичні підходи до оцінки ефективності управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу;
- суттєво вдосконалено принципи менеджменту ліквідності акцій на міжнародних фінансових ринках;
- обгрунтовано доцільність використання вітчизняними підприємствами концепції низькорівневого ліверіджу в управлінні структурою капіталу в умовах інформаційно-неефективного ринку України;
- вперше, на основі дослідження зв'язку між рівнем асиметричної інформації на підприємстві та його фінансовим станом, розроблено трьохрівневу корпоративну фінансову стратегію, яка полягає у використанні підприємствами різних за рівнем ефективності складових фінансового менеджменту (статичні сигнальні елементи, сигнальні елементи динаміки структури капіталу та допоміжні сигнальні елементи) з метою повідомлення інвесторів про покращання власного фінансового стану та має своїм фундаментом менеджмент структури капіталу.

З метою створення ефективної корпоративної сигнальної стратегії у роботі запропоновано використовувати такі сигнальні елементи, як високотехнологічні розробки та додаткові випуски акцій, як джерело їх

фінансування. Таким чином, пропонується використовувати власний капітал для фінансування ринкового зростання підприємств

Беручи за основу теоретичні тенденції еволюції менеджменту структури капіталу на провідних ринках світу, а також вже започатковані тенденції на ринку України, були досліджені специфічні для вітчизняного ринку капіталу фактори, що впливають на ефективність менеджменту структури капіталу підприємств та обґрунтовані ті підходи з арсеналу корпоративної фінансової стратегії, які мають собі за мету покращити ефективність менеджменту структури капіталу підприємств.

Практичне значення одержаних результатів дисертаційного дослідження міститься у розробці трьохрівневої корпоративної фінансової стратегії, яка складається з сигнальних елементів, що утворюють сигнальні комплекси, серед яких головну роль відіграє структура капіталу.

Наукові результати, теоретичні положення та висновки дослідження у галузі менеджменту структури капіталу були використані вченими Тілбургського університету (Нідерланди), що складають науково-дослідницьку групу, яка займається питанням менеджменту асиметричної інформації та впливу різних елементів корпоративної фінансової стратегії, у тому числі і менеджменту структури капіталу, на асиметрію інформації між менеджерами та інвесторами.

Результати дисертаційного дослідження привернули до себе увагу таких інвестиційних компаній, як J.P. Morgan та Merryll Lynch, які використали висновки, зроблені у роботі для оцінки перспектив розвитку фондового ринку України.

Трьохрівнева корпоративна фінансова стратегія визвала інтерес у міжнародного інвестиційного фонду Кемпер (США), який планує використати її для оцінки фінансової ефективності тих підприємств, у які має наміри інвестувати фонд.

Висновки та пропозиції, що були зроблені автором в результаті проведеного дослідження можуть бути у подальшому використані для оцінки фінансового стану підприємств та перспектив їх розвитку, визначення рівня асиметричної інформації між менеджерами та акціонерами.

Наукові результати, що запропоновані до захисту, були одержані дисертантом особисто. У роботі:

1. Костюк О.М., Рекуненко І.І. Злиття та поглинання як елемент корпоративної фінансової стратегії // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 2000. – №4. – С. 217-222
особистий внесок здобувача полягає у обґрунтуванні доцільності використання структури капіталу у якості сигнального елементу корпоративної фінансової стратегії;
2. Рекуненко І.І., Костюк О.М. Розвиток ТНК – запорука процвітання економіки країни // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 1999. – №3. – С. 247-249
особистий внесок здобувача полягає у визначенні ролі вартості капіталу на ринку України у процесі прийняття рішення МНК про доцільність виходу на вітчизняний ринок.
3. Хворост В.А., Костюк О.М. Костюк О.М., Хворост В.А. Вплив монетарної політики на становлення та розвиток фондового ринку України // Науковий Вісник Буковинського Державного фінансово-економічного інституту.– 2000. – Випуск 1. – Ч. 1. – С. 53-57
особистий внесок здобувача полягає у визначенні впливу неефективності фондового ринку України на вартість капіталу підприємств.

Основні положення і результати виконаного наукового дослідження були оприлюднені на міжнародній науково-практичній конференції "Міжнародні потоки капіталу в країнах з перехідною економікою" (м.Київ, 2000 р.), міжнародній науково-практичній конференції "Фінансові важелі економічного зростання України на сучасному етапі" (м. Чернівці, 2000 р.), на III Всеукраїнській науково-практичній конференції "Стан і перспективи розвитку банківської системи України" (м.Суми, 2000 р.).

Результати дисертаційного дослідження були апробовані на практиці у ВАТ "Інтернафтогазбуд". Про це свідчить довідка про впровадження № 4 від 6 квітня 2001 р., надана Головою Правління ВАТ "Інтернафтогазбуд" Голіусом М.С.

Крім того, результати дисертаційного дослідження доповідалися автором на науково-дослідницьких конференціях професорсько-викладацького складу Української академії банківської справи.

Результати дисертаційної роботи опубліковані у шести наукових працях загальним обсягом 2,4 д.а. з яких особисто автору належить 1,8 д.а.



РОЗДІЛ 1

СУТНІСТЬ МЕНЕДЖМЕНТУ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВ

1.1. Аналіз існуючих теорій щодо змісту та цілей менеджменту структури капіталу

У третьому тисячолітті світові економічні відносини без сумніву будуть характеризуватися підвищенням вже й так жорсткої конкуренції. При цьому, основним критерієм вибору найкращих серед учасників економічних відносин стане те, наскільки ці учасники, представлені у вигляді великих корпорацій та малих підприємств, встигають за набираючим швидкості науково-технічним прогресом. Звісно, не всі підприємства зможуть вдовольнити запитам ринку щодо технологій виробництва. На ринку залишаться лише найкращі, щоб донести свої науково-технічні досягнення до кінцевого споживача.

Для того, щоб отримати ринкові перспективи, по-перше, потрібно мати дуже стабільне фінансове становище. Це дозволило б прогнозувати свою діяльність на багато років уперед, а по-друге, мати можливість для інвестування у майбутнє, тобто в найбільш перспективні виробництва, які давали б прибуток протягом багатьох років та були б заставою фінансового зростання компанії у майбутньому.

Нажаль, розмір прибутку, який отримують підприємства, не завжди може вдовольнити їх зростаючим запитам щодо інвестування, тому перед менеджерами постає вкрай актуальне питання відносно пошуку найбільш ефективного джерела фінансування діяльності підприємств.

У цьому напрямку особливо важливою вважається розробка такої корпоративної політики щодо фінансового менеджменту, яка б привернула до себе увагу перспективних інвесторів та завдяки якій інвестори дали б згоду на довгострокове інвестування у підприємство. Вчасні інвестиції та вдалий менеджмент структури капіталу, який якраз і здатний підняти імідж підприємства серед інвесторів, є вирішальними чинниками, які будуть впливати на життєздатність підприємства та окреслювати його ринкові перспективи у третьому тисячолітті.

Питання щодо вибору оптимальної корпоративної політики менеджменту структури капіталу дискутується в усьому світі протягом багатьох років. При цьому, постійно створюються нові, більш ефективні підходи щодо менеджменту структури капіталу. Для того, щоб зрозуміти сучасні течії та окреслити майбутні перспективи менеджменту структури капіталу, як способу покращення фінансового стану підприємства, спочатку слід ознайомитись з поняттями, на яких ґрунтується менеджмент структури капіталу, тобто з вартістю та структурою капіталу.

Вартість капіталу має тісний зв'язок з інвестуванням у підприємство. При цьому, підприємство може використовувати як внутрішні джерела фінансування (нерозподілений прибуток), так і зовнішні (позики банку та випуск боргових цінних паперів). Інвестиції, незалежно від свого походження, впливають на вартість капіталу підприємства. Особливо це стосується випуску боргових цінних паперів [2].

Потенційним інвесторам належить вирішити, куди вкладати свій капітал. Звісно, що мета - одержати найвищу можливу віддачу. Щоб визначити, які активи прибуткові, а які ні, інвесторам потрібно мірило, щоб їх порівнювати. Цим мірилом є необхідна ставка доходу [3].

Виходячи з особистих уподобань і умов ринку, інвестори встановлюють сподівану доходність кожного з активів, які вони можуть придбати. Сподівані доходи - це майбутні надходження інвесторам за те, що вони ризикують вкладати гроші у купівлю активів. Якщо сподівана доходність цінних паперів не досягає необхідної ставки доходу, гроші не будуть вкладені. Якщо певні активи принесуть доходи вищі, ніж визначено необхідною ставкою доходу, активи будуть придбані. Наприклад, припустимо, що інвестор вираховує необхідну ставку доходу від інвестиції у 10 %. Якщо трапиться купити цінні папери із сподіваною доходністю у 9 %, інвестор відмовиться від пропозиції їх придбати. Навпаки, цінні папери будуть придбані, якщо вони приносять дохід у 10 %, 11 % і навіть більше. Тобто, вартість капіталу з одного боку визначається інвесторами [6].

Іншим учасником процесу визначення вартості капіталу є підприємство, а саме його керівництво. Тому менеджер фірми, який відповідає за ухвалення інвестиційних рішень, також користується цим показником. Цей показник - необхідна ставка доходу фірми - називається вартістю капіталу. Фірма повинна мати бодай мінімальні доходи, щоб покривати витрати на залучення коштів для фінансування інвестицій, бо інакше ніхто не захоче купувати облігації, привілейовані чи звичайні акції.

Завдання фінансового менеджера - досягти найвищої прибутковості та ефективності активів і водночас підтримувати на найнижчому рівні вартість капіталу, який залучає фірма з різних фінансових джерел. Іншими словами, вартість капіталу - це рівень доходу, який має сплатити фірма інвесторам, щоб спонукати їх ризикувати своїми грошима і купувати цінні папери, випущені фірмою [8, с. 211].

Фактори, які визначають вартість капіталу, включають ризикованість доходів, вагу заборгованості у структурі капіталу, фінансову міцність фірми і те, як інвестори оцінюють цінні папери

фірми. Якщо сподівані надходження і грошовий потік мінливі, заборгованість висока, фірма не має міцної фінансової репутації, інвестори купуватимуть цінні папери тільки тоді, коли інвестиційний ризик буде компенсовано високими доходами. Навпаки, постійно зростаючі доходи, низька заборгованість і добра фінансова репутація фірми дають їй змогу випускати акції та облігації із мінімальними витратами [24].

Безперечно, вартість капіталу впливає на вартість фірми. Висока вартість капіталу, яка має назву ставки дисконту, звичайно означає низьку оцінку цінних паперів. Низька ставка дисконту означає високу оцінку акцій і облігацій фірми. Але при цьому, занадто висока дисконтна ставка робить проблематичними вчасні виплати дивідендів, якщо фірма не має достатньо прибутку для цього.

В результаті, це може призвести до протилежного результату - оцінка фірми інвесторами погіршується, при цьому зростає вартість капіталу та зменшується її ринкова вартість.

Тому, визначення вартості капіталу - це не одномоментний, а послідовний процес дискусування між фірмою та інвесторами навколо визначення оптимального для обох сторін співвідношення між ризиком та доходом від інвестицій.

Процес дискусії між менеджерами та інвесторами щодо визначення оптимальної вартості капіталу супроводжується змінами у структурі капіталу підприємства.

Структура капіталу - це джерела коштів, залучених підприємством з метою фінансування власної діяльності. Структура капіталу зафіксована у правій частині балансу, де показано основні джерела фінансових ресурсів. Здебільшого на ці джерела посилаються як на капіталізацію фірми і вони складаються з довгострокової заборгованості, боргових цінних паперів, випущених фірмою та власного капіталу.

Коли розглядається капіталізація підприємства, важливо вирахувати відношення заборгованості до загальної капіталізації підприємства. Цей показник вказує на співвідношення боргів та власного капіталу, залученого підприємством [7]. Підприємство має підтримувати певний баланс між заборгованістю і власним капіталом. Надлишок боргів може підвищити ризик фінансової стабільності підприємства, похитнути впевненість інвесторів щодо спроможності підприємства розрахуватися із своїми кредиторами. Це, у свою чергу, може підвищити вартість капіталу та погіршити загальний фінансовий стан підприємства [64, с. 218].

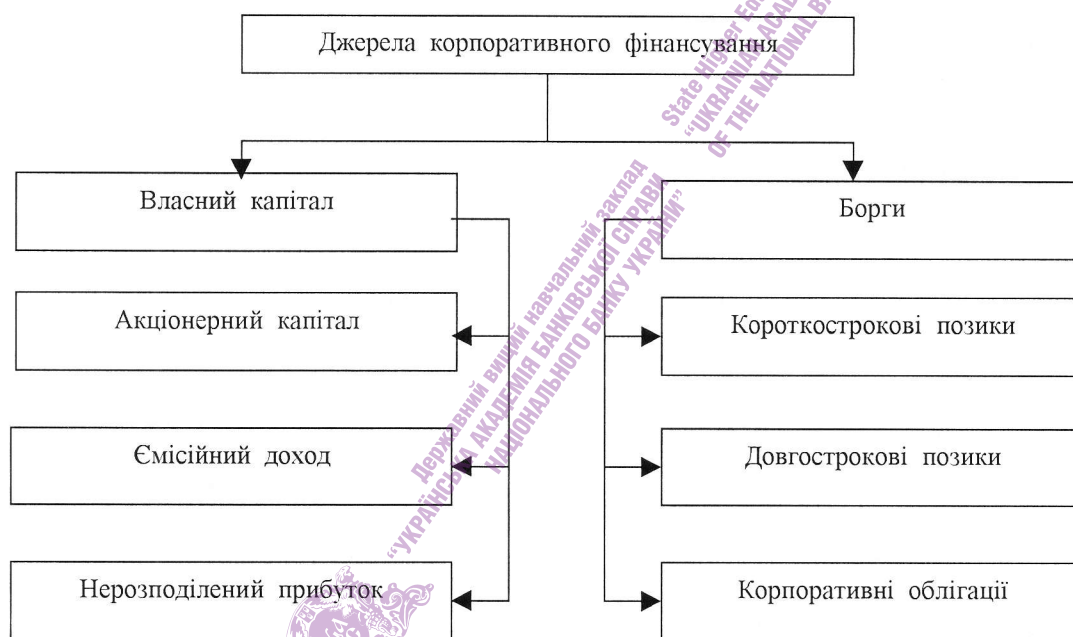


Рис. 1.1. Корпоративна структура капіталу

До певної межі фінансування за рахунок боргів може бути вигідним підприємству, бо воно забезпечує фінансовий ліверідж. Відсотки, які сплачуються кредиторам за користування запозиченим капіталом, позитивно впливають на зменшення корпоративних податків, а це збільшує чистий дохід компанії на акцію, що може бути поштовхом для заохочення інвесторів вкладати капітал у підприємство. При цьому, компанія не отримала б такий чистий дохід

на акцію, якщо фінансувала свої інвестиційні проекти лише за рахунок випуску акцій [66].

Іншими словами, беручи у борг, підприємство отримує вищі доходи, поки віддача від позичених коштів більша за відсоток, який потрібно сплатити за їх використання. Таке зростання чистих доходів на акцію називається фінансовим ліверіджем та є одним з основних індикаторів ефективності фінансової діяльності компанії, на який звертають увагу інвестори, приймаючи рішення про те, куди їм інвестувати свій капітал [97].

Фінансовий ліверідж має справу з використанням боргових цінних паперів для фінансування інвестиційних проектів. Він визначається співвідношенням між доходом до сплати процентів та податків та доходом на акцію [98, с. 338]. Коли компанія бере у борг, вона зобов'язується сплатити проценти і в майбутньому погасити суму боргу. Ці проценти вираховуються з доходу, який оподатковується, тому інвестори отримують більше інвестиційного доходу.

Історія досліджень у галузі менеджменту структури капіталу починається з кінця 50-х рр. XX ст. з теорії структури капіталу М.Міллера і Ф.Моділіані (теорія ММ).

У цій теорії М.Міллер і Ф.Моділіані вводять поняття арбітражу, тобто визначення різниці у вартості капіталу на двох різних ринках. Вони доходять висновку, що вартість капіталу двох корпорацій, які відрізняються за структурою капіталу, однакова. Інакше інвестори продавали б цінні папери тієї корпорації, вартість капіталу якої нижча, і, навпаки, купували б цінні папери корпорації, вартість капіталу якої вища. Але закони ринкової економіки наголошують на тому, що ціни на різних ринках зрівноважуються внаслідок намагання інвесторів одержати високий прибуток. Цю першу модель М.Міллера-Ф.Моділіані називають "моделлю за нульових податків" [122].

На практиці усі корпорації сплачують податки. У цьому випадку структура капіталу стає важливим фактором, впливаючим на життєздатність корпорації. Теоретично оптимальним варіантом є структура капіталу, що на 100 % складається із боргу, оскільки відсотки за кредитами та корпоративними облігаціями звільняються від податків, а весь прибуток, як розподілюваний, так і не розподілюваний, оподатковується. Далі М.Міллер ускладнює модель, вводячи до неї особисті (приватні) прибуткові податки [124].

Фундаментом теорії структури капіталу ММ є формула для розрахунку середньозваженої вартості капіталу, яка має наступний вигляд:

$$WACC = Kd \times (1-t) \times (D/D+B+E) + Kb \times (1-t) \times (B/D+B+E) + Ke \times (E/D+B+E), \quad (1.1)$$

де $WACC$ - середньозважена вартість капіталу;

D - частка банківських позик у структурі капіталу;

E - частка акцій (звичайних та привілейованих) у структурі капіталу;

B - частка корпоративних облігацій у структурі капіталу;

Kd - вартість банківських позик;

Kb - вартість корпоративних облігацій;

$1-t$ - ставка податку на прибуток.

Формула 1 враховує усі можливі джерела фінансування діяльності підприємства та підкреслює відомий висновок ММ відносно оптимальної структури капіталу, яка повинна складатися виключно з боргу.

Якщо на підприємстві має місце запропонована структура капіталу, яка на 100 % складається з боргу, тобто підприємство вдається до використання корпоративних облігацій або банківських позик у якості джерела фінансування власної діяльності, то формула для розрахунку середньозваженої вартості капіталу приймає наступний вигляд:

$$WACD = Kd \times (D/D+B) + Kb \times (B/D+B), \quad (1.2)$$

де $WACD$ - середньозважена вартість боргу;

D - частка банківських позик у структурі капіталу;

B - частка корпоративних облігацій у структурі капіталу;

Kd - вартість банківських позик;

Kb - вартість корпоративних облігацій.

У випадку використання менеджерами підприємства лише боргу, стратегія менеджменту структури капіталу має назву високорівневого ліверіджу. Саме такої стратегії управління структурою капіталу на думку ММ повинні притримуватися менеджери підприємства, щоб максимально ефективно використати можливості для його ринкового зростання.

Таким чином, згідно до теорії структури капіталу М.Міллера та Ф.Моділіані, менеджмент структури капіталу - це управління елементами структури капіталу з ціллю зменшення впливу корпоративних податків на прибуток.

Гіпотеза ММ піддавалася критиці з боку як теоретиків, так і практиків. Вони зазначали, що головним недоліком концепції є ігнорування умов фінансового ринку, які створюються протягом певного періоду часу. На їхню думку, необхідно брати до уваги: по-перше, брокерські витрати, які впливають на арбітраж; по-друге, умови ризику, оскільки кошти у борг отримуються за ставкою з урахуванням ризику; по-третє, основні податкові умови (ставки, пільги), які не можуть бути однаковими для фірм; по-четверте, витрати корпорацій, що пов'язані із спадами фінансової активності, банкрутствами і вартістю послуг агентів на ринку [81].

На основі критичних зауважень були зроблені поправки до теорії ММ. Головні з них пов'язані із спадами у розвитку підприємства та витратами на сплату послуг агентів.

Будь-яка з корпорацій, як велика, так і дрібна, може увійти у смугу фінансових ускладнень, які за певних обставин призведуть до банкрутства. У таких випадках корпорація буде нести фінансові витрати, спрямовані на подолання фінансових проблем. Особливо високими є витрати, пов'язані з банкрутствами, які включають у себе розрахунки з фінансовими установами за отримані позики, виплату відсотків власникам корпоративних облігацій, розрахунки з акціонерами у вигляді готівкових дивідендів і т.і. За даними американського економіста Е.Альтмана, такі витрати часто перевищують 20 % вартості корпорації [103, с.318].

Фінансові потрясіння відбуваються у тих випадках, коли корпорація має великий борг. Корпорація із структурою капіталу, де висока частка заборгованості, не спроможна сплатити в строк відсотки за боргом, втрачає власну ліквідність, що вкрай негативно позначається на можливості одержати нові позики для поліпшення фінансового стану, фінансування перспективних інвестиційних проектів та, як результат, отримання конкурентних переваг на ринках товарів та послуг.

Корпорації без боргів взагалі або з незначною часткою боргу у структурі капіталу, як вважають критики теорії структури капіталу Ф.Моділіані-М.Міллера, не можуть мати серйозних фінансових ускладнень [105, с. 511].

Із цього положення вони роблять висновок, що чим більше корпорація використовує для фінансування своєї діяльності позики, тим більша можливість зменшення прибутків (прибутку до сплати відсотків та податків та чистого прибутку), що тягне за собою фінансові потрясіння, і, нарешті, тим вища ймовірність зростання витрат, які буде нести корпорація, щоб вийти з кризового стану.

Залежність суми витрат від розміру боргів ілюструється даними таблиці 1.1.

Таблиця 1.1

Залежність вартості фінансових потрясінь від розміру боргів
корпорації [105, с. 509]

Характерні риси фінансових потрясінь	Розмір боргу у структурі капіталу протягом періоду часу, який передував банкрутству корпорації, млн. дол.				
	0	5	10	20	30
Ймовірність банкрутства, %	0,0	0,05	0,15	0,5	0,95
Теперішня вартість очікуваних витрат, пов'язаних з фінансовими потрясіннями, млн. дол.	0	0,25	0,75	2,5	4,75

Як показують дані таблиці 1.1, зростання ймовірності фінансових потрясінь зменшує поточну вартість корпорації і підвищує її очікувані витрати. Щоб зрозуміти це становище, припустимо, що корпорація несе витрати у 7 млн. дол., які пов'язані із фінансовими потрясіннями. Поточна вартість корпорації до моменту можливого банкрутства становить 5 млн. дол.

У подальшому ймовірність фінансових потрясінь підвищується по мірі зростання боргу, викликаючи збільшення очікуваної поточної вартості фінансових потрясінь. Вона зростає з нуля за нульового боргу до 4,75 млн. дол. за боргу у 30 млн. дол.

Таким чином, слід зробити висновок, що Е.Альтман наголошував на тому, що менеджмент структури капіталу - це управління елементами структури капіталу з ціллю зменшення ризику банкрутства підприємства.

Вивчення поведінки корпорацій в умовах фінансових потрясінь звісно не могло дати чіткого уявлення про те, яким же чином

корпорації повинні робити вибір на користь конкретного джерела фінансування.

На початку 60-х рр. Г. Дональдсон (Гарвардський університет) розробив ряд положень, які керівники корпорацій могли б використовувати під час прийняття фінансових рішень. Вони полягали в наступному:

- корпорації мають насамперед використовувати внутрішні джерела фінансування: нерозподілений прибуток та амортизацію;
- при визначенні частки прибутку, що спрямовується на виплату дивідендів, необхідно виходити з можливостей майбутніх інвестицій та майбутніх грошових потоків. За нормальних умов частка прибутку, що розподіляється, повинна бути на такому рівні, щоб забезпечити фінансування інвестицій за рахунок нерозподіленого прибутку та амортизації;
- дивіденди характеризуються певною жорсткістю, особливо в короткостроковому періоді, тобто їх неможливо значно зменшити або підвищити. Тому корпорації в будь-якому році, залежно від реальних грошових потоків і можливостей інвестування, можуть користуватися додатковими внутрішніми фондами або поповнювати їх;
- якщо виникає необхідність у залученні зовнішніх джерел, то має бути визначена така послідовність: банківські позички, випуск конвертованих облігацій і тільки в останню чергу - випуск нових акцій [95, с. 80].

Концепція Г. Дональдсона дістала назву “субординація джерел” (pecking order).

Концепція робить наголос на тому, що коли у компанії недостатньо грошових потоків для інвестування з метою збільшення своєї ринкової

вартості та максимізації акційної цінності, то тоді компанія вдається до зовнішніх запозичень. Цінні папери випускаються лише у тому випадку, коли зовнішні запозичення підвищують вірогідність фінансової кризи на підприємстві.

Наступна формула використовується прихильниками теорії субординації джерел, щоб визначити дефіцит коштів для інвестування:

$$CD = CF - (IP + DC + EC), \quad (1.3)$$

де CD - дефіцит коштів для інвестування;

CF - грошові потоки;

IP - інвестиційні проекти;

DC - вартість боргу;

EC - вартість власного капіталу.

При цьому, основна теза концепції субординації джерел приймає наступний вигляд:

$$CD = CF - (IP + DC1 + DC2 + EC), \quad (1.4)$$

де CD - дефіцит коштів для інвестування;

CF - грошові потоки;

IP - інвестиційні проекти;

$DC1$ - вартість короткострокового боргу;

$DC2$ - вартість довгострокового боргу;

EC - вартість власного капіталу.

Зважаючи на вищезгадану тезу, Г. Дональдсон пропонує збільшувати розмір власного капіталу за рахунок випуску цінних паперів тільки у тому випадку, коли фінансовий ліверідж, тобто частка боргів у структурі капіталу компанії, сягає відчутно високого рівня [95].

У випадку, коли фінансовий ліверідж компанії відчутно зменшується, тобто коли $FL < 1$, Г. Дональдсон пропонує компанії

зменшувати частку власного капіталу за рахунок викупу акцій, які знаходяться в обігу. Хоча це не є дешевим підходом до менеджменту структури капіталу завдяки тому, що акції викупаються за ринковою ціною, але за достатніх грошових потоків ця операція є доволі безпечною для компанії, яка здатна не тільки подбати про своє власне майбутнє, але й забезпечити зростання акційної цінності. До того ж, викуп акцій компанією є дуже відчутним стимулом для зростання попиту на її акції, які залишилися в обігу. Це можна пояснити тим, що викуп акцій призводить до зменшення їх пропозиції, що за законами попиту та пропозиції, а також формування ціни на активи на фондовому ринку, неодмінно повинно дати поштовх для зростання курсу акцій компанії [129].

Таким чином, Г. Дональдсон зробив наголос на тому, що менеджмент структури капіталу - це управління елементами структури капіталу з метою її оптимізації.

На основі зіставлення теорій М. Міллера-Ф. Моділіані та Г. Дональдсона була розроблена теорія, яка отримала назву теорії асиметричної інформації. Автором цієї теорії став визначний фахівець у галузі корпоративних фінансів С. Майєрс. Ця теорія ґрунтується на тому, що керівники корпорації мають повнішу інформацію, ніж інвестори. На думку, С. Майєрса, "субординація джерел" відвертала адміністрацію корпорації від досягнення головної мети - оптимізації вартості капіталу. Процес прийняття рішень концентрується на показниках нерозподіленого прибутку (верхня планка) і випуску нових облігацій (нижня планка) [129].

Альтернативна концепція передбачала, що всі учасники прийняття бізнесових рішень володіють однаковою інформацією і будь-які зміни у прибутках корпорації є випадковими.

Тому керівники корпорації можуть інформувати про свою діяльність інших учасників економічних відносин шляхом прийняття

рішень. Якщо такі рішення приносять добрі новини, то інвестори платитимуть за акції корпорації більше.

С. Майерс та С. Рос зазначають, коли компанія здійснює випуск акцій, або збільшує інвестиції та підвищує дивіденди, ціна її акцій на фінансовому ринку зростає [70, с. 371].

З іншого боку, коли дивіденди зменшуються або інвестиції скорочуються, а корпорація залучає нові джерела для фінансування своєї діяльності, то ціна її акцій падає. Необхідно підкреслити, що падає ціна здебільшого звичайних акцій або боргових зобов'язань, які конвертуються, порівняно з прямим боргом або привілейованими акціями [69].

Це пояснюється тим, що корпорації випускають акції у свої кращі часи, тобто коли вони розраховують на вищу ринкову ціну, ніж власні оцінки вартості капіталу, тобто коли співвідношення між ринковою ціною та доходами на акцію фіксується на найвищій позначці. При цьому, корпорація досягає головної мети фінансової діяльності - максимальної власної ринкової вартості за найнижчої вартості капіталу [74].

На думку С. Майерса, менеджмент структури капіталу - це управління елементами структури капіталу з метою зменшення асиметрії інформації між менеджерами та акціонерами.

Теорія асиметричної інформації на думку багатьох фінансових аналітиків сучасності є найбільш вдалою теорією структури капіталу. Це тому, що саме ця теорія на відміну від інших торкнулася такого питання, як вплив інформації на ринку капіталу, її якості, обсягу та змісту на ринкову вартість компанії.

З урахуванням зазначених переваг та недоліків досліджених теорій структури капіталу, пропонується у подальшому використовувати наступне визначення менеджменту структури капіталу.

Менеджмент структури капіталу - це управління елементами структури капіталу з метою зменшення його вартості.

Серед інших цілей, які несе у собі менеджмент структури капіталу слід виділити наступні:

- 1) збільшення ринкової вартості підприємства;
- 2) збільшення акційної цінності;
- 3) покращення ліквідності;
- 4) запобігання та протидія спробам деяких операторів фондового ринку спекулювати акціями підприємства та розхитувати його фінансову стабільність;
- 5) створення умов, щоб спонукати перспективних інвесторів робити довгострокові інвестиції у підприємство.

С. Майерс був перший з вчених, хто наважився торкнутися такого комплексного питання, як інформаційна ефективність. Але слід зауважити, що він був не останній, хто зробив вдалу спробу відповісти на вкрай важке питання, а саме, яка інформація, у якому обсязі та якої якості має найбільший вплив на інвесторів. Одним з його однодумців та послідовників став С. Рос, який винайшов арбітражну теорію оцінки активів.

На відміну від теорії оцінки активів В. Шарпа (Модель оцінки активів), С. Рос зауважував на тому, що інвестори мають різну інформацію щодо прийняття інвестиційних рішень.

Як результат, кожен інвестор приймає своє рішення щодо оцінки активів по різному. Значить не існує універсального, фіксованого інвестиційного портфеля, який би приносив його власнику найбільший дохід. Це, у свою чергу, збільшує ризик фінансових втрат інвесторів від інвестування капіталу у цінні папери.

Тому усі без виключення інвестори прагнуть зменшити цей ризик [136].

За С. Росом, можливість використання інформації інвесторами для того, щоб збільшити власний дохід та зменшити ризик називається арбітражем [147, с. 496].

"Світ арбітражу", як назвав С. Рос нову епоху у розвитку ринку капіталу, заставляє менеджерів компанії проводити дослідження у галузі доходу та ризику. Ці дослідження включають у себе аналіз грошових потоків, вартості капіталу, а також ідеосинкратичну інформацію, наприклад, самопочуття головних менеджерів компаній, приховані найкращі якості товарів та послуг та інше. Спеціалісти з арбітражу шукають навіть найменшої можливості для арбітражу з ціллю зменшення ризику фінансових втрат [87].

Чим менша можливість арбітражу на ринку, тим більше він притягує до себе інвесторів з усіх куточків світу. В таких умовах, компанії, які діють на цьому ринку мають прекрасні можливості для покращення асиметрії інформації, тобто довести взаємопорозуміння із своїми інвесторами майже до ідеального, що неодмінно призведе до зростання ринкової вартості компанії. Саме такий ринок має назву інформаційно-ефективного. Інформація на такому ринку знаходить своє відображення у зміні ринкової ціни акцій дуже швидко [72].

Рівень інформаційної ефективності залежить від багатьох чинників. Перший з них, це ліквідність ринку. Чим вища ліквідність ринку та цінних паперів на ньому, тим вища його інформаційна ефективність [82]. Швидкість втілення інформації у ринковій ціні акцій залежить від можливостей інвесторів створювати попит та пропонувати акції на ринку. Другий фактор - психологічний, тобто присутність на ринку як можливо більшої кількості інвесторів, здатних приймати інвестиційні рішення, беручи за основу економічно виважені підходи [85].

Наприклад, якщо інвестори почули інформацію про фондовий колапс в Індонезії, то вони можуть поводитися у двох напрямках. Вони

піддадуться паніці, яка спричинена можливими фінансовими втратами інвестованого капіталу, як результат фондового колапсу, або, впершу чергу, проаналізують, спираючись на економічні твердження, можливі наслідки ситуації, а вже потім стануть приймати рішення.

Інформаційно-неефективний ринок може переоцінити як погані, так і добрі новини, і це не тому, що швидкість розповсюдження інформації на такому ринку дуже низька, а тому, що добре виважені економічні рішення інвесторів не превалюють на ринку.

Високоефективний інформаційний ринок надає деякі переваги як для компаній, так і для інвесторів, оперуючих на ньому. Аргументами на користь високоефективного інформаційного ринку є:

- ринкова ціна акцій не відхиляється відчутно від дійсної економічної ціни, якщо спеціалісти з арбітражу використовують навіть найменше її відхилення;
- інформаційно-ефективний ринок підвищує ліквідність акцій компаній, які діють на ньому. Це тому, що інвестори вірять у те, що ринкова ціна акцій вміщує у собі усю суспільну інформацію, тому інвестори не переймаються над тим, чи не платять вони забагато за акції;
- спеціалісти з арбітражу збільшують ліквідність активів для інвесторів, які бажають купити або продати акції.

Поведінка менеджерів корпорацій на ринках з різним рівнем інформаційної ефективності може досить зрозумілою для інвесторів. Вочевидь, що висока інформаційна ефективність ринку не дає жодного шансу менеджерам ошукати інвесторів, надавши їм неправдиву інформацію щодо дійсного стану корпорації, тому що висока інформаційна ефективність ринку не дає змоги менеджерам тримати у секреті від інвесторів інформацію про дійсний стан корпорації або навіть задекорувати її.

В результаті, це призводить до того, що менеджери роблять все можливе, щоб дійсно покращити свою ринкову ефективність, а ринок входить до стадії жорсткої конкуренції, яка найкращим чином позначається на розвитку економіки країни [107].

Слід відмітити, що менеджери корпорацій незважаючи на жорстоку конкуренцію на ринку, все ж мають одну суттєву перевагу перед своїми колегами, які діють на низькоефективних ринках. Ця перевага полягає у тому, що висока інформаційна ефективність ринку збільшує ефективність рішень, за допомогою яких менеджери повідомляють інвесторів про фінансовий стан компанії. Чим швидше інформація як найкращої якості доходить до інвесторів на ринку, тим швидше вони почнуть діяти у відповідь, тобто, тим скоріше ринкова ціна акцій компанії почне зростати [145].

Це стосується також і рішень у галузі менеджменту структури капіталу, тому чим вища інформаційна ефективність ринку, тим вища ефективність менеджменту структури капіталу компанії.

1.2. Фінансові показники для визначення впливу менеджменту структури капіталу на фінансове становище підприємства



На цей час провідні корпорації світу використовують декілька груп показників для визначення ефективності впливу управління структурою капіталу на фінансовий стан корпорації, а саме:

- показники ліквідності;
- показники платоспроможності;
- показники рентабельності.

Найкращим чином про вплив менеджменту структури капіталу на ліквідність підприємства свідчить поточний коефіцієнт.

Поточний коефіцієнт - це співвідношення між поточними активами та поточними зобов'язаннями. Формула для розрахунку поточного коефіцієнту має наступний вигляд:

$$CR = CA / CL, \quad (1.5)$$

де CR - поточний коефіцієнт;

CA - поточні активи;

CL - поточні зобов'язання.

Поточний коефіцієнт визначає приблизну межу безпечності компанії за її можливістю відповідати за короткостроковими зобов'язаннями. Цей коефіцієнт змінюється залежно від галузі та типу компанії. Для промислової компанії може бути прийнятним коефіцієнт, який дорівнює двом, а для компаній, що надають комунальні послуги цілком може бути прийнятний коефіцієнт, який рівняється одиниці, бо вони можуть точно передбачити надходження коштів за послуги і мають низьку поточну заборгованість. Тобто розмір поточних активів може бути меншим за розмір поточних зобов'язань у випадку мінімізації ризиків, пов'язаних з надходженням коштів від реалізації товарів та послуг.

Якщо компанія фінансує власну діяльність за рахунок власного капіталу, а не боргу, то це може призводити до збільшення поточних активів, при цьому поточні зобов'язання не збільшуються. Тобто фінансування діяльності корпорації за рахунок власного капіталу здатне покращити ліквідність підприємства.

Поточний коефіцієнт не відображає мобільності капіталу фірми. Компанія, у якої є значні кошти на рахунках та багато цінних паперів, що швидко реалізуються, буде більш ліквідна, ніж та компанія, у якої накопичено великі товаро-матеріальні запаси.

Інший коефіцієнт групи показників ліквідності, коефіцієнт "кислотного тесту". Цей коефіцієнт не враховує товаро-матеріальних запасів, а має справу з легко конвертованими у гроші активами, тому

коефіцієнт "кислотного тесту", або миттєвий показник, визначає, чи спроможна фірма у разі падіння її товарообігу відповісти за своїми зобов'язаннями перед кредиторами. Для розрахунку цього коефіцієнту використовується наступна формула:

$$RAT = (CA - I) / CA, \quad (1.6)$$

де RAT - коефіцієнт "кислотного тесту";

CA - поточні активи;

I - товаро-матеріальні запаси;

CL - поточні зобов'язання.

Для фінансування власної діяльності компанія може позичати кошти. У такому випадку, вона зобов'язується сплатити борг у певний проміжок часу. Для цього у неї повинно бути достатньо прибутку.

Одним із шляхів визначення кредитоспроможності компанії є аналіз показників заборгованості. До показників заборгованості відноситься коефіцієнт заборгованості. Коефіцієнт заборгованості показує, який відсоток активів компанії фінансується за рахунок боргу. Чим нижче значення цього показника, тим вища фінансова стабільність компанії. Цей показник розраховується наступним чином:

$$RI = L / A, \quad (1.7)$$

де RI - коефіцієнт заборгованості;

L - всього боргових зобов'язань;

A - всього активів.

Інший показник заборгованості, показник фінансового ліверіджу показує співвідношення довгострокової заборгованості до власного капіталу компанії та розраховується наступним чином:

$$FL = LTD / E, \quad (1.8)$$

де FL - фінансовий ліверідж;

LTD - довгострокова заборгованість;

E - власний капітал.

Як правило, компанії галузей, де може бути забезпечена стабільна виручка від реалізації продукції можуть мати високий показник фінансового ліверіджу. Це відноситься до енергогенеруючих компаній, так як їх клієнти вчасно сплачують рахунки. Тому такі компанії віддають перевагу у фінансуванні власної діяльності корпоративним облігаціям, тому що знають, що будуть мати достатньо коштів для сплати фіксованого доходу за облігаціями.

Компанії тих галузей, що не відзначаються стабільністю прибутків, як правило випускають для фінансування власної діяльності акції, на які не обов'язково потрібно сплачувати відсотки у період падіння корпоративних прибутків. Важливо також знати у якій мірі корпорація здатна сплатити проценти за свої борги. Для цього використовується коефіцієнт кратності процентів, який показує, чи достатньо операційний дохід корпорації (ОІ) покриває проценти за боргами корпорації. Формула для його розрахунку є наступною:

$$IMR = OI / I, \quad (1.9)$$

де IMR - коефіцієнт кратності процентів;

OI - дохід до сплати процентів та податків;

I - сума процентів за рік.

Високий показник свідчить про небезпечне фінансове становище корпорації, бо за спаду ділової активності ОІ буде нижчий за суму процентів до сплати, а це призведе до затримки платежів та неплатоспроможності.

Наступною групою показників, які свідчать про вплив менеджменту структури капіталу підприємства на його фінансовий стан є показники рентабельності.

Коефіцієнт чистого прибутку тісно пов'язаний із менеджментом структури капіталу, тому що у чисельнику формули знаходиться чистий прибуток, який може зростати у випадку зменшення обсягу процентів

за користування кредитами банків або корпоративними облігаціями. Коефіцієнт чистого прибутку розраховується наступним чином:

$$NIR = NI / S, \quad (1.10)$$

де NIR - коефіцієнт чистого прибутку;

NI - чистий прибуток після утримання податків;

S - виручка від продажу товарів.

Коефіцієнт чистого прибутку є найбільш важливим у процесі визначення загальної ефективності корпорації, тому що він враховує вартість капіталу, залученого корпорацією.

Коефіцієнт окупності власного капіталу показує акціонерам прибутковість вкладеного ними у підприємство капіталу. Загалом, чим вища окупність, тим привабливіші акції. Для розрахунку коефіцієнту окупності власного капіталу використовується наступна формула:

$$ROE = NI / E, \quad (1.11)$$

де ROE - коефіцієнт окупності власного капіталу;

NI - чистий прибуток;

E - власний капітал.

Коефіцієнт окупності інвестицій був запроваджений корпорацією Дю Пон ще у 20-х рр. ХХ-го ст. з метою визначення ефективності використання активів, які були придбані провідною корпорацією світу для виробництва нових товарів та надання послуг. Зараз він використовується багатьма корпораціями для порівняння чистого доходу із загальною сумою активів та розраховується наступним чином:

$$ROA = NI / A, \quad (1.12)$$

де ROA - коефіцієнт окупності інвестицій;

NI - чистий прибуток;

A - активи.

Для ефективного фінансування діяльності підприємства повинні враховуватися показники, які мають відношення до ринкової вартості корпорації, бо саме ринкова вартість корпорації є саме тим показником, що впливає на можливість корпорації фінансувати власні фінансові потреби за рахунок емісії корпоративних цінних паперів.

До показників ринкової ефективності корпорації відносяться:

- ринкова вартість корпорації;
- відношення курсу акції до доходу на акцію.

Ринкова вартість корпорації може зростати у випадку, якщо зростає курс акцій, або збільшується кількість акцій в обігу. Збільшення кількості акцій в обігу можливе лише тоді, коли підприємство здійснює додаткову емісію акцій.

$$CMV = SP \times NSO, \quad (1.13)$$

де CMV - ринкова вартість корпорації;

SP - курс акцій корпорації;

NSO - кількість акцій в обігу.

Відношення курсу акції до доходу на акцію (P/E), а саме його високе значення свідчить про те, що акції є акціями "росту". Низьке значення показників свідчить про те, що акції є акціями "вартості", тобто недооціненими ринком акціями. Якщо акції є недооціненими, то компаніям не рекомендується випускати додаткові акції в обіг, у такому випадку їм рекомендується викупати власні акції з обігу.

Головним індикатором покращення ефективності менеджменту структури капіталу підприємства є курс акцій. Підвищення курсу акції підприємства свідчить про покращення ефективності менеджменту структури капіталу та створює добрий фундамент для подальшого ринкового зростання підприємства.

1.3. Характеристика фінансової стратегії провідних корпорацій світу щодо менеджменту структури капіталу

Однією з компаній, які дотримуються стратегії низькорівневого ліверіджу, тобто фінансують власну діяльність переважно за рахунок акцій та мають прекрасні перспективи для майбутнього ринкового зростання, є відомий американський виробник комп'ютерної техніки корпорація Делл (Dell).

На думку поважного видання Форчун, за результатами діяльності протягом 1998 р. компанія Делл була названа четвертою серед американських компаній за популярністю серед інвесторів на ринку капіталу США [148, с. 95]. Лише за 14 років з моменту свого заснування у 1984 році, компанія Делл стала третьою за розміром ринкової частки на світовому ринку комп'ютерної техніки, збільшивши її з 0,3 % у 1988 р. до 8,6 % на початку 1999 р. [10, с.4].

Ринкове зростання стало можливим завдяки дуже виваженій політиці у галузі фінансового менеджменту та менеджменту структури капіталу.

Таблиця 1.2 містить у собі дані, які дають чітке уявлення про фінансовий стан та усі аспекти ринкового зростання корпорації Делл протягом 1994-1999 рр.

Посилаючись на річний звіт корпорації Делл, основною із причин збільшення економічної цінності компанії, втіленої у ринковій ціні акції, було відчутне зростання показника окупності інвестованого капіталу, який в 1998 р. дорівнював 195 % [10, с. 7].

На думку фінансових менеджерів компанії саме показник окупності інвестованого капіталу є найбільш об'єктивним свідченням створення акційної цінності.

Фінансові показники діяльності компанії Делл за період з 1994 по 1998 рр. [55, с. 29]

Фінансові показники	Фінансові показники за роками				
	1994	1995	1996	1997	1998
Ринкова капіталізація, млрд. \$	1,65	2,57	11,43	31,995	127,11
Ринкова ціна акції, \$	0,65	0,86	4,13	12,13	50
Балансова вартість акції, \$	0,25	0,32	0,29	0,5	0,91
Фінансовий ліверідж, %	14,0	10,36	2,1	1,3	18,0
Доход на акцію, \$	0,05	0,08	0,17	0,32	0,53
Окупність інвестованого капіталу, %	37	39	85	186	195
Окупність власного капіталу, %	22,8	27,9	65,9	73	63
Окупність активів, %	9,35	12,6	17,7	22,1	21,2
Показник Р/В*	2,6	2,68	14,24	24,26	54,9
Показник Р/Е**	13	10,75	24,3	37,9	94,3
Показник Е/Р***	0,077	0,093	0,041	0,026	0,0106
Р/С****	0,46	0,49	1,49	2,58	6,94
Коеф. операційного прибутку, %	7,1	7,1	9,2	10,7	11,2
Коеф. чистого доходу, %	4,3	5,1	6,7	7,7	8,0
Поточний коеф.	1,96	2,2	1,66	1,45	1,72
Коеф. кислотного тесту	1,42	1,46	1,36	1,23	1,43
Ринкова частка, %	3	3	4	5,9	8,6

*Р/В = ринкова ціна акції / балансова ціна акції.

**Р/Е = ринкова ціна акції / дохід на акцію.

***Е/Р = дохід на акцію / ринкова ціна акції.

****Р/С = ринкова ціна акції / продажі на акцію.

Цей показник набув особливого значення для корпорації Делл тому, що ось уже протягом останніх 15 років з моменту свого заснування компанія ще не разу не виплачувала дивіденди у грошовій формі своїм акціонерам [55, с. 31]. А як відомо, що саме розмір дивідендів є виміром створення акційної цінності, тобто збагачення акціонерів. До того ж, дивіденди виконують так звану сигнальну функцію, тобто повідомляють інвесторів про ефективність компанії, що збільшує її оцінку в очах інвесторів та стимулює зростання курсу її акцій [141].

Вмовивши своїх акціонерів не отримувати дивіденди у грошовій формі, а направляти їх на реінвестування, тобто зміцнення свого ринкового положення на ринку, компанія втрачала можливість повідомляти ринок за допомогою дивідендів про свою зростаючу ефективність з ціллю збільшення своєї ринкової вартості. Але з іншого боку, 100 % реінвестування дивідендів протягом досить довгого періоду часу збільшувало перспективи ринкового зростання компанії. Розглянемо, яким чином компанія вийшла з такої ситуації.

По-перше, менеджери компанії Делл на зібранні акціонерів ось уже починаючи з 1992 р. постійно вдало переконують своїх акціонерів отримувати дивіденди у вигляді акцій компанії, роблячи так звані спліти, тобто збільшуючи кількість акцій в обігу, але зменшуючи при цьому їх ринкову ціну прямопропорційно збільшенню кількості акцій. Це дає можливість компанії виконати першу частину своєї дивідендної політики. До речі, за період з 1992 по 1999 рр. корпорація Делл зробила вже 7 сплітів, що є свідченням зростання компанії та збільшення її інвестиційних можливостей [55, с. 25].

Аналогічної дивідендної політики притримуються й інші лідери американського бізнесу, такі корпорації, як Комп'ювеа (Compuware), Комп'юсерв (CompuServe), Софтнет (Softnet), Біофарм (Biopharm) та багато інших, які використовуючи прямі спліти акцій, покращують ефективність менеджменту структури капіталу (див. додаток 1).

По-друге, менеджери компанії в 1994 р. прийняли досить оригінальне та дещо ризикове рішення, яке містилося у тому, щоб винайти такий фінансовий показник, який би за відсутності готівкових дивідендів виконував свого роду сигнальну функцію, яку виконують готівкові дивіденди, тобто він був повинен би повідомляти як існуючих, так і перспективних інвесторів компанії про приріст акційної цінності. В результаті був вирахований показник окупності інвестованого капіталу, який давав інвесторам чітке уявлення про зміну

акційної цінності. Формула для розрахунку цього показника є наступною:

$$ROIC = NI / (E + LTD), \quad (1.14)$$

де $ROIC$ - показник окупності інвестованого капіталу;

NI - чистий дохід;

E - власний капітал;

LTD - довгостроковий борг.

У подальшому, використання цього показника започаткували й інші американські корпорації, які демонструють високу ефективність в управлінні структурою капіталу, серед яких потрібно виділити корпорації Майкрософт (Microsoft), ІМС (EMC), Біоген (Biogen), Серідіан (Ceridian) та інших представників високотехнологічної галузі ринку США (див. додаток 1).

Якщо проаналізувати зміну показника окупності інвестованого капіталу протягом 1994-1998 рр., то цілком ясно, що акційна цінність з року в рік збільшувалася (37 % в 1994 р. та 195 % в 1998 р.), що дало інвесторам чітке уявлення про можливості компанії Делл щодо збагачення своїх акціонерів. Як результат, курс акцій компанії та її ринкова вартість різко пішли до гори, залишаючи позаду конкурентів.

За даними видання Форчун, зростання курсу акцій компанії Делл серед компаній, які входять до індексів Dow Jones та NASDAQ 100 (всього близько 130 компаній - лідерів у своїх галузях) було самим швидким протягом ось вже двох років (1997 р. та 1998 р.). Збільшення курсу акцій у 1998 р. (в 4 рази) було найвищим для усіх цих компаній протягом останніх 27 років. Це є найкращим свідченням вдалого фінансового менеджменту компанії Делл.

Великий доробок до підвищення рейтингу компанії в очах інвесторів зробила стратегія менеджменту структури капіталу, розроблена та втілена до життя фінансовими менеджерами компанії. Яскравою ознакою менеджменту структури капіталу компанії є те, що

ось вже протягом 15 років, тобто з початку свого заснування, корпорація Делл віддає беззаперечну перевагу використанню стратегії низькорівневого ліверіджу, прагнучи звести до мінімуму частку боргу у структурі капіталу.

Підтвердженням цьому є той факт, що самий високий показник фінансового ліверіджу, тобто частки боргу у структурі капіталу компанії, був зафіксований лише на позначці 18 %, що на 36 % нижче, ніж у головного конкурента компанії Делл на ринку комп'ютерної техніки, корпорації IBM [44, с. 18]. Це робить перспективи розвитку компанії дуже райдужними. До того ж, така незначна частка боргу у структурі капіталу корпорації Делл дає можливість її акціонерам зрозуміти, що компанія не збирається збагачувати нікого іншого, окрім своїх акціонерів. Тобто вона не збирається робити гроші ні для банків та інших фінансових установ, тим самим йдучи на зустріч інтересами своїх акціонерів.

Низький рівень фінансового ліверіджу в очах акціонерів компанії, це свого роду кредит довіри та відданості компанії до своїх акціонерів. У відповідь на це, акціонери кожен рік, ось вже протягом 15 років погоджуються на повне реінвестування своїх дивідендів у розвиток компанії, яка досягає одночасно двох найбільш важливих цілей фінансового менеджменту - одночасного зростання ринкової вартості компанії та збільшення акційної цінності [145, с. 121].

Приймаючи до уваги все вищезгадане, стає можливим зробити один важливий висновок щодо менеджменту структури капіталу. Вдала стратегія менеджменту структури капіталу - це не відокремлений елемент фінансового менеджменту компанії, а навпаки, невід'ємна його частка.

Більше того, якщо менеджери компанії бажають мати добрі результати втілення стратегії менеджменту структури капіталу до життя, то вони повинні підкріплювати її широким колом інших

підходів у галузі корпоративних фінансів. Підбірка таких підходів має назву фінансової стратегії компанії.

Беручи до уваги систему підходів компанії Делл щодо досягнення головних цілей фінансового менеджменту, тобто максимізації ринкової вартості компанії, максимізації акційної цінності та мінімізації вартості капіталу, стає цілком можливим намалювати фінансову стратегію корпорації Делл, найбільш потужної та перспективної корпорації США.

Фінансова стратегія корпорації Делл має наступний вигляд.



Рис. 1.2. Двохрівнева корпоративна фінансова стратегія корпорації Делл, розроблена на базі двох сигнальних комплексів

Першим складовим елементом фінансової стратегії корпорації є мінімізація частки боргів у структурі капіталу.

За допомогою цього прийому компанія дає зрозуміти своїм акціонерам, що вона має наміри збагачувати лише своїх акціонерів, а не фінансових посередників. До того ж, компанія страхує себе від впливу можливих фінансових потрясінь на ринку.

Це стає можливим тому, що низький рівень фінансового ліверіджу дасть компанії можливість за рахунок свого збільшення у скрутні часи підтримувати високий, а головне постійний рівень інвестування, а значить і підтримувати своє ринкове зростання, чим стимулювати збільшення своєї ринкової вартості.

Другим елементом фінансової стратегії корпорації Делл є запобігання виплат дивідендів у грошовій формі.

Відмовившись від сплати дивідендів, компанія отримує добру нагоду збільшити свої інвестиційні можливості, завдяки чому ще більше покращити свій ринковий потенціал, направивши реінвестовані дивіденди на високоокупні проекти, тобто розробку високотехнологічної продукції.

Наступним елементом фінансової стратегії корпорації є виконання програми розширеного випуску акцій.

За теорією асиметричної інформації С. Майерса, відповідно до якої менеджери корпорації мають повнішу інформацію, ніж інвестори, менеджери повинні інформувати ринок про результати своєї діяльності шляхом прийняття рішень. Одним з таких рішень, які свідчать про позитивні результати діяльності корпорації, є додатковий випуск акцій [130].

Приймаючи до уваги, що успішні корпорації, у тому числі і корпорація Делл, випускають акції у так звані "золоті часи" свого розвитку, то вони розраховують на вищу ринкову ціну своїх акцій, що веде до зменшення вартості капіталу компанії. Так, корпорація Делл

за останні 7 років вже чотири рази проводила додатковий випуск акцій, збільшивши число власних акцій з 50 млн. до 3 млрд. акцій, що засвідчує про перспективи її розвитку та високий рейтинг серед інвесторів. Про позитивний результат використання цього фінансового прийому корпорацією Делл засвідчує відчутне збільшення курсу її акцій, з 0,65 доларів США в 1994 р. до 50 доларів США в 1998 р.

Інші провідні корпорації світу, які з'явилися на ринку не більше десяти років тому, а зараз вже мають ринкову капіталізацію понад 50 млрд. дол., також переслідують дуже агресивну стратегію щодо випуску акцій в обіг. До цих корпорацій, які мають прекрасний фінансовий стан, слід віднести корпорації Кронос (Cronos), Мікрос (Micros), Сіско Системс (Sysco Systems), Америктрейд (Ameritrade). При цьому, слід зазначити, що усі вони мають ефективний менеджмент структури капіталу, вартість якого дорівнює нулю та при цьому фінансують власну діяльність лише за допомогою власного капіталу (див. додаток 1).

Четвертим елементом фінансової стратегії корпорації Делл є здійснення програми викупу своїх акцій, які знаходяться в обігу.

Американський фінансовий експерт С.Фермаулен винайшов, що якщо компанія викупає власні акції, то це підіймає їх ринкову ціну [151].

Це пояснюється тим, що, по-перше, сам факт викупу акцій на ринку зменшує їх пропозицію. Це, у свою чергу збільшує межу між попитом (якщо до моменту викупу акцій спостерігався попит на них) та пропозицією на акції компанії, що призводить до зростання курсу акцій.

Корпорації, які досить інтенсивно використовують такий сигнальний елемент корпоративної фінансової стратегії, як викуп власних акцій з обігу, значно додали у ринковому курсі власних акцій. Серед цих корпорацій потрібно виділити високотехнологічні

корпорації Сітрікс (Citrix), Серідіан (Ceridian), Інтел (Intel), Кроском (Crosscom), Лусент (Lucent), Мікрон Текнолоджі (Micron Technology), які настільки ефективно використовують викупи власних акцій з обігу, що вартість капіталу для них на ринку дорівнює майже нулю (див. додаток 1).

По-друге, приймаючи до уваги той факт, що курс акцій підіймається тільки після моменту викупу акцій корпорацією, то менеджери мають добру нагоду додати до ринкової вартості корпорації різницю між ціною, за якою вона придбала акції, та ціною, за якою акції почали купувати та продавати після моменту викупу на ринку.

Так, наприклад, якщо компанія Делл в 1998 р. викупила 69 млн. акцій на загальну суму у 1 млрд. доларів США, то вартість однієї акції дорівнювала 14,49 доларів США. При цьому, на кінець 1998 р. курс акцій компанії вже дорівнював 50 доларам США. Тому окупність інвестування у викуп своїх акцій у 1998 р. сягнула позначки у 245 %. Для розрахунку цього показника застосовується наступна формула:

$$ROSR = (SPS / RSP) \times 100 \%, \quad (1.15)$$

де $ROSR$ - окупність інвестування у викуп акцій корпорацією;

SPS - приріст курсу акції на кінець року;

RSP - ціна акції на момент викупу.

У грошовому вигляді компанія змогла заробити додатково 2450 млн. доларів США та додати цю суму до своєї ринкової вартості.

Однією з головних функцій викупу акцій є так звана сигнальна функція [129, с. 580].

Коли компанія викупає акції на фондовому ринку, то тим самим вона інформує, сигналізує інвесторів про те, що справи у компанії настільки добрі, що у неї достатньо коштів не тільки на розширене

інвестування, але й на викуп акцій. Це засвідчує про стабільний фінансовий стан компанії та мотивує інвесторів вкладати кошти, стимулюючи зростання курсу її акцій.

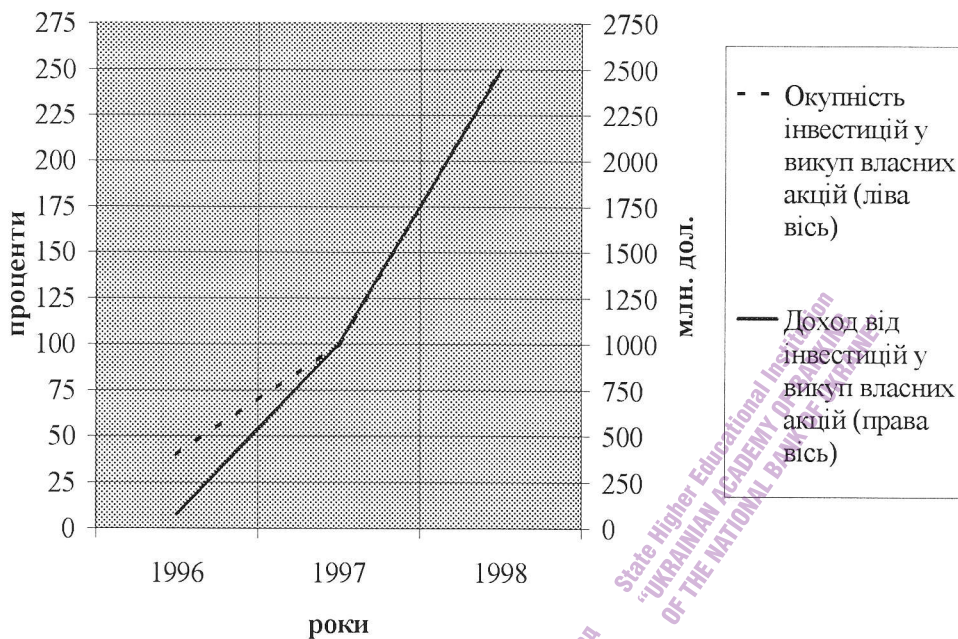


Рис. 1.3. Ефективність інвестування у викуп власних акцій корпорацією Делл протягом 1996-1998 рр.

Викуп акцій відіграє ще одну, вкрай важливу роль для компанії. Завдяки викупу акцій з обігу компанія зможе зменшити вплив невідомих для неї інвесторів на прийняття стратегічних рішень під час зборів акціонерів [72, с. 263]. Це, у свою чергу, збільшить рівень контролю та прогнозованості фінансових рішень компанії. Корпорація Делл викупає власні акції з ціллю передати їх у подальшому у власність власним робітникам. При чому, вона продає їм акції із скидкою у 8-12 % від ринкової ціни, стимулюючи таким чином ефективність їх праці.

П'ятим елементом фінансової стратегії корпорації Делл є визначення та пошук оптимального фінансового показника, який би виконував сигнальну функцію за відсутності дивідендів у грошовій формі. Орієнтуючись на цей показник, інвестори могли б визначити зростання

акційної цінності та виміряти ефективність зусиль компанії у цьому напрямку.

Щодо компанії Делл, то цим показником став показник окупності інвестованого капіталу, який протягом останніх 5 років мав чітку тенденцію до зростання, даючи зрозуміти акціонерам та перспективним інвесторам про зростання акційної цінності, тобто їх достатку.

Раніше вже згадувалася роль, яку виконують спліти - один з елементів менеджменту структури капіталу. Саме спліти допомагають компанії, яка зростає, запобігати виплати готівкових дивідендів, збільшуючи свої інвестиційні можливості. Але на цьому позитивний вплив сплітів на ринкові перспективи компанії не обмежується, тому що спліти виконують ще одну дуже важливу роль у підвищенні ефективності компанії на ринку.

Згідно з останніми дослідженнями, саме спліти найкращим чином збільшують ліквідність власного капіталу компанії [71]. Ліквідність капіталу - це здатність активів корпорації бути швидко та без фінансових втрат конвертованими їх власниками у готівку.

Посилаючись на парадигму бездоганного ринку, обсяг торгів акціями на біржі не повинен впливати на курс акцій. Але на справді обсяг торгів впливає на курс акцій, роблячи життєздатним таке поняття, як ліквідність власного капіталу [143, с. 112].

Тому корпорація Делл не переминула доброю нагодою, щоб використати спліти для підвищення ліквідності власного капіталу. Чому ліквідність власного капіталу (акцій) вкрай важлива для корпорацій?

На думку 94,8 % менеджерів американських корпорацій, основним мотивом використання сплітів є надання можливості індивідуальним інвесторам придбати більші лоти (частки) акцій компанії. 93,7 % з них також вважають, що спліти допомагають зменшити мінливість курсу своїх акцій. Тобто, ліквідність акцій - це доступність акцій

компанії як можливо більшому колу бажаючих їх придбати, а саме інвесторам [71, с. 144].

Крім цього, термін ліквідність акцій включає у себе можливість не тільки придбання акцій компанії інвесторами на ринку у найкоротший термін, але й можливість продати її акції у такий же короткий строк.

При цьому, ризик фінансових втрат акціонерів у випадку падіння курсу акцій компанії набагато нижчий у тому випадку, коли акції ліквідні. Це тому, що інвестори можуть швидко продати акції компанії та звести власні втрати капіталу до мінімуму.

Тому, можна цілком впевнено сказати, що спліти сприяють зростанню курсу акцій.

До списку тих корпорацій, які систематично використовують спліти акцій для того, щоб покращувати їх ліквідність, слід включити таких лідерів американського бізнесу як корпорації Белл Атлантик (Bell Atlantic), Хасбро (Hasbro), Текстронікс (Textronix), GTE, Ксерокс (Xerox), Майкрософт (Microsoft). Деякі із них, наприклад корпорації Майкрософт та Текстронікс, дозволяють собі робити спліти акцій два-три рази на рік, що свідчить про велику популярність їх акцій серед інвесторів на ринку.

Таблиця 1.3 містить дані, які дадуть змогу визначити рівень ефективності сплітів корпорації Делл на протязі 1995-1999 рр.

Дані, що ілюстровані у таблиці 1.3, свідчать про те, що ефективність сплітів корпорації Делл дуже висока. Так, тільки спліти, проведені у жовтні 1995 р. та вересні 1998 р. не дали бажаного результату щодо зменшення мінливості курсу акцій компанії. Але щодо досягнення головної цілі сплітів, тобто підвищення ліквідності акцій компанії з наступним підвищенням їх курсу, то тільки у вересні 1998 р., коли був проведений спліт, результат був негативний. Це не дивно, тому

що мінливість курсу акцій компанії напередодні та після спліту збільшилася з 19,4 % до 42,8 %.

Таблиця 1.3

Показники ефективності використання сплітів корпорацією Делл

Дата проведення спліту	Показники ефективності проведення сплітів				
	Розмір спліту	Мінливість курсу акцій за квартал до дати спліту, %	Зростання курсу акцій протягом кварталу до дати спліту, %	Мінливість курсу акцій протягом кварталу після дати спліту, %	Зростання курсу акцій протягом кварталу після дати спліту, %
жовтень 1995	2 до 1	13,1	18,92	18,9	19,64
грудень 1996	2 до 1	108,2	14,8	88	15,8
липень 1997	2 до 1	16	31,8	9,98	36,3
березень 1998	2 до 1	20,9	24,6	3,9	106,8
вересень 1998	2 до 1	19,4	20,2	42,8	0,052
березень 1999	2 до 1	44,6	18,1	0,22	66,2

* мінливість курсу акцій за квартал до дати проведення спліту = (максимальний курс акцій протягом попереднього кварталу - мінімальний курс акцій протягом поточного кварталу) / мінімальний курс акцій протягом поточного кварталу) x 100 %.

** зростання курсу акцій протягом кварталу до дати проведення спліту = (курс на момент останніх торгів в поточному кварталі - курс на момент останніх торгів в минулому кварталі) / курс на момент останніх торгів в минулому кварталі) x 100 %.

Якщо узагальнити результати усіх шести сплітів, що провела корпорація Делл протягом 1995-1999 рр., то можна сказати, що ефективність сплітів склала 80 %. Ця тому, що з шести сплітів компанії головної мети, тобто збільшення ліквідності акцій та їх ринкової вартості, досягли п'ять сплітів. До того ж, потрібно зауважити на тому, що негативний результат спліту вересня 1998 р. може найти своє пояснення у тому, що він був вже другим сплітом протягом 1998 р. Саме це, скоріше за все, не дало змоги інвесторам вчасно відреагувати на пропозицію компанії щодо придбання ними акцій у потрібному для збільшення темпів зростання їх курсу розмірі.

Використовуючи спліти для покращення ліквідності акцій в обігу, менеджери корпорації жорстко притримуються правила менеджменту ліквідності акцій в обігу, яке наголошує на тому, що стимулювання зростання курсу акцій із боку менеджерів корпорації повинно бути міцно пов'язане із жорстким контролем за зміною ліквідності акцій, тобто за зміною спреда за акціями.

Якщо менеджери корпорацій знехтують контролем за зміною спреда за акціями заради збільшення курсу акцій корпорації, то результат буде добре передбачуваний - зростання асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами, поява та загострення агентських конфліктів та зростання вірогідності банкрутства корпорації.

Світовий досвід успішних корпорацій США галузі високих технологій доводить життєздатність цього висновку. Так, серед 62 корпорацій США (див. додаток 3), лідерів зростання курсу акцій протягом 1998 р., 38 корпорацій зробили 1 спліт протягом 1998 р., а 12 корпорацій зробили 2 спліта за рік. При цьому, у наступному, 1999 р. із тих 38 корпорацій, які зробили 1 спліт, у списку найкращих корпорацій США за темпами зростання курсу акцій протягом 1999 р. лишилося 29 корпорацій (див. рис. 1.4).

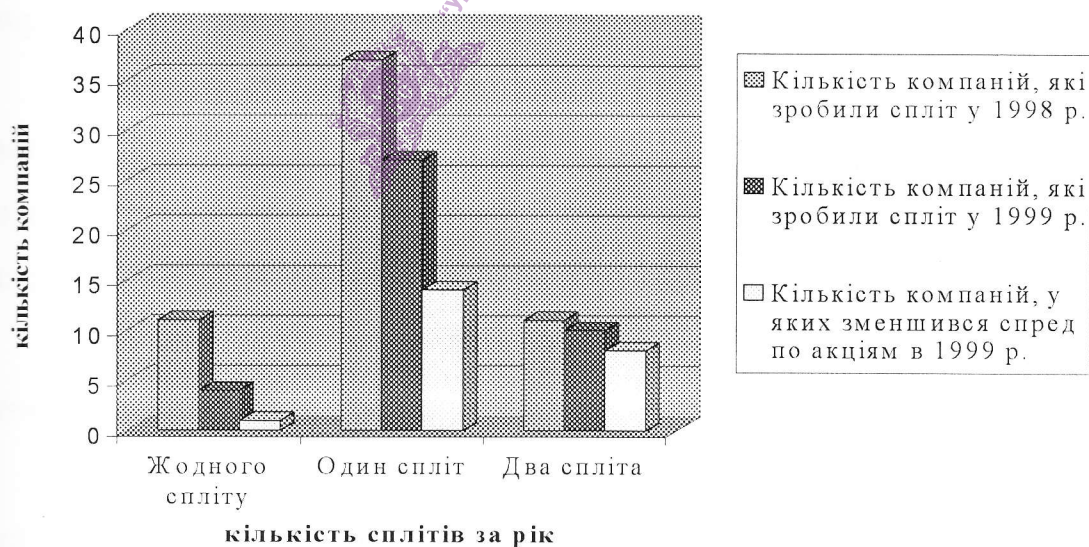


Рис. 1.4. Вплив сплітів акцій на зменшення асиметрії інформації між менеджерами та акціонерами 62 найкращих корпорацій США

Ті корпорації, які протягом 1998 р. зробили 2 спліта, досягли кращих результатів щодо зростання курсу власних акцій протягом 1999 р. У списку найкращих 62 корпорацій США за темпами зростання курсу акцій протягом 1999 р. залишилося 11 корпорацій з 12, що зробили 2 спліта власних акцій протягом 1998 р. Але що є найбільш цікавим, щодо впливу спліту на зростання курсу акцій, так це є той факт, що серед найкращих 62 корпорацій США за темпами зростання курсу акцій у 1999 р. залишилося лише 5 корпорацій із тих 12, які протягом 1998 р. незробили жодного спліту.

Щодо того, чи призвело використання сплітів американськими високотехнологічними корпораціями США до зменшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами, то відповідь є позитивною.

Так, серед тих 11 корпорацій США, які у 1998 р. зробили 2 спліта та залишилися у списку найкращих за темпами зростання курсу їх акцій за результатами 1999 р., 9 корпорацій можуть стверджувати, що використані ним спліти призвели до зменшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами, тому що зростання курсу акцій внаслідок використання сплітів супроводжувалося зменшенням спреда за акціями.

Щодо тих 29 корпорацій, які zostалися у списку 62 найкращих корпорацій США, то за результатами 1999 р. лише 15 корпорацій можуть повідомити ринок про одночасне зменшення спреда за власними акціями та зростання курсу власних акцій.

Тобто лише 15 корпорацій зменшили асиметрію інформації між менеджерами та інвесторами.

Але результати тих 5 корпорацій США, які у 1998 р. взагалі не зробили жодного спліту та все ж залишилися у списку 62 найкращих корпорацій США за темпами зростання курсу власних акцій, є

набагато гіршими щодо зменшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами.

Лише одна корпорація із них може похвалитися тим, що зростання курсу її акцій супроводжувалося зменшенням спреда за її акціями, тобто зменшенням асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами.

Структура капіталу, як один з елементів фінансової стратегії Делл відіграє ще одну дуже значну роль для розвитку компанії. Вибір оптимальної структури капіталу здатен допомогти компанії вийти переможцем із конкурентної боротьби за ринок та споживача.

Компанія Делл зрозуміла це, роблячи свої перші кроки у світі бізнесу, тобто з моменту свого заснування у 1984 р., вибравши стратегію саме низькорівневого ліверіджу для менеджменту структури капіталу.

Відомі фінансові аналітики С.Майерс та Р.Мазуліс провели дослідження у галузі конкурентноздатності компаній та впливу структури капіталу на здатність компаній вдало конкурувати на ринку. В результаті були зроблені два значні відкриття:

- в період підвищення ділової активності на ринку, компанії, у яких у структурі капіталу переважають борги, менш агресивно нарощують свою ринкову частку, є менш конкурентноздатними та неспроможні використати у повному обсязі ті переваги, які з'являються в результаті підвищення ділової активності на ринку;
- під час економічної кризи у галузі більше страждають ті компанії, у яких дуже високий фінансовий ліверідж. Ці компанії набагато швидше втрачають свою конкурентноздатність, ніж компанії, у яких структура капіталу відзначається більшою часткою власного капіталу, ніж боргів [129].

За даними дослідження 236 компаній США, перші десять компаній з високим ліверіджем під час фінансової кризи втрачають на 13,6 % обсягу продаж більше, ніж перші 10 компаній, у яких у структурі капіталу переважає власний капітал [129].

При цьому курс акцій усіх низьколіверіджевих компаній під час кризи потерпає значно менше, ніж курс акцій високоліверіджевих компаній [140, с. 21]. Це є ще одним свідченням ефективності низьколіверіджевої структури капіталу підприємств.

Ще однією родзинкою менеджменту структури капіталу корпорації Делл є чітко визначена стратегія щодо використання зміни курсу власних акцій для збільшення своєї ринкової вартості та зменшення витрат на купівлю цінних паперів (своїх акцій). Ця, свого роду міні-стратегія, тобто стратегія, яка є невід'ємною часткою загальної фінансової стратегії корпорації Делл, містить у собі наступні чотири пункти:

- здійснювати випуск власних акцій, тобто збільшувати частку власного капіталу у структурі капіталу тільки після того, коли курс акцій сягнув максимальної відмітки;
- здійснювати викуп власних акцій, які знаходяться в обігу тільки після того, коли курс акцій став мінімальним;
- зменшувати асиметрію інформації між корпорацією та інвесторами;
- стимулювати власне ринкове зростання, тому що це збільшує позитивний вплив на фінансовий стан компанії від випуску та викупу своїх акцій.

З моменту свого заснування до теперішнього часу корпорація Делл систематично випускала та викупала власні акції, що дає можливість компанії підтримувати, як вже раніше відмічалось, дуже низький рівень фінансового ліверіджу, який найкращим чином стимулює фінансове зростання компанії.

Слід відмітити, що компанія підійшла до цього моменту, тобто випуску чи викупу акцій, дуже виважено, приймаючи до уваги висновки, зроблені під час досліджень ефективності випуску та викупу акцій в залежності від їх курсу, які були проведені відомими фахівцями у галузі фінансової стратегії компаній А. Шайам-Сандером та С. Майерсом. Вчені довели, що випуск акцій приносить найбільшу користь для компанії тоді, коли він здійснюється відразу після досягнення акцією максимального курсу.

На відміну від випуску акцій, підхід щодо викупу власних акцій повинен бути протилежним, тобто компанія повинна викупати власні акції лише після того, коли їх курс став мінімальним [144].

Вчинивши таким чином, корпорація Делл змогла максимізувати свою ринкову вартість під час випуску акцій та зменшити витрати від викупу акцій, також зробивши добрий внесок до збільшення своєї ринкової вартості у майбутньому, коли курс акцій піде до гори.

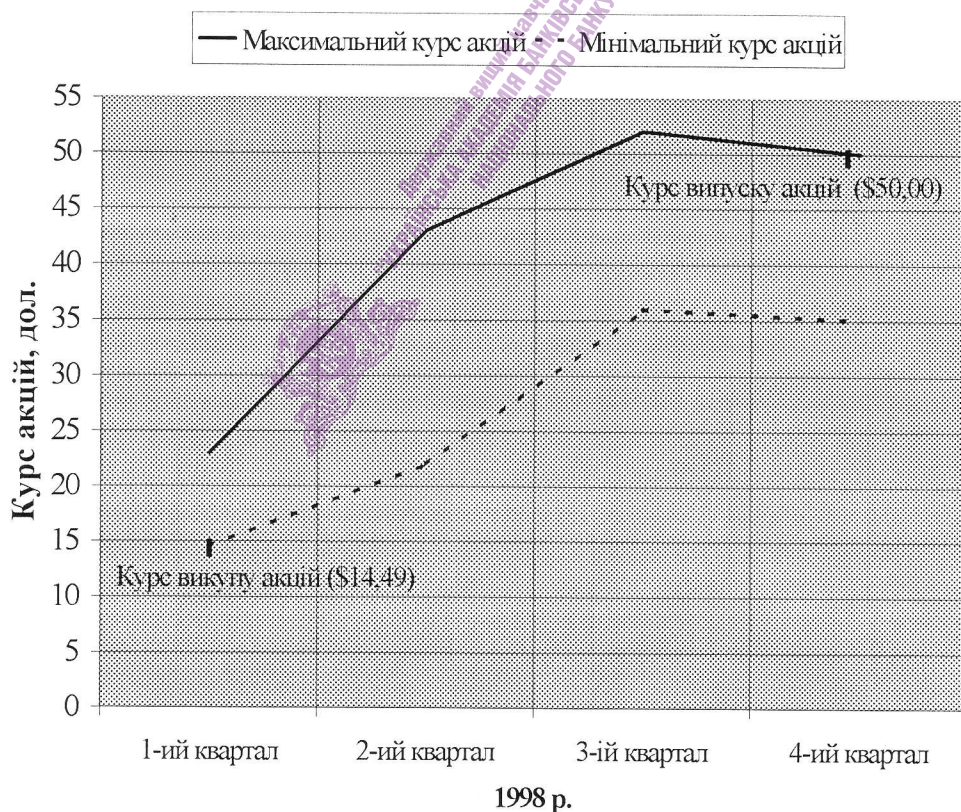


Рис. 1.5. Випуск-викуп акцій, як частина менеджменту структури капіталу корпорації Делл

Рис. 1.5 дає чітке уявлення про стратегію корпорації Делл щодо менеджменту структури капіталу за допомогою випуску та викупу власних акцій в 1998 р.

Фінансові менеджери корпорації Делл використали покращення асиметричної інформації з ціллю максимізувати ефективність двох вищезазначених операцій - випуску та викупу власних акцій. Увага, яку приділяла компанія зменшенню асиметричної інформації є цілком виправданою.

Згідно з результатами досліджень фінансового фахівця С. Майерса, який відкрив теорію асиметричної інформації, зменшення асиметричної інформації дозволяє компанії відчутно покращити результат випуску чи викупу акцій, який виражається у збільшенні ринкової вартості компанії [128].

Це стає можливим завдяки тому, що інвестори отримують найповнішу інформацію про компанію та її майбутні перспективи, що зводить вірогідність помилки при оцінці ними дійсного стану компанії до мінімуму.

До того ж, корпорація Делл дуже вчасно зрозуміла, що існують деякі фактори, які можливо використовувати для зменшення асиметричної інформації, а значить і стимулювати своє майбутнє зростання без витрат будь яких додаткових фінансових ресурсів.

Згідно з дослідженнями А. Оплера та К. Тітмана, існують 4 фактори, які здатні впливати на асиметрію інформації з найкращого боку і компанія при цьому не залучає додаткових коштів на використання цих факторів. До цих факторів відносяться:

- розмір компанії. Чим більша компанія, тим менша у неї асиметрія інформації;
- вік компанії. Чим старша компанія, тим менша у неї асиметрія інформації;

- кількість фінансових аналітиків на фондовому ринку, які приділяють увагу компанії. Чим більше фінансових аналітиків приділяє свою увагу компанії, її фінансовому стану та перспективам розвитку, тим менша асиметрія інформації;
- зміни у структурі капіталу. Чим більш кардинальні рішення щодо зміни структури капіталу приймає компанія, тим менша асиметрія інформації [134, с. 18].

Щодо перших трьох з вищеназваних факторів, то їх позитивний вплив на асиметрію інформації цілком зрозумілий. Він полягає у тому, що час, як основне підґрунтя до цих факторів, завжди позитивно впливає на асиметрію інформації, даючи добру нагоду використати себе для будівництва так званого містку обміну інформацією між менеджерами компанії та її інвесторами.

Усвідомлення корпорацією Делл усієї важливості залучення цих, на перший погляд, далеких від асиметрії інформації факторів для покращення взаєморозуміння зі своїми інвесторами, дало їй можливість досягти з акціонерами згоди про те, щоб не виплачувати дивіденди у грошовій формі. На відміну від інших відомих корпорацій, які направляють доход на виплату готівкових дивідендів, корпорація Делл замість цього випускає та передає у власність акціонерів, у залежності від розміру дивідендів, додаткові акції. Це, з одного боку підвищує попит на акції компанії, тому що у випадку, якщо компанія платить дивіденди акціями, то на них вже є покупці (акціонери компанії). З іншого боку, сам факт виплати дивідендів акціями виконує так звану сигнальну функцію, повідомляючи перспективних інвесторів, що якщо акціонери купують акції компанії, значить її фінансове становище є стабільним.

Таким чином, корпорація Делл вдало використала вищеназвані три фактори впливу на асиметрію інформації та зміцнила віру як

існуючих, так і перспективних інвесторів у своє сьогодення та майбутнє.

Слід зазначити, що й інші корпорації США, більшість з яких належить до індустріальної галузі економіки, також вдало використовують вищезазначені чотири фактори для того, щоб покращувати власний фінансовий стан.

Корпорації ЕксонМобіл (ExxonMobil), МакДональдс (McDonalds), Дженерал Електрик (General Electric), Дженерал Моторс (General Motors), Форд Моторс (Ford Motors), Кока-Кола (Coca-Cola), які мають досить поважний вік та значну ринкову капіталізацію, особливу увагу приділяють інформаційному забезпеченню власної фінансової діяльності (див. додаток 2). Для цього вони постійно працюють у напрямку налагодження контактів та співпрацюють з такими відомими аналітичними корпораціями, як Меріл Лінч (Merrill Lynch), Джі Пі Морган Сек'юритіс (JP Morgan Securities), Варбург Діллон Рід (Warburg Dillon Read), Голдман Сах (Goldman Sachs) та іншими. Саме ці корпорації, які саме й займаються розробкою аналітичних звітів про діяльність лідерів американського бізнесу, підвищують інформаційну ефективність інвесторів, які працюють на американському фондовому ринку.

Вплив четвертого, останнього, але самого потужного з факторів, тобто зміни у структурі капіталу на асиметрію інформації, є досить специфічним.

Раніше, при розгляді фінансової стратегії корпорації Делл вже детально вивчався вплив структури капіталу на асиметрію інформації, при чому був зроблений висновок, що найкращим чином на асиметрію інформації впливає структура капіталу у якій переважає власний капітал.

Саме така структура капіталу використовується корпорацією Делл та іншими представниками американської економіки, такими як

корпорації Молекс (Molex), Версант (Versant), Нетко (Netco), Нетшоп (Netshop), Гоуту (Goto), Прайслайн (Priceline), роблячи великий внесок у збільшення їх ринкової вартості (див. додаток 1).

Вплив самого факту зміни у структурі капіталу корпорації на асиметрію інформації та її ринкову вартість був не досить змістовно досліджений вченими. Тому, якщо ми подивимося на структуру капіталу корпорації Делл, то не знайдемо відчутних змін. Скоріше за все, це тому, що з самого початку свого заснування корпорація віддавала беззаперечну перевагу використанню низьколіверіджевої структури капіталу та не дозволяла собі значних змін у бік збільшення боргу у структурі капіталу. Це робило неможливим для компанії використання позитивного впливу змін у структурі капіталу на асиметрію інформації, за відсутності змін як таких. Але наприкінці 80-х рр. вчені прийшли до висновку, що різка зміна боргу у структурі капіталу на власний капітал, тобто збільшення частки власного капіталу, призводить до зменшення асиметрії інформації, а значить й агентських конфліктів між менеджерами та акціонерами, що є добрим стимулом для зростання курсу акцій компанії [138].

Однією із перших компаній, які вдало використали цей фактор впливу на свою ринкову вартість була корпорація Джентекс (Gentex Corporation).

Корпорація Джентекс була заснована в 1974 р. Вона займається розробкою, виробництвом та збутом електро-оптичної продукції. Компанія є визнаним світовим лідером у виробництві електрохромного, затемненого скла для автомобільної промисловості. Майже кожен виробник автомобілів у світі використовує продукцію корпорації Джентекс. До речі, компанія в 1980 р. першою винайшла технологію виробництва затемненого автомобільного скла, що засвідчує про високий технологічний потенціал компанії. Більше того, за 18 років

після свого першого відкриття, компанія запатентувала ще 60 винаходів [153, с. 21].

Відоме фінансове видання Форбс поставило корпорацію Джентекс на третє місце серед так званих "малих" компаній США, акції яких представлені на торгах Мічиганської фондової біржі. До уваги приймалися такі фінансові показники, як темпи зростання курсу акцій компанії протягом 1998 р., зростання обсягу продаж, збільшення розміру власного капіталу та зростання показника окупності власного капіталу. Якщо ж ранжувати всі компанії з цього списку в залежності від темпів збільшення курсу акцій за 1997-1998 рр., то корпорація Джентекс взагалі є кращою у цьому списку [153, с. 18].

Про довгострокову ефективність корпорації свідчить той факт, що за період з 1987 по 1997 рр. курс акцій компанії зріс на 2420 %, що майже вдвічі більше за аналогічний показник корпорації (1586,5 %), що займає друге місце у списку невеликих компаній, представлених на Мічиганській фондовій біржі [153, с. 27].

Розглянемо, яким чином корпорації Джентекс вдалося досягти такої високої оцінки своєї діяльності в очах інвесторів.

Відповідь полягає у тому, що компанія одна із перших на ринку США використала зміни у структурі капіталу як сигнальну функцію, доповідаючи інвесторам про свої ринкові перспективи.

Рис. 1.6 дає можливість чітко визначити період, коли зростання курсу акцій компанії було найвідчутнішим, а саме 1992 р. Саме тоді курс акцій корпорації Джентекс виріс вдвічі. Головною відзнакою 1992 р. для корпорації було те, що вона повністю відмовилася від присутності боргів у структурі капіталу, звівши їх до нуля.

Саме така фінансова стратегія щодо менеджменту структури капіталу, зумовила те, що зміни у структурі капіталу відіграли свого роду сигнальну функцію, повідомляючи інвесторів про те, що компанія повністю сконцентрувала свої зусилля на збагаченні лише акціонерів, а

не банків та інших кредитних установ, яким вона приділяла увагу до цього, маючи у структурі капіталу частку боргу. Цим самим корпорація зменшила асиметрію інформації між менеджерами та акціонерами.

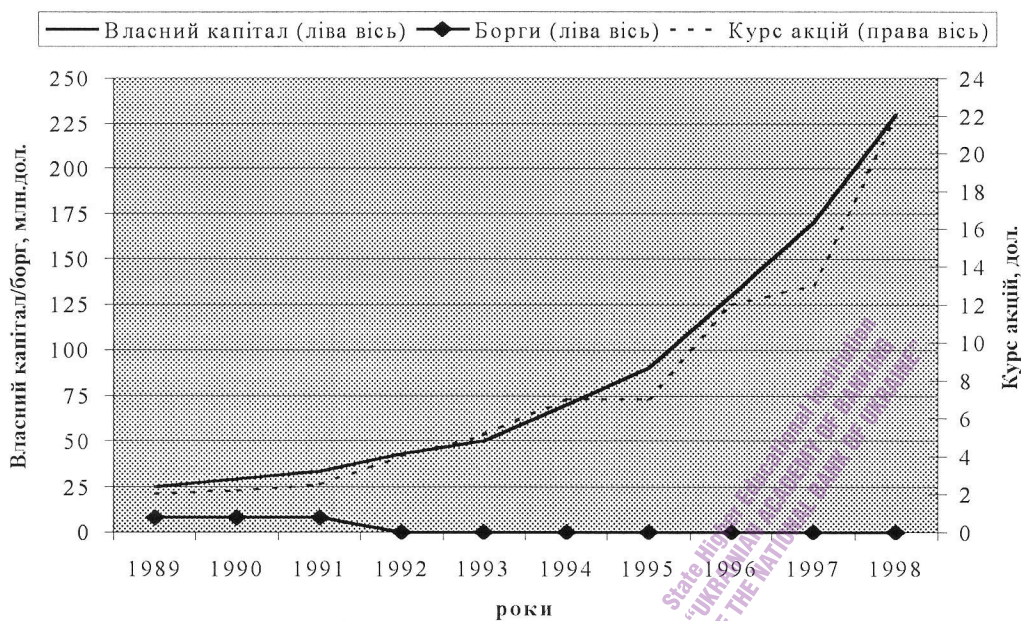


Рис. 1.6. Кардинальні зміни у структурі капіталу - сигнальна функція, використана корпорацією Джентекс

До того ж, прийнявши таке досить оригінальне рішення щодо змін у структурі капіталу, компанія збільшила увагу до себе з боку фінансових аналітиків фондового ринку США. Це також можна вважати фактором, який зменшує асиметрію інформації, а значить підвищує взаморозуміння між компанією та інвесторами, відкриваючи нові перспективи для її ринкового зростання.

Корпорація Джентекс досягла різкого збільшення розміру власного капіталу завдяки зростанню чистого доходу та доходу, отриманого компанією від випуску власних акцій. При цьому, чистий дохід в 1998 р. виріс у порівнянні з 1997 р. майже на 30 %, а дохід від випуску та продажу власних акцій в 1998 р. перевищував аналогічний показник за 1997 р. на 35 %, сигналізуючи інвесторам про ринкове зростання компанії [154, с. 21].

Корпорації США, серед яких потрібно виділити Лікос (Lycos), Інтеруолд (Interworld), Сітрікс (Citrix), також розпочинали власну діяльність на ринку, вдаючись до використання боргу у якості джерела фінансування власної діяльності. На третій-четвертий рік роботи вони кардинально змінили структуру капіталу, зменшивши частку боргу у ньому до нуля.

Результатом такої радикальної зміни поглядів щодо вибору джерела фінансування власної діяльності стало швидке зростання курсів їх акцій. Так, лише протягом 1997 р. курс акцій корпорації Сітрікс збільшився на 146 %, засвідчивши про підтимуку з боку інвесторів на ринку дій керівництва корпорації щодо менеджменту структури капіталу.

Фактом, який обов'язково слід підкреслити є те, що корпорація Джентекс є єдиним представником індустріального сектору США, інтереси якого у фондовому індексі S&P500 представляють окрім вищезгаданої корпорації ще 384 корпорації, яка вдалася до радикальних змін у структурі капіталу на користь повної відмови від фінансування власної діяльності за допомогою боргу.

Пояснення цьому може бути у тому, що така політика щодо менеджменту структури капіталу може бути ефективною лише у тому випадку, коли радикальні зміни у структурі капіталу корпорації супроводжуються ще й зростанням ефективності корпорації щодо розробки нових технологій, для фінансування розробки та продажу яких на ринку й використовується додатковий випуск акцій, а не борг.

Головною причиною ринкового зростання корпорації став вибір ними акцій як джерела фінансування власної діяльності, що у свою чергу призвело до покращення ефективності менеджменту структури капіталу.

1.4. Аналіз ефективності менеджменту структури капіталу українських підприємств

Змістовний аналіз менеджменту структури капіталу провідних корпорацій світу дав відповідь на головне питання, яке є вкрай актуальним для менеджерів підприємств та полягає у визначенні найбільш ефективного джерела фінансових ресурсів. Результати проведеного дослідження довели, що цим джерелом є звичайні акції.

Далеко не усі підприємства України, які вже зробили перший крок у напрямку покращення ефективності менеджменту структури капіталу, тобто зважилися виставити власні акції на біржу і дали можливість ринку визначити їх ринкову вартість, можуть похвалитися такими ж визначними досягненнями у сфері менеджменту структури капіталу, як їх американські колеги, які за останні десять років значно покращили свій фінансовий стан за допомогою менеджменту структури капіталу.

Слід підкреслити, що провідні корпорації світу використовують найбільш перспективну з існуючих на цей час концепцій менеджменту структури капіталу, а саме концепцію "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу".

Таблиця 1.4 містить у собі необхідні дані для визначення ефективності менеджменту структури капіталу провідних підприємств України, які входять до фондового індексу КАС-20 [16, с. 5].

Менеджмент структури капіталу українських підприємств, лідерів вітчизняного фондового ринку, є загалом неефективним. Наступні докази можуть бути використані, щоб довести вищевказану точку зору.

Таблиця 1.4

Показники ефективності менеджменту структури капіталу провідних українських підприємств

Рейтинг підприємств за ринковою капіталізацією	Підприємства	Показники ефективності менеджменту структури капіталу				
		Ринкова капіталізація, млн. дол. США	Спред, %	P/E	P/S	Обсяг торгів, млн. дол. США
1	ВАТ "Укрнафта"	72,492	10	0,32	0,15	3,411
2	ВАТ "Миколайовський глиноземний завод"	62,625	108	3,12	0,49	0,459
3	ВАТ "Металургійний комбінат "Ілліча"	49,542	70	1,73	0,06	0,382
4	ВАТ "Дніпрообленерго"	47,588	510	7,59	0,08	0,041
5	ВАТ "Київенерго"	43,385	0	1,08	0,16	0,077
6	ВАТ "Західенерго"	41,923	24	2,06	0,11	0,553
7	ВАТ "Дніпроенерго"	36,521	30	2,86	0,06	0,839
8	ВАТ "Центренерго"	30,993	88	-----	0,05	0,930
9	Концерн "Стірол"	24,882	22	2,67	0,16	2,680
10	ВАТ "Нижньодніпровський трубний завод"	23,388	49	1,78	0,09	0,789

1) Вкрай низька ліквідність українського ринку акцій. На теперішній час акції лише 5-6 українських підприємств досить активно купуються та продаються на ринку. Але ці 5-6 підприємств, серед яких концерн "Стірол", ВАТ "Укрнафта", ВАТ "Азовсталь" не здатні дати поштовх до загального зростання ліквідності українського ринку акцій.

2) Акції концерну "Стірол", ВАТ "Азовсталь", ВАТ "Укрнафта" можуть бути названі лідерами ринку акцій лише умовно, тому що усі ці акції є "акціями вартості", тобто мають низький показник відношення курсу акцій до доходу на акцію. Середній показник для цих компаній дорівнює 2. "Акції вартості" - це недооцінені ринком активи. Тобто найкращими акціями, лідерами українського ринку є недооцінені акції. За розрахунками компанії Альфа-Капітал, середній показник відношення курсу акцій компаній, які входять до індексу

КАС-20 дорівнює 2,5, а повинен дорівнювати 5,2. Тобто недооцінка лідерів українського ринку акцій дорівнює 108 %. Недооцінка акцій інших українських підприємств є ще більшою.

3) Зависока асиметрія інформації між менеджерами українських підприємств та акціонерами для зменшення якої менеджерів вимушені використовувати готівкові дивіденди, цим самим зменшуючи обсяг реінвестицій та зменшуючи темпи власного ринкового зростання.

Таблиця 1.5

Показник виплати дивідендів українськими підприємствами, акції яких представлені на ПФТС

Галузі	Показник виплати дивідендів за роками, %		
	1998	1999	2000
Енергетична	38	42	59
Металургійна	44	32	41
Хімічна	48	40	23
Нафтогазова	19	47	54
Машинобудівна	29	38	31
Інші галузі	21	19	27
В середньому:	37	42	45

4) Близько 75 % капіталізації ринку акцій України є часткою металургійних та енергетичних компаній, що значно погіршує можливості диверсифікації портфельних ризиків для міжнародних інвесторів та зменшує ринкову вартість активів українського ринку.

Таблиця 1.6

Капіталізація українського ринку акцій по галузям

№ п/п	Галузь	Часта ринку, %	
		квітень 1999 р.	квітень 2000 р.
1	Енергетична	53	44
2	Металургійна	24	36
3	Хімічна	6	4
4	Нафтогазова	11	8
5	Машинобудування	4	6
6	Інші	2	4

При цьому близько 40 % капіталізації ринку акцій України належить лише 25 з 600 відкритих акціонерних товариств, акції яких виставлено на біржу.

25 емітентів українського фондового ринку з найбільшою ринковою капіталізацією [18, с. 4]

№ п/п	Емітенти	Ринкова капіталізація, млн. дол.		
		квітень 1998 р.	квітень 1999 р.	квітень 2000 р.
1	Донбасенерго	218,4	79,5	128,4
2	Дніпроенерго	208,2	81,4	104,5
3	Центренерго	194,4	68,8	98,1
4	Західенерго	180,1	69,1	79,7
5	Укрнафта	152,6	104,5	143,4
6	Нікопольський завод феросплавів	109,9	52,4	58,4
7	Київенерго	89,2	42,2	59,5
8	Дніпрообленерго	82,3	48,2	62,4
9	Макіївський металургійний комбінат	61,1	30,6	35,2
10	Росава	48,6	19,4	21,4
11	Харцизький трубний завод	34,8	20,1	26,3
12	Галичина	32,9	24,3	28,6
13	НВО "Фрунзе"	31,5	18,4	20,9
14	Нижньодніпровський трубний завод	30,6	21,3	27,4
15	Концерн Стірол	30,1	22,9	51,2
16	АвтоЗАЗ-Деу	29,8	16,4	17,4
17	Запоріжський завод феросплавів	28,3	18,3	28,3
18	Дніпроспецсталь	15,6	9,1	16,2
19	Азот	15,2	9,2	14,8
20	Валса	14,1	5,8	4,1
21	Житомиробленерго	11,5	7,5	10,4
22	Укррічфлот	10,2	7,2	6,1
23	ЛАЗ	7,3	5,9	5,2
24	Дніпроазот	6,1	4,9	6,5
25	Новомосковський трубний завод	4,4	4,1	7,8
Разом		1647,0	791,5	1003,8
Частка капіталізації підприємств у загальній капіталізації ринку акцій України, %		49,9	41,6	41,3

5) Зависока асиметрія інформації між менеджерами підприємств та акціонерами призводить до зростання вартості капіталу, а це значить, що менеджмент структури капіталу українських підприємств не є ефективним.

Таблиця 1.8

Вартість акційного капіталу українських підприємств, акції яких представлені на ПФТС

Галузі	Вартість капіталу за роками, %		
	1998	1999	2000
Енергетична	13,23	16,87	11,30
Металургічна	21,45	19,98	29,14
Хімічна	29,08	18,30	17,82
Нафтогазова	24,17	22,78	26,37
Машинобудівна	14,59	24,91	21,48
Інші галузі	21,46	28,94	31,69
В середньому:	21,38	23,49	26,93

6) Занадто низька активність українських відкритих акціонерних товариств у здійсненні додаткових емісій акцій.

Таблиця 1.9

Кількість додаткових емісій акцій українських підприємств, акції яких представлені на ПФТС

Галузі	Кількість додаткових емісій акцій за роками		
	1998	1999	2000
Енергетична	8	10	11
Металургічна	12	17	23
Хімічна	4	9	17
Нафтогазова	11	12	19
Машинобудівна	19	14	23
Інші галузі	21	19	26
Загалом:	75	81	119

У 2000 р. лише кожне шосте українське відкрите акціонерне товариство, яке виставило власні акції на торги ПФТС здійснило додаткову емісію акцій.

Якщо фінансування власної діяльності за рахунок додаткових емісій акцій є не привабливим на ринку серед підприємств, то за моделлю ефективного ринку Ю. Фама такий ринок є інформаційно-неефективним, що зменшує й так незначні перспективи для покращення ефективності менеджменту структури капіталу вітчизняних підприємств.

Але головна причина неефективності менеджменту структури капіталу українських підприємств полягає у низькій активності самих українських відкритих акціонерних товариств на фондовому ринку. Так, акції лише близько 600 українських відкритих акціонерних товариств, яких зараз в Україні близько 12 тисяч (4,5 %) входять до лістингів бірж та ПФТС. За такої ситуації майже неможливо виміряти економічну вартість підприємства, а значить й окреслити перспективи його розвитку.

Це значить, що лише 4 % українських відкритих акціонерних товариств взагалі роблять спроби щодо покращення менеджменту структури капіталу. Інші ж 96 % підприємств, які й досі не зважилися вийти з власними акціями на ринок, щоб дати можливість інвесторам оцінити їх ринкові перспективи є неефективними операторами ринку щодо менеджменту структури капіталу.

Як наголошують провідні американські експерти з менеджменту структури капіталу С. Майерс та Ю. Фама, що тільки ті корпорації, які вийшли з власними акціями до інвесторів на ринок, можуть сподіватися на те, що завдяки менеджменту структури капіталу вони стануть спроможними покращити власний фінансовий стан.

Тому, зараз для українського ринку більш актуальним є не питання щодо покращення ефективності менеджменту структури капіталу тих 4,5 % вітчизняних відкритих акціонерних товариств, акції яких вже присутні на фондовій біржі, а пошук концептуального підходу щодо того, яким чином тим підприємствам, які ще вагаються, чи

виходити їм з власними акціями на ринок чи ні, управляти структурою капіталу після прийняття рішення про вихід з акціями на ринок.

Саме невизначеність менеджерів українських підприємств з цим питанням є бар'єром на шляху 95,5 % вітчизняних відкритих акціонерних товариств на фондовий ринок та до інвестиційного капіталу як вітчизняних, так й іноземних інвесторів, що звісно, не може не погіршити фінансовий стан вітчизняних підприємств.

Таким чином, проведене дослідження сутності менеджменту структури капіталу, а також змістовний аналіз ефективності менеджменту структури капіталу провідних корпорацій світу та підприємств України з метою визначення спроможності менеджменту структури капіталу покращити фінансовий стан українських підприємств, дало змогу отримати наступні висновки:

- 1) менеджмент структури капіталу - це управління елементами структури капіталу з метою зменшення його вартості;
- 2) вибір оптимальної стратегії менеджменту структури капіталу менеджерами підприємств залежить від наступних факторів, серед яких найбільш важливими є:
 - рівень інформаційної ефективності ринку, на якому працює підприємство;
 - галузь, до якої належить підприємство;
 - рівень розвитку фондового ринку країни;
 - ефективність інвесторів (акціонерів) підприємства, тобто їх здатність мати раціональну поведінку на ринку;
- 3) ефективний менеджмент структури капіталу здатен вирішити наступні проблеми фінансового змісту, як на рівні підприємства, так і усього фінансового ринку:
 - покращити інформаційну ефективність ринку країни;

- збільшити привабливість вітчизняного ринку для інвесторів, як українських, так і закордонних;
- покращити відносини між менеджерами та інвесторами підприємств;
- покращити фінансовий стан підприємства;
- збільшити достаток акціонерів, тобто розмір створеної підприємством акційної цінності;
- покращити конкурентоздатність підприємства на зовнішньому ринку;

4) менеджмент структури капіталу підприємства може вважатися ефективним, якщо завдяки йому менеджерам підприємства вдається досягти відразу трьох головних цілей корпоративної фінансової стратегії, а саме:

- максимізації ринкової вартості підприємства;
- максимізації акційної цінності;
- мінімізації вартості капіталу;

5) використання менеджменту структури капіталу не може бути ефективним, якщо менеджмент структури капіталу використовується окремо від інших елементів корпоративної фінансової стратегії, таких як:

- дивідендна політика;
- інвестиційна стратегія;
- менеджмент ліквідності акцій підприємства, що вже знаходяться в обігу;
- менеджмент асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами підприємства;

6) найбільш вдалою та універсальною концепцією менеджменту структури капіталу за допомогою якої можна досягти головної цілі управління структурою капіталу - зменшення його вартості, визнана концепція "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої

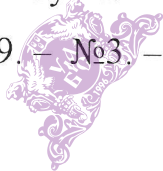
структури капіталу", за якою менеджери підприємства прагнуть збільшити частку власного капіталу у структурі капіталу підприємства;

- 7) ефективна корпоративна фінансова стратегія повинна базуватися на менеджменті асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами, завдяки чому менеджери підприємства були б здатні вчасно помічати та відповідним чином реагувати на зміну ефективності усіх операторів ринку, особливо інвесторів, та недопускати погіршення фінансового стану підприємства;
- 8) найбільш ефективним джерелом фінансування діяльності провідних корпорацій світу є додаткова емісія акцій;
- 9) найбільш ефективний спосіб впливу на ліквідність, а значить і на вартість акцій в обігу, є прямий спліт акцій;
- 10) менеджмент структури капіталу українських підприємств загалом є не ефективним, свідченням чому є:
 - високий рівень асиметрії інформації між менеджерами підприємств та акціонерами;
 - висока вартість капіталу, залученого від випуску акцій;
 - високий показник виплати дивідендів;
 - низька активність українських підприємств щодо додаткового випуску акцій;
- 11) основними причинами неефективності менеджменту структури капіталу українських підприємств є:
 - агентські конфлікти між менеджерами підприємств та акціонерами;
 - низька ефективність українських індивідуальних інвесторів щодо прийняття рішень про використання підприємствами їх активів;
 - нерозуміння менеджерами українських підприємств

перспектив використання акцій у якості джерела фінансування власної діяльності.

Основні положення даного розділу знайшли відображення в наступних працях здобувача [24, 25, 26, 40]:

1. Костюк О.М. Закордонний досвід використання менеджменту акційної цінності / Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – №1. – С. 78-81.
2. Костюк О.М. Трьохрівнева корпоративна фінансова стратегія // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 2000. – №1. – С. 201-209.
3. Костюк О.М., Рекуненко І.І. Злиття та поглинання як елемент корпоративної фінансової стратегії // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 2000. – №4. – С. 217-222.
4. Рекуненко І.І., Костюк О.М. Розвиток ТНК – запорука процвітання економіки країни // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 1999. – №3. – С. 247-249.



РОЗДІЛ 2

НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ПОКРАЩАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ МЕНЕДЖМЕНТУ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

2.1. Розробка стратегії управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу

Теорія акційної цінності, розроблена А. Раппапортом, доводить раніше відому тезу, що структура капіталу впливає на ринкову вартість підприємства та ще раз підкреслює той факт, що теорія ММ не є життєздатною [139].

На цьому А. Раппапорт завершив дослідження в області акційної цінності, прийшовши до висновку, що вже зроблена робота в цьому напрямку має досить вагомий внесок до теорій структури капіталу. Теорії робили наголос на тому, що зміни в структурі капіталу неодмінно призводять до зміни ринкової вартості корпорації. Але теорія акційної цінності не відповіла на головне питання, яке турбує менеджерів підприємств. Питання полягає у визначенні такої структури капіталу, яка сприяла б не тільки зменшенню вартості капіталу, але й позитивно впливала на перспективи ринкового зростання підприємства. Для відповіді на це запитання автором була розроблена стратегія управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу, згідно з якою можливо винайти таку структуру капіталу, яка дозволила б максимізувати дохід до сплати процентів за користування кредитами банків та сплати податків (OI), та чистий дохід (NI), та мінімізувати ризик. При цьому, основний наголос робиться на структурі виробничо-

фінансового ліверіджу корпорації, а не на його рівні. Окрім цього, в існуючих теоріях структури капіталу розглядається лише фінансовий ліверідж підприємства, а така складова виробничо-фінансового ліверіджу підприємства, як виробничий ліверідж, який є вкрай важливим в управлінні фінансами тих підприємств, які динамічно зростають, зовсім не враховується.

Виробничо-фінансовий ліверідж підприємства складається з фінансового та виробничого ліверіджа та розраховується наступним чином:

$$L = FL \times OL, \quad (2.1)$$

де L - виробничо-фінансовий ліверідж підприємства;

FL - фінансовий ліверідж;

OL - виробничий ліверідж.

Існує й інша формула, за якою можливо виміряти виробничо-фінансовий ліверідж підприємства. Ця формула складається з двох компонентів, один із яких, чистий доход на акцію, має пряме відношення до фінансового ліверіджа, а другий, обсяг продажу на акцію, до виробничого [134, с. 12]. Формула має наступний вигляд:

$$L = IPS / SPS, \quad (2.2)$$

де L - виробничо-фінансовий ліверідж підприємства;

IPS - чистий доход на акцію;

SPS - обсяг продаж на акцію.

Згідно до формули 2.2 високий виробничо-фінансовий ліверідж свідчить про те, що підприємство має дуже гарні перспективи для власного ринкового зростання за допомогою реінвестування отриманого чистого доходу. Окрім цього, високий виробничо-фінансовий ліверідж є доказом акціонерам про те, що інвестування у купівлю акцій підприємства не є ризикованим.

Посилаючись на формулу 2.2, управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу є ефективним у випадку, коли:

- чистий дохід на акцію прагне до максимуму;
- обсяг продажу на акцію прагне до максимуму;
- темпи зростання чистого доходу на акцію не менші за темпи зростання обсягу продаж у розрахунку на одну акцію підприємства.

Фінансовий ліверідж, як спосіб управління структурою капіталу - це фінансування інвестицій за рахунок випуску цінних паперів (зобов'язань) [133].

Високий фінансовий ліверідж (FL) повідомляє про те, що чистий дохід на акцію (EPS) компанії високий і як результат, компанія, а точніше її акції, користуються попитом у інвесторів та мають високу ринкову вартість. За такої ситуації вартість капіталу може зменшитися, звісно за умови, якщо темпи зростання курсу акцій підприємства випереджають темпи зростання готівкових дивідендів у розрахунку на одну акцію. Але з іншого боку, високий FL дає зрозуміти інвесторам, що існує значний ризик фінансових втрат від інвестування у цю компанію. Це, у свою чергу, може негативно відбитися на її ринковій вартості [87, с. 248].

Занадто високий рівень FL погіршує ліквідність компанії - можливість компанії в необхідний термін розрахуватися за своїми фінансовими зобов'язаннями [143]. Тому, компанії, у якої високий рівень фінансового ліверіджу, дуже складно оперувати на ринку в умовах фінансової кризи, або навіть незначного падіння ділової активності. Чим вище рівень FL, тим вище рівень фіксованих платежів за фінансовими зобов'язаннями, які компанія повинна зробити. Тому, у неї може не вистачити фінансів для здійснення своєї діяльності, тому що вона зв'язана зобов'язаннями з кредиторами.

Проблеми ліквідності особливо жорстоко відбиваються на ринковій ефективності компанії в періоди невисоких обсягів продаж, коли падає попит на ринку товарів та послуг. Особливо це стосується ринків тих країн, де розвиток економіки знаходиться на досить низькому рівні, ділова активність на ринках товарів та послуг та ринках капіталу є незначною, що робить проблематичним отримання стабільних прибутків компанією [134, с. 14].

Зростаюча заборгованість компанії, яка знаходить свій прояв у збільшенні рівня фінансового ліверіджу, може призвести до збільшення коливання чистого доходу на акцію. Тому, позитивні сторони високого FL повинні бути протиставлені фінансовому ризику неплатоспроможності. Приходить такий момент, коли приріст витрат за фіксованими зобов'язаннями з урахуванням правок на оподаткування переважає виграш компанії від використання високого фінансового ліверіджу для управління структурою капіталу.

Для вирахування рівня фінансового ліверіджу використовується декілька формул, одна з яких є наступною:

$$FL = IPS / EPS, \quad (2.3)$$

де FL - фінансовий ліверідж;

IPS - чистий дохід на акцію;

EPS - дохід на акцію до сплати відсотків та податків.

Цей показник повідомляє про те, як зміна доходу до сплати процентів та податків відбивається на зміні чистого доходу на акцію. Розмір доходу на акцію є одним з найважливіших факторів, на які орієнтуються інвестори для вибору об'єкта інвестування, тому що чим більший чистий дохід на акцію, тим менший ризик фінансових втрат інвесторів від купівлі акцій підприємства.

Інша формула для розрахунку рівня фінансового ліверіджу має наступний вигляд:

$$FL = D / (D+E), \quad (2.4)$$

де FL - фінансовий ліверідж;

E - власний капітал;

D - борг.

Застосування формули 2.4 дає можливість вирахувати показник, який дає змогу виміряти вплив зміни операційного прибутку на зміну чистого прибутку (NI) компанії. Цей показник є вкрай важливим для визначення оптимального співвідношення між доходом до сплати процентів та податків та чистим доходом на акцію.

Наприклад, якщо $FL=2$, то це значить, що зміна ОІ на 1 % призведе до зміни NI на 2 %. Але ця зміна може відбутися у двох протилежних напрямках. Так, якщо операційний прибуток збільшиться на 1 %, то чистий доход також збільшиться на 2 %. Але, якщо операційний прибуток зменшиться на 1 %, то це призведе й до зменшення чистого доходу, але вже на 2 %.

Виробничий ліверідж (OL), на відміну від фінансового ліверіджу, свідчить про відношення між доходом на акцію до сплати відсотків та податків та обсягом продаж на акцію.

Формула для розрахунку виробничого ліверіджу має наступний вигляд [143, с. 121]:

$$OL = EPS / SPS, \quad (2.5)$$

де OL - виробничий ліверідж;

EPS - доход на акцію до сплати відсотків та податків;

SPS - обсяг продажу на акцію.

Тепер потрібно перейти до розрахунку акційної цінності компанії. Акційна цінність компанії, тобто інвестиційний доход акціонерів, а значить і її ринкова вартість, можуть бути збільшені завдяки зменшенню у структурі капіталу частки фінансових зобов'язань, або за рахунок збільшення майбутніх грошових

потоків [105]. Таким умовам найкращим чином відповідає низьколіверіджева структура капіталу.

Слід змістовно дослідити кожний з цих елементів окремо один від одного.

Зменшення фінансових зобов'язань у структурі капіталу компанії, а значить й зменшення рівня фінансового ліверіджу, призведе до зменшення ризику неплатоспроможності, що повинно збільшити надійність компанії серед інвесторів.

В результаті, це стане поштовхом для збільшення курсу акцій компанії, так як попит на акції буде перевищувати пропозицію. Це станеться тому, що потенційні інвестори приймуть рішення купити акції компанії, де гарантовані стабільні доходи та добре застраховані ризики фінансових втрат.

Все це свідчить про те, що політика у галузі менеджменту структури капіталу, запропонована А.Раппапортом, нагадує стратегію низькорівневого ліверіджу, за якого мінімізується фінансовий ризик за рахунок зменшення розміру фінансових зобов'язань в структурі капіталу [118].

Що ж до чисельника формули для розрахунку акційної цінності, тобто майбутніх грошових потоків, то потрібно сказати, що обсяг майбутніх грошових потоків залежить в першу чергу від обсягу майбутніх продаж.

Значить, збільшення обсягу продаж призведе до збільшення грошових потоків та акційної цінності компанії (напевно, якщо це зростання буде пропорційно більше за зростання розміру фінансових зобов'язань, або якщо розмір фінансових зобов'язань зменшиться чи залишиться на тому ж рівні).

Відповідно до формули для вирахування рівня виробничого ліверіджу, збільшення обсягу продаж призведе до збільшення доходу до сплати відсотків та податків (для успішних компаній). Результатом цього

буде збільшення рівня виробничого ліверіджу, що є однією з вимог ефективного управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу.

Раніше вже згадувалося, що зменшення частки фінансових зобов'язань у структурі капіталу компанії призводить до зменшення рівня фінансового ліверіджу, що з одного боку зменшує ризик фінансових втрат при вкладанні капіталу у компанію інвесторами, але з іншого боку супроводжується падінням чистого доходу на акцію. Останнє припущення вірно лише у тому випадку, коли дохід до сплати відсотків та податків не змінюється або зменшується.

У випадку, коли дохід до сплати відсотків та податків збільшується, хай лише на 2 %, що навіть за низькорівневого фінансового ліверіджу, наприклад у 1,1 пункт, призводить до збільшення чистого доходу у розрахунку на одну акцію на 2,2 %, то це не може не подобатися інвесторам. При цьому, ризик фінансових втрат при інвестуванні у компанію зводиться до мінімуму, завдяки вибору низькорівневої стратегії фінансового ліверіджу, а акційна цінність збільшується. Таким чином, оптимальне співвідношення між інвестиційним доходом та ризиком інвестування у підприємство досягається тоді, коли розмір доходу сягає свого максимуму, а ризик зводиться до мінімуму.

Кажучи мовою рівнянь, оптимальний рівень виробничо-фінансового ліверіджу підприємства досягається тоді, коли:

- 1) $OL > FL$;
- 2) OL прагне до максимуму;
- 3) FL прагне до мінімуму.

Якщо вести мову про те, який з факторів відіграв найбільш важливу роль у досягненні оптимального рівня виробничо-фінансового ліверіджу, то без сумніву цим фактором є зростання доходу до сплати відсотків та податків. Цей показник є свого роду результатом

вибору оптимальної структури капіталу, якою слід вважати саме низьколіверіджеву.

У нашому випадку, стратегія оптимальної структури виробничо-фінансового ліверіджу (TLOS) робить наголос на тому, що оптимальна структура капіталу досягається у тому випадку, коли компанія мінімізує частку фінансових зобов'язань у структурі капіталу для досягнення максимальних результатів виробничо-фінансової діяльності.

Для того, щоб відповісти на наступне запитання щодо того, який з факторів - структура виробничо-фінансового ліверіджу чи його рівень (TL) - відчутніше впливають на ринкову вартість підприємства, потрібно розглянути динаміку зміни та впливу FL, OL та TL на ринкову вартість компанії. За приклад візьмемо компанію Федерал Експрес (Federal Express Corporation), світового лідера у галузі швидкої доставки кореспонденції.

Таблиця 2.1

Фактори, які впливають на ринкову вартість компанії

№ п/п	Фактори	Зміна показників за роками			
		1994	1995	1996	1997
1	OL, пункти	3,95	4,25	4,38	4,52
2	FL, пункти	2,2	1,76	1,72	1,54
3	TL, пункти	8,69	7,48	7,53	6,96
4	Зміна ринкової вартості компанії, %	+1,4	+3,4	+2,1	+2,93
5	Зміна TL за рік, пункти	-0,12	-1,21	+0,05	-0,57
6	Зміна TLOS * за рік, пункти	+0,09	+0,74	+0,17	+0,32

TLOS *= зміна OL за рік (збільшення) + зміна FL за рік (зменшення).

Показник TLOS (оптимальна структура виробничо-фінансового ліверіджу) може характеризувати як динаміку структури TL, так і

зафіксувати структуру виробничо-фінансового ліверіджу на конкретний момент. Для цього формула динаміки TLOS приймає такий вигляд:

$$TLOS = (OL2 - OL1) + (FL1 - FL2), \quad (2.6)$$

де $TLOS$ - оптимальна структура виробничо-фінансового ліверіджу;

$OL1$ - виробничий ліверідж на початок року;

$OL2$ - виробничий ліверідж на кінець року;

$FL1$ - фінансовий ліверідж на початок року;

$FL2$ - фінансовий ліверідж на кінець року.

Для того, щоб мати ще більш чітке уявлення про те, завдяки чому змінюється вартість компанії, слід звернути увагу на наступний рисунок.

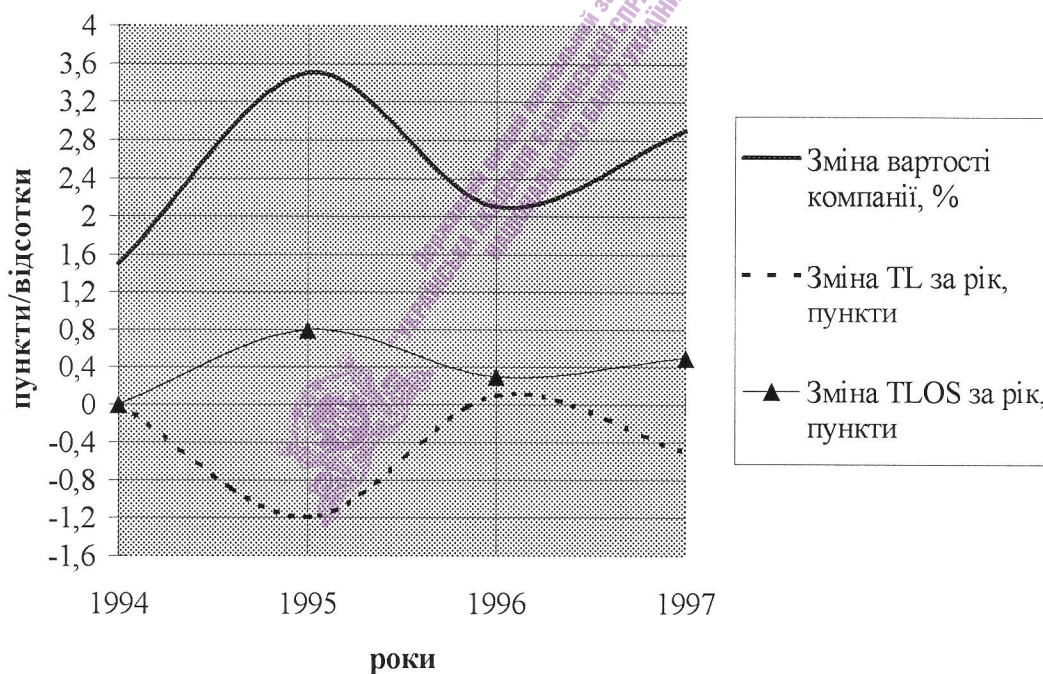


Рис. 2.1. Вплив зміни структури та рівня виробничо-фінансового ліверіджу на вартість компанії Федерал Експрес

Рис. 2.1 яскраво свідчить про те, що зміна рівня виробничо-фінансового ліверіджу не є найбільш важливим фактором, який впливає

на збільшення вартості компанії на ринку. Так, слід зазначити, що в 1996 р. TL збільшився на 0,05 пунктів, що на перший погляд привело до збільшення вартості компанії на 2,1 %. Але вже в наступному році, незважаючи на зменшення TL на 0,57 пунктів, вартість компанії все одно зросла, і навіть більше, ніж в 1996 р.

Таким чином, можна зробити висновок, що рівень виробничо-фінансового ліверіджу не має вирішального впливу на вартість компанії на ринку.

Рис. 2.1 дає змогу зробити остаточну відповідь, що основним фактором, який впливає на ринкову вартість корпорації є структура виробничо-фінансового ліверіджу, тобто співвідношення між рівнем виробничого та фінансового ліверіджу.

Дані, ілюстровані на рис. 2.1 є яскравим доказом того, що чим відчутніша зміна (у бік збільшення) рівня виробничого ліверіджу та більш помітне зменшення рівня фінансового ліверіджу за рік, тим вища ринкова вартість компанії, тобто тим вища оцінка ринкових перспектив підприємства з боку інвесторів на ринку корпоративного капіталу. Тому, для того, щоб максимізувати ринкову вартість своїх компаній, а значить й покращити їх ринкові перспективи, фінансові менеджери повинні прагнути до пошуку не оптимального рівня виробничо-фінансового ліверіджу, як це робиться зараз, а до пошуку оптимальної структури виробничо-фінансового ліверіджу, за якої:

- $OL > FL$;
- OL прагне до максимуму;
- FL прагне до мінімуму;
- чистий дохід на акцію прагне до максимуму;
- обсяг продажу на акцію прагне до максимуму;
- темпи зростання чистого доходу на акцію не менші за темпи зростання обсягу продаж у розрахунку на одну акцію підприємства;

- показник TLOS прагне до максимуму.

Вищеназвані фактори, які мають вплив на поведінку інвесторів на ринку капіталу та які, у свою чергу, знаходяться під впливом менеджменту структури капіталу, фундаментом якого є низьколіверіджева структура капіталу, досить детально розкривають усі подальші напрямки досліджень у галузі управління структурою капіталу.

2.2. Вдосконалення методів використання інформаційної ефективності ринків з метою залучення інвестиційного капіталу

Однією з умов ефективного управління вартістю капіталу підприємства є ліквідність його акцій в обігу. Особливо це важливо для тих підприємств, які працюють на неефективних ринках. Ліквідність акцій - це спроможність активів бути швидко та без фінансових втрат конвертованими у готівку їх власниками.

Звісно, що український ринок не є ліквідним, тому для того, щоб ефективно управляти структурою капіталу, збільшуючи у ньому частку власного капіталу, менеджери підприємства спочатку повинні сконцентрувати свої зусилля у напрямку покращання ліквідності акцій підприємства в обігу, вдаючись до використання міжнародного менеджменту інформаційної ефективності ринків.

Міжнародний менеджмент інформаційної ефективності ринків - це діяльність менеджерів підприємств, яка полягає у використанні різниці щодо інформаційної ефективності ринків різних країн світу та має на меті зменшення вартості капіталу та покращання фінансового стану підприємств.

Головною умовою, яка висувається до ефективного міжнародного менеджменту інформаційної ефективності ринків є високий рівень ліквідності акцій в обігу.

Одним із засобів покращання контролю за власними акціями в обігу, тобто їх ліквідністю, в умовах неефективного ринку є підвищення номінальної вартості акцій компанії [86]. Цей прийом з арсеналу менеджменту структури капіталу може дуже важливим в умовах зависокої асиметрії тому, що психологічно такий номінал легше сприймається саме стратегічними інвесторами, а не індивідуальними.

Збільшення номінальної вартості акцій автоматично збільшує ринкову вартість акцій прямопропорційно збільшенню номіналу акцій за причини того, що збільшення номіналу акцій здійснюється завдяки прямопропорційному зменшенню кількості акцій в обігу.

Цей прийом є протилежним прямому спліту, завдяки якому навпаки, збільшується кількість акцій в обігу та зменшується номінальна, балансова та ринкова вартість акцій.

Приймаючи до уваги той факт, що прямі спліти призводять до збільшення ліквідності акцій, то протилежна ним операція, тобто збільшення вартості акцій компанії та зменшення кількості акцій компанії в обігу призводить до зменшення ліквідності акцій [96].

Розглянемо, яким чином ця операція з арсеналу менеджменту структури капіталу впливає на фінансовий стан підприємства та його ринкову позицію.

Доцільно вивчити вплив цієї операції з арсеналу менеджменту структури капіталу на фінансовий стан підприємства та його ринкову позицію на прикладі концерну Стірол, претендента в українські "блу чіпс", тобто лідери українського ринку акцій.

У той час, коли акції так званих визнаних українських "блу чіпс", якими є компанії енергетики, досить важко продовжують своє сходження до вершини українського ринку капіталу, яке час від часу переривається дуже відчутним падінням, наводячи операторів ринку на роздуми щодо доцільності стратегічних інвестицій в енергетику України, деякі підприємства інших галузей не чекають інвесторів. Вони йдуть до них самі, використовуючи при цьому досить цікаві підходи з арсеналу менеджменту структури капіталу.

Тут радує той факт, що українські компанії починають розуміти переваги низьколіверіджевої структури капіталу перед високоліверіджевою. До цих компаній можна сміливо віднести концерн Стірол, який не збирається здавати своїх ринкових позицій, і більше того, не збирається плести по течії зі стагнуючою економікою України.

Горловський концерн Стірол є одним з найбільш інвестиційно-привабливих підприємств України. Він представляє собою великий промисловий конгломерат, який складається з 12 великих заводів та 30 допоміжних підприємств [14, с. 4].

Однією з переваг концерну Стірол є те, що він має дуже широкую номенклатуру виробленої продукції, чим не можуть похвалитися інші підприємства хімічної промисловості України.

Фармацевтичні препарати, азотні добрива, електроенергія - це лише частина того, що виробляє концерн. Можливо, що в умовах жорсткого регулювання діяльності промислових підприємств України керівними органами держави, що робить перспективи залучення стратегічних, довгострокових іноземних інвесторів дуже примарними, саме завдяки широкому спектру операційної діяльності концерн Стірол і є привабливим для іноземних стратегічних інвесторів. Але концерн, знаходячись у такому вигідному становищі не чекає стратегічних інвесторів, а робить кроки їм на зустріч [18, с. 6].

Випуск ADR - американських депозитарних розписок, це шлях, яким концерн Стірол планує наблизитися до стратегічних іноземних інвесторів, таких як інституційні фонди, які є власниками та розпорядниками майже безмежних інвестиційних капіталів, здатними самотужки фінансувати діяльність навіть лідерів американського бізнесу, підносячи їх на пік успіху.

Для того, щоб найкращим чином проаналізувати ефективність менеджменту інформаційної ефективності ринків, слід, в першу чергу, окреслити головні риси процедури здійснення випуску американських депозитарних розписок.

Депозитарні розписки - це інструмент міжнародного інвестування. З точки зору інвестора він дозволяє уникнути значної частини ризиків, пов'язаних з інвестуванням в економіки різних країн, отримуючи при цьому такі ж самі прибутки, як від операцій на національному ринку.

З точки зору менеджерів корпорацій різних країн світу, депозитарні розписки це один із напрямків фінансування діяльності корпорацій.

ADR емітуються американськими банками-депозитаріями і обертаються на фондовому ринку США відповідно до американських правил торгівлі. Депозитарна розписка свідчить про те, що її власник має акції якоїсь іноземної корпорації в одному з банків-зберігачів і дає її власнику право на управління корпорацією, отримання дивідендів та одержання частки при продажу активів корпорації. При цьому цінні папери іноземних компаній-емітентів не перетинають національні межі, а знаходяться в місцевих банках-зберігачах на території країни компанії-емітенту цих паперів.

Важливо розрізнати ADR, що випускають на акції, що вже є в обігу на вторинному ринку країни-емітенту, і на акції нового випуску.

На акції, що вже знаходяться в обігу можна випустити розписки першого і другого рівнів.

Щоб випустити такі розписки потрібно подати до Комісії з цінних паперів та бірж США документацію (форма К-6), що підтверджує відповідність зазначеного акціонерного товариства та його цінних паперів внутрішньому законодавству, що діє в країні компанії-емітента. Окрім цього, необхідно мати висновок аудиторської компанії про стан справ у компанії-емітенті.

ADR другого рівня котуються на Нью-йоркській та Американській фондових біржах та входять до лістингу електронної біржі NASDAQ.

Для розписок першого рівня біржовий ринок є недоступним. Депозитарні розписки першого рівня можуть котируватися тільки на позабіржовому ринку. Відомості про їх котировки уміщуються у "Бюлетні Борд" Національної асоціації дилерів фондового ринку і щоденного фондового довідника "Рожеві сторінки", а угоди укладаються телефоном.

ADR третього рівня - це вершина, якої можуть досягти іноземні емітенти на американському ринку. Для їхнього випуску необхідно подати до Комісії з цінних паперів та бірж США повну інформацію про компанію, аудиторський висновок про стан справ у компанії, задовільнити вимоги щодо надання регулярної бухгалтерської звітності, що більш жорстокі, ніж для депозитарних розписок другого рівня.

Механізм торгівля ADR наступний (див. рис. 2.2).

Іноземний інвестор, який забажав купити депозитарні розписки на акції українського емітента, робить замовлення американському брокеру, який намагається їх придбати на американському ринку. Якщо він їх знайшов і ціна його влаштовує, угода реєструється в депозитарному банку - емітенту даних ADR.

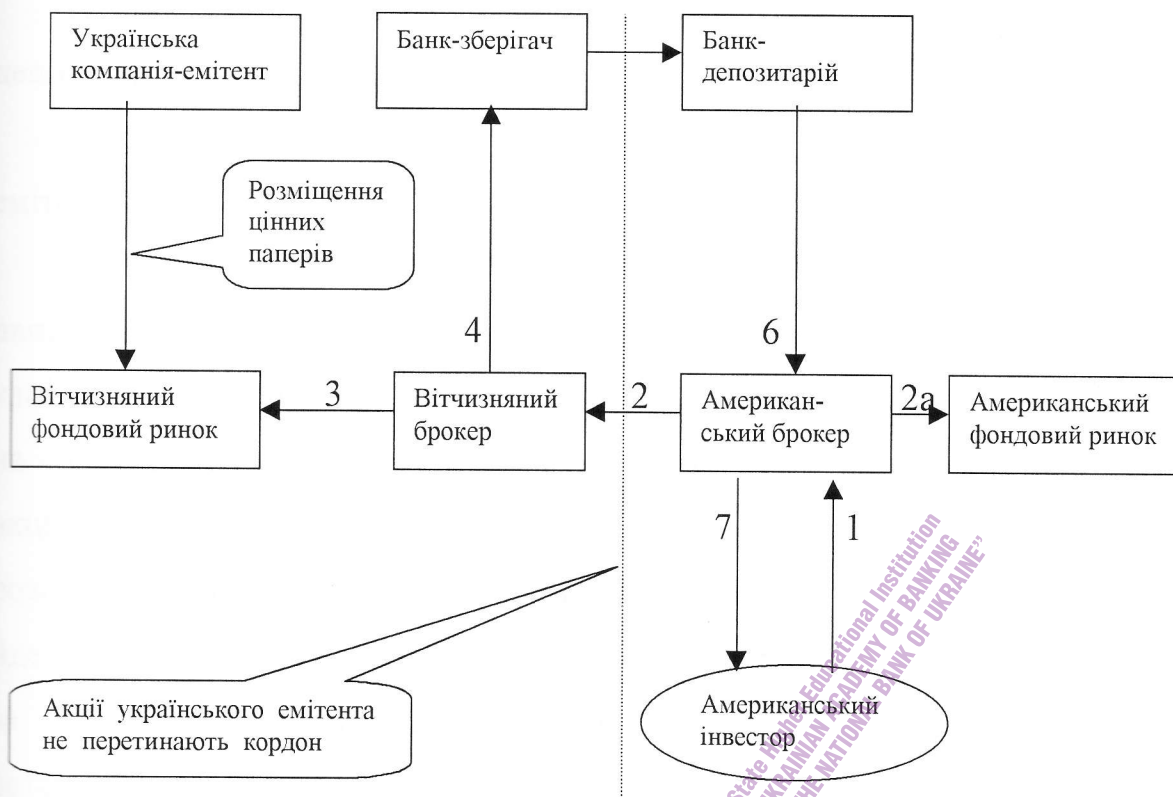


Рис. 2.2. Механізм торгівлі ADR [34, с.5]

- 1- американський інвестор дає замовлення своєму брокеру на купівлю ADR
- 2- американський брокер дає замовлення українському брокеру на купівлю або продаж ADR
- 2а- брокер купує ADR на ринку США
- 3- місцевий брокер купує акції даної компанії на місцевому ринку
- 4- місцевий брокер реєструє цінні папери в утримувача, який зареєстрований номінальним утримувачем у реєстратора власників цінних паперів емітента
- 5- відділення банку депонує акції даної компанії та дає наказ депозитарному банку США про випуск ADR
- 6- депозитарний банк випускає ADR на акції даної компанії та передає їх американському брокеру
- 7- американський брокер передає ADR своєму клієнту

Тобто в реєстрі українського акціонерного товариства робиться запис на ім'я банку-зберігача, який стає номінальним утримувачем акцій підприємства. Після цього банк-зберігач інформує банк-депозитарій про те, що відповідні акції на нього зареєстровані. Депозитарний банк випускає на них ADR, передає їх американському брокеру, а той - своєму клієнту.

Всі операції у лівій частині схеми здійснюються з акціями українського емітента, на які виконується випуск ADR.

Всі операції у правій частині схеми виконуються виключно з депозитарними розписками.

Розглянемо, які переваги дають програми депозитарних розписок емітентам.

Треба зазначити, що ці програми в разі випуску ADR на цінні папери, що вже є в обігу, не принесуть компанії інвестиційного капіталу. Але вони спроможні вплинути на ліквідність акцій компанії на вторинному ринку. Як показує міжнародна практика, ліквідність акцій компанії та їх ринкова вартість після випуску депозитарних розписок зростає на внутрішньому ринку на 5-10%. Адже мова вже йде не про декількох ключових гравців на ринку цінних паперів, які за власним, у більшості випадків, чисто спекулятивним розсудом, встановлюють ціну на акції. Після випуску ADR зростає кількість власників активів компанії, а значить й покращується ліквідність акцій підприємства.

Зростання курсу акцій компанії за причини збільшення кількості акціонерів, призводить до зростання акційної цінності, тобто достатку акціонерів. Важливим є те, що компанія отримує добру нагоду заявити про своє існування не тільки на національному, але й на міжнародному фінансових ринках. При цьому створюється добрий імідж учасника ринкових відносин, закладається фундамент подальшої кооперації з провідними міжнародними банками, інвестиційними компаніями. Все це є позитивним сигналом для інвесторів про перспективи розвитку компанії та її високу ринкову ефективність.

За допомогою вищезгаданих операторів міжнародного ринку капіталу реалізується можливість виходу компанії з власними акціями за кордон. Цьому сприяють наступні фактори:

- відпрацьованість процедур програми випуску депозитарних розписок;

- можливість подолання правових бар'єрів на безпосереднє володіння акціями;
- реалізація податкових переваг;
- скорочення витрат на проведені операції з американськими депозитарними розписками.

Для міжнародних операторів ринку корпоративного капіталу, які приймають участь у програмах випуску депозитарних розписок ліквідуються практично усі проблеми, які існують на українському ринку капіталу, а саме:

- нерозвиненість системи розрахунків і інфраструктури місцевого фондового ринку;
- питання конвертації валют;
- інформаційна неефективність вітчизняного ринку цінних паперів;
- погане знання традицій розвитку та функціонування національного фондового ринку.

Привабливість американських депозитарних розписок однакова як для українських компаній, так і для інвесторів у всьому світі, оскільки вони мають справу з реальними і прогнозованими ризиками ринку цінних паперів в Україні. До списку цих ризиків слід віднести наступні:

- ризик реєстрації;
- ризик розрахунків;
- ризик зберігання;
- ризик володіння.

Депозитарні угоди роблять компанію відповідальною за надійність реєстрації її акцій. Якщо реєстратор незаконно або помилково виключить ім'я депозитарного банку, то компанія дасть йому вказівку призупинити програму і акціями буде володіти українська сторона.

Ризик реєстрації зводиться до мінімуму за тієї причини, що розрахунки з ADR проводяться високонадійними центральними депозитаріями.

Ризик зберігання в Україні за сутністю є ризиком реєстрації і швидко зникає, оскільки документарні цінні папери звичайно не застосовуються і все більша кількість банків надає послуги збереження високої якості.

Ризик володіння полягає у тому, що західні інвестори не завжди знають особливості чинного українського законодавства про права володіння і безпосередньо власності, відповідно до яких попередні власники можуть зажадати повернення втрачених цінних паперів, що сумлінно змінили власника. У ADR передбачені захисні міри - вони супроводжуються легендою, яка попереджає інвесторів про це, у загальному легальному ризику. У випадку, якщо цінні папери успішно конвертовані в ADR, а потім конфісковані судом, то інвестори понесуть різні втрати.

Такий перерозподіл ризику дещо заспокоює міжнародних інвесторів.

Таким чином, програма випуску ADR є прогресивним заходом активізації інвестиційної діяльності на рівні підприємства.

Треба зазначити, що, випустивши депозитарні розписки, депозитарний банк гарантує свчасність і слухність взаємозаліків за ними, їхню відповідність кількості депонованих у країні емітента акцій, а також те, що власник розписки має усі ті права, які має власник звичайної акції. Але банк ні в якому разі не гарантує прибутковість цих акцій і не відповідає за виконання зобов'язань свого емітента.

Тому, щоб зменшити інвестиційні ризики інвесторів від купівлі акцій підприємства, менеджери концерну Стірол збільшили номінальну,

балансову та ринкову вартості власних акцій за рахунок зменшення їх кількості в обігу.

Такий номінал (6 доларів США) легше сприймається стратегічними іноземними інвесторами [88]. Зменшення ліквідності акцій концерну, як результат цієї операції, може дещо погіршити котировки його акцій на ринку, але це погіршення буде скоріше за все дуже нетривалим, приймаючи до уваги ринкові можливості концерну. А ось щодо майбутніх наслідків цієї операції, то вони будуть дуже добрими для концерну.

Аналіз діяльності американських компаній, лідерів на ринку США, проведений раніше, яскраво засвідчив, що перспективи для ринкового розвитку мають лише компанії, у яких низьколівериджева структура капіталу, тобто ці компанії віддають перевагу у фінансуванні власної діяльності власному капіталу, в першу чергу чистому доходу (грошовим потокам) та капіталу, залученому від випуску акцій.

До того ж, майже обов'язковою умовою для ринкового зростання компанії є реінвестування дивідендів у грошовій формі за допомогою здійснення прямого спліту. Делл, Сіско Системс, Інтел, Майкрософт (див. додаток 1) - це далеко не повний перелік компаній так званої нової генерації в США, які були засновані лише у середині або наприкінці 80-х рр. 20-го століття, але вже досягли аби яких успіхів на ринку США [25].

Про популярність цих компаній, а також їх бізнесової філософії, яка базується на висловлюванні: "Ми зростаємо разом з нашими інвесторами", серед інвесторів свідчить той факт, що загальна ринкова капіталізація лише цих п'яти компаній на кінець 1999 р. складала 1,12 трильйона доларів США, що складає 10 % від загальної капіталізації ринку США [34, с. 6].

Вочевидь, що концерн Стірол як найкращим чином перейняв досвід своїх американських колег, збільшивши номінальну, балансову та

ринкову вартість власних акцій, зменшивши при цьому їх кількість в обігу. Це дає концерну добру перспективу для власного зростання через те, що прихід на ринок США з власними ADR при високих розмірах номінальної вартості власних акцій значно покращує використання підприємством прямих сплітів акцій у майбутньому.

Це пояснюється тим, що перспективність використання прямих сплітів в першу чергу визначається розміром номіналу акцій, який зменшується в результаті спліту, зменшуючи як можливості, так і ефективність здійснення наступних сплітів [27].

Тому, чим більше у компанії, тобто її акцій, розмір номінальної вартості, тим кращі у неї перспективи використання сплітів. Для приклада потрібно сказати, що номінальна вартість акцій компанії Делл, яка протягом 1988 -1999 рр. зробила 7 сплітів, ефективність котрих визначається зростанням курсу акцій компанії в 541 раз протягом цього періоду часу (це без урахування змін у курсі акцій за рахунок сплітів), в 1988 р. дорівнювала лише 96 центам США. Навіть зараз, коли номінальна вартість акцій компанії Делл дорівнює лише 1 центу, компанія має наміри використовувати найкращим чином спліти у майбутньому.

Номінальна вартість акцій концерну Стірол на момент появи на ринку США її ADR дорівнювала 6 долларам США, що само за себе каже про перспективи використання такого елемента з арсеналу менеджменту структури капіталу, як прямі спліти для залучення інвестиційного капіталу стратегічних, довгострокових іноземних інвесторів на ринку США для покращення фінансового стану підприємства та стимулювання власного ринкового зростання.

Тут потрібно звернути увагу й на послідовність двох операцій менеджменту структури капіталу, тобто збільшення номінальної вартості акцій компанії (зворотній спліт) та вихід на ринок США з власними ADR. Послідовність кроків, за якої спочатку збільшується

номінальна вартість акцій компанії, а вже потім компанія виходить на більш ефективний ринок з власними ADR є слід вважати як найбільш оптимальну. Це можна пояснити наступним чином.

Як вже зазначалося раніше, збільшення номінальної вартості акцій компанії призводить до погіршення ліквідності її акцій, що в свою чергу, негативно позначається на ринковому курсі її акцій, за причини збільшення ризику фінансових втрат інвесторів, які інвестують капітал у компанію. Але негативний вплив зменшення ліквідності акцій компанії на їх курс менш відчутний на неефективному ринку, котрим є український ринок, ніж на більш ефективному, такому як американський.

Причина у тому, що падіння курсу акцій, визване зменшенням їх ліквідності, залежить від того, наскільки швидко інформація про причину, що погіршила ліквідність акцій, розповсюджується на ринку [35, с. 2].

Якщо інформація на ринку розповсюджується дуже швидко (риса ефективного ринку, тобто ринку США), то усі продавці та покупці акцій на ньому дізнаються про погіршення ліквідності акцій компанії майже одночасно, що зробить продаж акцій компанії за більш вигідним для продавців курсом (найвищим) неможливим за причини того, що покупці володіють, а головне отримують майже одночасно з продавцями інформацію про погіршення ліквідності акцій.

Тому покупці не погодяться переплачувати власні кошти за неліквідні акції і продавцям нічого не залишиться, як зменшити курс пропозиції акцій, що буде стимулювати падіння курсу акцій компанії на ефективному ринку.

На неефективному ринку, такому як український, інформація про майбутнє погіршення ліквідності акцій компанії розповсюджується дуже повільно [64].

В результаті, власники акцій компанії отримують добру нагоду вчасно продати акції покупцям, які ще не володіють інформацією про причину погіршення ліквідності акцій, а тому не здатні об'єктивно оцінити реальну вартість акцій на поточний момент.

Це призводить до того, що продавці реалізують такі акції покупцям за вищу ціну, ніж ціна на ті ж акції на більш ефективному ринку. А значить, негативний вплив збільшення номінальної вартості акцій компанії на її ринковий курс на неефективному ринку менш відчутний [80, с. 777].

Саме нижчу швидкість розповсюдження інформації на ринку України, ніж на ринку США використав концерн Стірол для зменшення негативного впливу погіршення ліквідності власних акцій, як результат збільшення номінальної вартості власних акцій.

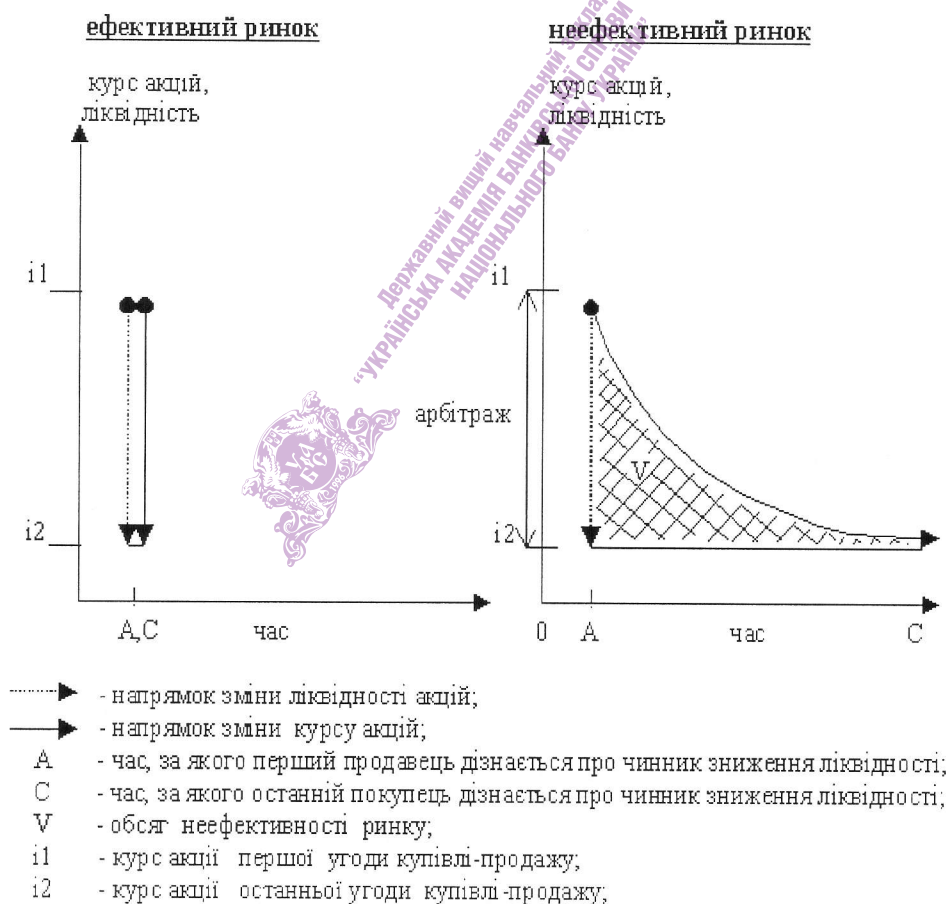


Рис. 2.3. Графічне відображення впливу майбутньої зміни ліквідності акцій на їх ціну на ринках з різним рівнем ефективності

Рис. 2.3 свідчить про вірність вибору концерном Стірол послідовності кроків та ринку для підвищення номінальної вартості власних акцій. Саме неефективний український ринок дає концерну досить часу на те, щоб за рахунок допоміжних заходів, таких як випуск власних ADR на американському ринку, не тільки зменшити негативний вплив на курс акцій на власному українському ринку, але й стимулювати їх зростання на американському ринку за рахунок методів з арсеналу менеджменту структури капіталу, таких як прямий спліт та додатковий випуск власних акцій в обіг.

При цьому, вищевказані методи менеджменту структури капіталу найкращим чином позначаються на ліквідності акцій концерну.

Тому за падінням курсу акцій на власному ринку, спричиненого збільшенням номінальної вартості акцій, прийде зростання курсу акцій на обох ринках, українському та американському, що дасть концерну поштовх для залучення додаткових інвестицій для власного зростання, віддаючи перевагу акційному капіталу та чистому доходу перед кредитами банків та інших фінансових установ [24].

Перспективність впровадження вищезазначених підходів менеджменту структури капіталу концерном Стірол визначається ще й фактором вдалого акціонерного складу, в якому власні робітники володіють більш, ніж 57 % акцій, що робить можливим прийняття на зібранні акціонерів найбільш важливих стратегічних довгострокових рішень щодо розвитку концерну [14, с. 5].

Саме завдяки незначному впливу держави на керування концерном, частка якої у акційному капіталі займає лише 17,8 %, та більш, ніж 50 % частки у власному капіталі концерну трудового колективу, концерн здатен сам вирішувати власну долю, приймаючи такі бізнесові рішення, які б мали чітко виражений стратегічний курс.

Вищевказані методи міжнародного менеджменту інформаційної ефективності ринків найкращим чином позначилися на ліквідності акцій концерну.

Дані таблиці 2.2 доводять точку зору, що застосування підприємством міжнародного менеджменту ліквідності акцій дійсно позитивно позначилося на головних показниках ринкової ефективності підприємства.

Таблиця 2.2

Показники ефективності міжнародного менеджменту інформаційної ефективності ринків концерну Стірол

Дата	Показники ефективності менеджменту структури капіталу				
	Ринкова капіталізація, тис. дол. США	Спред, %	P/E	P/S	Обсяг торгів акціями, дол. США
1.10.1999	38100	22	2,67	0,16	3880046
1.10.2000	60440	16	4,2	0,25	6712400

По-перше, ринкова капіталізація концерну Стірол зросла за період з 1.10.1999 р. по 1.10.2000 р. майже на 70 %, що є свідченням високої оцінки інвесторами зусиль менеджерів підприємства щодо управління корпоративними фінансами.

По-друге, слід відмітити показник відношення курсу акцій до доходу на акцію, який за вищевказаний проміжок часу збільшився до позначки у 4,2 пункти. Не зважаючи на те, що прибуток концерну Стірол за останній рік збільшився на 34 %, менеджери підприємства були настільки ефективними в управлінні структурою капіталу, що темпи зростання курсу акцій значно випередили темпи зростання прибутку концерну.

Таким чином, міжнародний менеджмент інформаційної ефективності ринків, який базується на використанні акцій для фінансування діяльності

підприємств, має добру перспективу для застосування іншими українськими підприємствами.

Слід зазначити, що застосування підходів з арсеналу міжнародного менеджменту інформаційної ефективності ринків для збільшення ефективності менеджменту структури капіталу не є поодиноким на українському ринку. Доказом перспективності використання українськими підприємствами міжнародного менеджменту інформаційної ефективності ринків є робота менеджерів ВАТ "Азовсталь".

Вихід з ADR на американський ринок на початку квітня 1999 р. та додаткова емісія акцій ВАТ "Азовсталь" на початку червня 1999 р. у розмірі 12,5 % від статутного фонду є змістом цієї стратегії [18, с. 8]. Це значить, що ні час для проведення вищезазначених заходів корпоративної фінансової стратегії, ні їх послідовність, ні розмір додаткової емісії акцій ВАТ не є випадковими.

На початок 1999 р. капіталізація ВАТ "Азовсталь" складала 140810 тис. грн. (41088 тис. дол. США). За цим показником підприємство посіло 1 місце (8 місце на початок 1998 р.) в рейтингу 50 найбільших підприємств України, який проводився "Українською Інвестиційною Газетою" [19, с. 4]. На 1 листопада 1999 р. капіталізація компанії зросла до 158710114 грн., в основному завдяки додатковій емісії акцій у червні 1999 р. [18, с. 8]. Ліквідність акцій компанії протягом першої половини 1999 р. була доволі низькою. Але у травні - червні вона значно зросла, свідченням цьому є зменшення спреду та збільшення кількості акцій ВАТ, на які було сформовано попит.

Як позитивний фактор відносно перспектив використання власних акцій в якості джерела фінансування підприємства, потрібно виділити той факт, що на початку квітня 1999 р. Американська комісія з цінних паперів затвердила програму випуску американських

депозитарних розписок 1-го рівня (маючих право на обертання на біржовому ринку) на акції ВАТ "Азовсталь" [17, с. 5].

Звісно, вихід підприємства на більш інформаційно-ефективний ринок, яким є ринок США дозволить ще більш відчутно збільшити ліквідність акцій ВАТ. Таким чином, більш ефективні оператори ринку США будуть сприяти зростанню курсу акцій підприємства, що створить для підприємства добрі умови для того, щоб впроваджувати до життя більш інтенсивну низьколіверіджеву стратегію менеджменту структури капіталу, здійснюючи додаткові емісії акцій. Але сама додаткова емісія, якщо вона здійснена в обсязі більше 20 % від кількості акцій підприємства в обігу, за звичай призводить до падіння курсу акцій, що звісно не є прийнятним для ефективного менеджменту структури капіталу [64, с. 187].

Тому, якщо б підприємство зробило додаткову емісію акцій в обсязі, більшому, ніж 20 %, то найкращою послідовністю кроків міжнародного менеджменту інформаційної ефективності ринків для покращення ефективності додаткової емісії була б наступна:

- 1) додатковий випуск акцій в обіг (обсяг емісії не менший, ніж 20 %);
- 2) вихід з ADR на американський ринок (ADR першого рівня).

У цьому випадку, інформаційна неефективність українського ринку значно розтягнула б час падіння курсу акцій підприємства, а наступний вихід підприємства з ADR на американський ринок став би позитивним сигналом для тих інвесторів на українському ринку, які до того вагалися, чи купувати їм акцій додаткової емісії підприємства чи ні.

Придбавши акції ВАТ "Азовсталь", інвестори створили б достатню ліквідність для акцій підприємства, а значить навіть за такого значного розміру додаткової емісії акцій (не менший, ніж 20 %) їх курс на впав би.

Ситуація вище є проєктованою. В дійсності ж, ВАТ "Азовсталь" зробило емісію акцій в розмірі 12,5 % від обсягу акцій компанії в обігу. Саме розмір додаткової емісії акцій, менший за 20 % зумовив те, що підприємство використало зворотню послідовність кроків:

- 1) вихід з АDR на американський ринок (депозитарні розписки першого рівня);
- 2) додатковий випуск акцій в обіг (обсяг емісії акцій менший, ніж 20 %).

За такої ситуації підприємству не має сенсу робити випуск ADR після випуску власних акцій тому, що розмір додаткової емісії акцій не є таким, що має загрозу для падіння курсу акцій компанії, як це було у проєктованому випадку. Тоді, головним завданням ADR було не дати можливості курсу акцій підприємства відчутно впасти, тобто "спіймати" курс у найвищій точці падіння та започаткувати тенденцію його зростання.

Ця стратегія може бути названа як "стратегія підтримування емісії", тобто саме цього додаткового обсягу акцій підприємства, які потрапили на ринок завдяки додатковій емісії.

За додаткової емісії акцій ВАТ "Азовсталь" меншої за 20 % (12,5 %), основним завданням ADR стає можливим стимулювання майбутнього зростання курсу усіх акцій підприємства, а не підтримування лише акцій, додатково випущених в обіг. Ця стратегія називається "стимулювання курсового зростання" (див. рис. 2.4).

Звісно, що ефективність запропонованої стратегії багато в чому залежить від вибору підприємством способу здійснення додаткової емісії акцій, тобто процедура та шляхи здійснення вторинного розміщення акцій на ринку багато в чому визначають в цілому ефективність менеджменту структури капіталу та значно впливають на рівень асиметрії інформації між менеджерами корпорації та інвесторами.

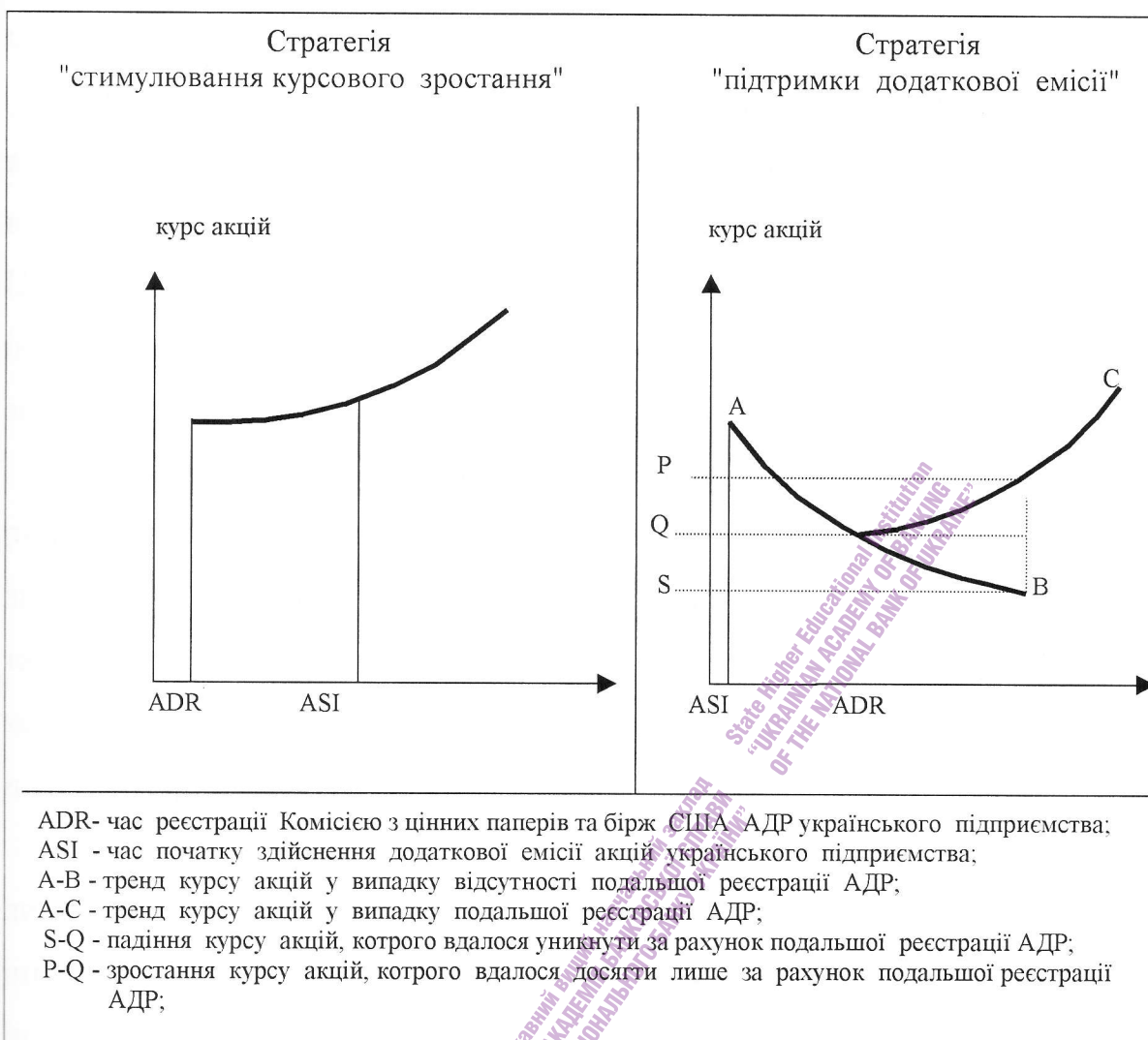


Рис. 2.4. Стратегія міжнародного менеджменту інформаційної ефективності ринків "стимулювання курсового зростання" [27, с.79]

На теперішній час у світі існують 3 шляхи, завдяки яким корпорація здатна здійснити вторинне розміщення акцій на ринку.

1. Розміщення через інвестиційні банки (розміщення за підпискою).
2. Пряме розміщення.
3. Тендерний продаж акцій.

Потрібно зауважити, що найбільш привабливим для корпорацій з точки зору як зменшення витрат капіталу на розміщення акцій, так і позитивного ефекту щодо зменшення асиметрії інформації між

менеджерами та інвесторами є другий варіант, тобто випуск акцій за прямим розміщенням на ринку.

Причина полягає у тому, що на час розміщення акцій усі вони вже мають власників серед інвесторів на ринку, за звичай цими власниками акцій вторинної емісії є вже існуючі акціонери корпорації. Це значить, що ці акції не потраплять до рук неефективних інвесторів на ринку, що застрахує корпорацію від збільшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами.

У випадку, коли корпорація розміщує акції вторинної емісії на ринку за підпискою, тобто використовуючи послуги так званих андерайтерів (underwriter) в якості яких виступають інвестиційні банки та компанії, вона (корпорація) перекладає обов'язок щодо контролю за зміною асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами на плечі андерайтерів.

Це має позитивний ефект на зменшення асиметрії інформації лише тоді, коли андерайтери є досить поважними на ринку серед інвесторів та є ефективними операторами ринку, тобто асиметрія інформації між андерайтерами та інвесторами на ринку менша за асиметрію інформації між менеджерами корпорації та її інвесторами. Лише за цієї умови додатковий випуск акцій корпорацією в обіг за допомогою андерайтерів (за підпискою) здатен призвести до зменшення асиметрії інформації між менеджерами корпорації та її інвесторами. На цей час в Україні ще не розвинений ринок послуг андерайтерів за причини низької активності банків на вітчизняному фондовому ринку. Тому більшість українських підприємств здійснюють додаткові емісії акцій самостійно, тобто за прямим розміщенням серед інвесторів.

ВАТ "Азовсталь" має дуже добрі стосунки з інвесторами, що позитивно позначається на зростанні курсу акцій підприємства та призводить до зменшення вартості капіталу на ринку акцій.

Саме цей факт й був вирішальним для ВАТ "Азовсталь" при виборі способу здійснення додаткової емісії акцій. Саме пряме розміщення серед вже існуючих акціонерів дало можливість підприємству зафіксувати рівень асиметрії інформації на попередній позначці. За результатами рейтингу 1999 р., який було проведено ПФТС, ВАТ "Азовсталь" піднялося на 4 (четверте) місце за рівнем ліквідності, а значить і інвестиційної, ринкової оцінки серед серед усіх українських підприємств, акції яких можна купити на фондовому ринку України [19, с. 5].

Це є добрим доказом тому, що ефективність використання українськими підприємствами низьколіверіджевої стратегії менеджменту структури капіталу, що базується на таких елементах управління структурою капіталу, як додаткові емісії акцій, прямі та зворотні спліти, а також вихід у пошуках інвестиційного капіталу на міжнародні ринки, використовуючи депозитарні розписки, у значній мірі залежить від того, наскільки менеджери українських підприємств усвідомлюють усю важливість міжнародного менеджменту інформаційної ефективності ринків. Чим більше це розуміння, тим вища ефективність менеджменту структури капіталу та кращий фінансовий стан підприємства.

2.3. Розробка стратегії менеджменту додаткової емісії акцій

Одним з найбільш поширених підходів з арсеналу менеджменту структури капіталу корпорацій світу, які використовують низьколіверіджеву структуру капіталу, є додаткова емісія акцій. Саме таким чином залучають капітал для фінансування власної діяльності найбільш ефективні підприємства.

Найбільш актуальним питанням, яке постає перед менеджерами підприємств у здійсненні додаткової емісії акцій є вибір обсягу додаткової емісії акцій та визначення часу для випуску акцій в обіг.

Звісно, для відповіді на це комплексне запитання менеджерам підприємств необхідно мати чітку стратегію додаткової емісії акцій. Саме таку стратегію, яка має назву "створення хвилі попиту", пропонується розглянути далі.

Змістовний опис стратегії буде зроблений на прикладі всесвітньо відомої корпорації світу - корпорації Сіско Системс (Cisco Systems Inc.).

Ще одна з компаній так званої нової генерації, тобто компанія, яка віддає перевагу для стимулювання свого ринкового зростання використанню власного капіталу, корпорація Сіско Системс, за свої 15 років існування вже добилася істотного прогресу на ринку.

Заснована в 1984 р. випусниками та викладачами кафедри комп'ютерних технологій Стенфордського університету (США), корпорація Сіско Системс за короткий проміжок часу зі свого заснування пройшла шлях від науково-дослідницької лабораторії до визнаного світового лідера у сфері розробки, виробництва та продажу програмного забезпечення для всесвітньої мережі Інтернет, доречи ініціатором створення якої є саме ця компанія [34].

Створивши сама для себе ринкові перспективи, корпорація повинна була підтримати своє ринкове зростання на практиці, тобто завдяки розробці не тільки високотехнологічного продукту, але й створенню не менш оригінальних методів менеджменту корпоративних фінансів, особливо у галузі управління структурою капіталу.

Для цього корпорація винайшла дуже оригінальний спосіб менеджменту структури капіталу та управління ринковим курсом акцій завдяки додатковим випускам власних акцій в обіг.

Перше, що потрібно зазначити про менеджмент додаткової емісії власних акцій корпорації Сіско Системс, так це те, що протягом 15 років існування корпорація завжди мала дуже виважений підхід до цього, вкрай важливого для такої швидкозростаючої компанії, як Сіско Системс питання, свідченням чому є її багато мільярдна капіталізація.

Очевидно, що додатковий випуск акцій стимулює зростання компанії та сигналізує інвесторам про її добре фінансове становище, покращуючи її інвестиційні можливості.

Як вже зазначалося раніше, для того, щоб прийняти вірне рішення щодо додаткового випуску акцій, компанія, по-перше, повинна визначитися з кількістю акцій, які планується додатково випустити, а по-друге, потрібно визначити найбільш вдалий час для випуску акцій. Ці питання є одними з головних, а в той же час і дуже специфічних питань менеджменту структури капіталу.

Розглянемо, коли і скільки корпорація була повинна випускати в обіг додатково своїх акцій, щоб досягти однієї з головних цілей менеджменту структури капіталу - максимізувати свою ринкову капіталізацію.

Щодо того, коли випускати додаткові акції, то як вже зазначалося раніше, додатковий випуск акцій повинен здійснюватися одразу після того, як курс акцій компанії сягне максимальної позначки [50, с. 192]. Для такої швидкозростаючої компанії, як Сіско Системс це найкраще робити в самому кінці року, тому що саме тоді курс акцій таких швидкозростаючих компаній максимальний. Компанія Сіско Системс вчинила таким же чином, випустивши в обіг у 1999 р. додатково 98 мільйонів звичайних акцій [34, с. 19].

Якщо проаналізувати вірність рішення компанії щодо вибору саме кінця року за період, коли потрібно випускати акції, то можна зробити висновок, що протягом 4-х кварталів 1999 р. саме у кінці року

був зафіксований максимальний курс акцій компанії (67,06 доларів США за акцію).

Найвищий ринковий курс акцій у першому, другому та третьому кварталах 1999 р. був набагато нижчий (34,65, 53,34 та 59,37 доларів США за акцію відповідно) [34, с. 40]. Це і зумовило прийняття корпорацією Сіско Системс рішення про випуск в обіг додаткових акцій саме в кінці року.

Розглянемо, чому саме 98 мільйонів акцій були випущені в обіг в 1999 р.

Визначення кількості акцій для додаткового випуску в обіг є не менш важливим питанням, ніж питання про пошук оптимального часу для їх випуску.

Більш того, якщо у разі невдалого вибору часу для випуску акцій компанія втратить лише можливу вигоду від випуску акцій (тобто не збільшить свою ринкову капіталізацію), то у випадку, коли вона зробить помилку щодо визначення кількості акцій у більший бік, тобто запропонує на ринок більше акцій, ніж попит на ринку на акції, то корпорація втратить набагато більше.

Саме перевищення пропозиції додаткових акцій над попитом призведе до падіння курсу акцій, відібравши у компанії не тільки можливість збільшення ринкової капіталізації, а й зменшивши курс акцій, відібрати у компанії частку перспектив до майбутнього зростання.

Слід зауважити, що найбільш прикритим для менеджерів підприємства є той факт, що все це корпорація робить своїми власними руками, що є найкращою послугою для конкурентів корпорації, які користуються навіть тимчасовими невдачами підприємства для покращення власного фінансового стану.

Коли компанії визначають кількість акцій додаткового випуску, то вони воліють застрахувати себе від цієї фатальної помилки, свідомо занижуючи кількість акцій для подальшої додаткової емісії. Хоча це відбирає у них трохи додаткової ринкової капіталізації, але, по-перше, ринкова капіталізація залежить саме від дій менеджерів корпорації, тобто вони створюють власними зусиллями, а по-друге, як зауважував М. Міллер у своєму епохальному виданні "Вартість капіталу на ринках з різною формою ефективності", краще мати синицю в руках, ніж лелеку в небі [91].

За допомогою цього менеджери підприємства страхують себе від найгіршого - падіння курсу акцій, ініційованого додатковим випуском акцій та подальшого зменшення інвестиційної привабливості підприємства, а значить й погіршення його фінансового стану в довгостроковому періоді.

Незважаючи на те, що більша кількість додатково випущених акцій може збільшити інвестиційні можливості компанії, але навіть така компанія, як Сіско Системс діє дуже обережно у випадку з випуском додаткових акцій та не форсує подій, намагаючись досягти ще більшого фінансового зростання.

Для того, щоб зрозуміти виваженість та результативність політики менеджерів корпорації Сіско Системс щодо додаткового випуску акцій, звернемо увагу на дані таблиці 2.3.

Дані, що містяться в таб. 2.3 яскраво засвідчують про обережність, а головне ефективність стратегії щодо додаткового випуску акцій, тобто менеджмент структури капіталу корпорації Сіско Системс. Компанія дуже обережно поповнювала кількість акцій в обігу. Цей показник коливається навколо 3 % на рік, у той час як деякі інші представники галузі високих технологій щорічно збільшували кількість акцій в обігу на 20-25 %.

Стратегію, яку використовує корпорація Сіско Системс щодо додаткового випуску власних акцій можна назвати як "створення хвилі попиту". Ця стратегія полягає у наступному (див. рис. 2.5).

Перший етап стратегії полягає у тому, що компанія зменшує кількість акцій до випуску в кінці того року, який характеризувався підвищенням темпів зростання курсу акцій. Так, в 1998 р. компанія зменшила кількість випущених акцій до 82 мільйонів з 107 мільйонів в 1997 р.

Таблиця 2.3
Показники ефективності політики корпорації Сіско Системс щодо додаткового випуску акцій

№ п/п	Показники ефективності корпоративної політики щодо випуску акцій в обіг	Показники ефективності корпоративної політики щодо випуску акцій в обіг за роками		
		1997	1998	1999
1	Кількість акцій в обігу на початок року, млн. акцій	2927,1	3046,3	3152,1
2	Кількість акцій, додатково випущених в обіг за рік, млн. акцій	107,2	82,5	98,3
3	Кількість акцій на кінець року, млн. акцій	3046,1	3152,2	3271,4
4	Показник випуску акцій, $(2 / 1) \times 100 \%$	3,6	2,7	3,2
5	Курс акцій на початок року, доларів США за акцію	12,21	16,9	32,6
6	Курс акцій на кінець року, доларів США за акцію	16,4	31,1	66,7
7	Зростання курсу акцій за рік, %	34,3	83,5	104,4
8	Збільшення ринкової капіталізації за рахунок додаткових акцій, млн. доларів США	1754,8	2546,9	6538,5
9	Ринкова капіталізація на кінець року, млн. доларів США	49995,4	97901,1	218241,1

При цьому, темпи зростання курсу акцій в 1998 р. переважали аналогічний показник за 1997 р. майже на 50 % (83,56 дол. - 34,3 дол.).

Тобто зменшивши пропозицію додаткових акцій інвесторам в кінці року, попит на які до того моменту зріс на 83,56 %, компанія створила хвилю попиту (різниця між попитом - гребінь хвилі, та пропозицією - основа хвилі) ще більш суттєвою.

Це призвело до того, що в наступному 1999 р. курс акцій корпорації збільшився на 104,4 %, що на 21 % більше за показник 1998 р. Ці 21 % були в більшій мірі результатом зменшення кількості додатково випущених акцій в кінці 1998 р., який на 30 % менше за аналогічний показник 1997 р.

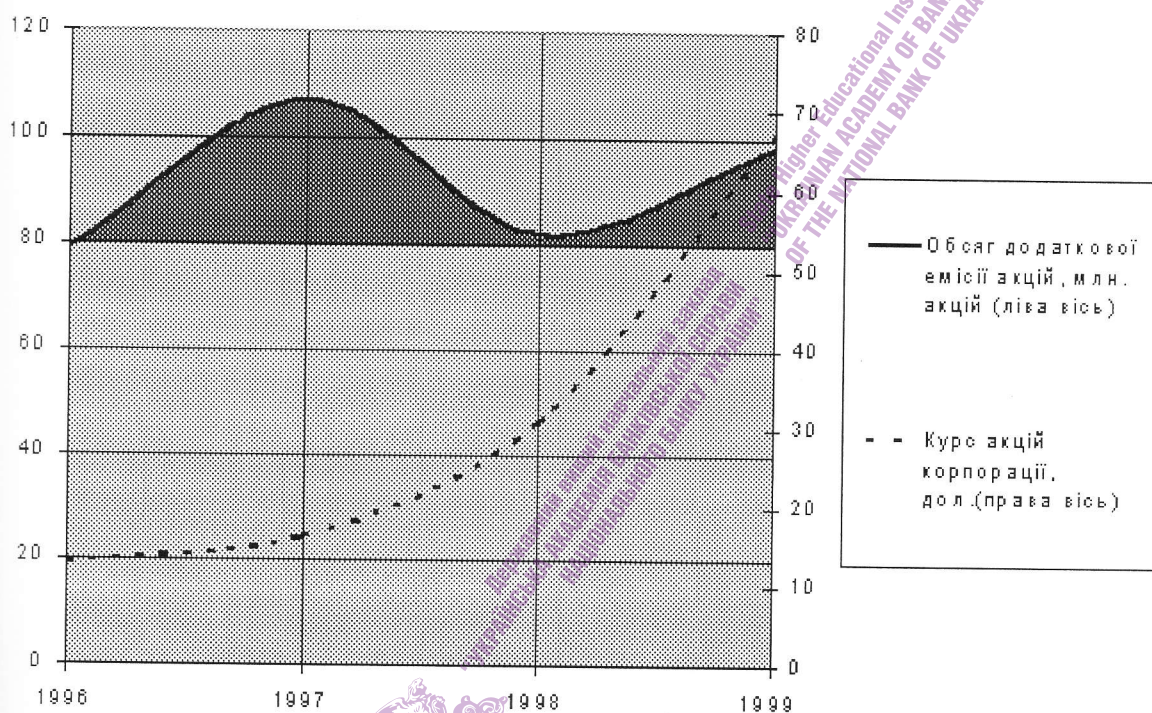


Рис. 2.5. Вплив обсягу емісій акцій корпорації Сіско Системс на курс акцій

Така незначна розбіжність між цими цифрами засвідчує про те, що корпорація Сіско Системс здатна сама контролювати попит на власні акції на ринку, а це є добрим фундаментом для покращення фінансового стану підприємства.

Таким чином, можна стверджувати, що стратегія додаткової емісії акцій, яка має назву "створення хвилі попиту" та є елементом

запропонованого комплексу науково-методичних засад покращання ефективності менеджменту структури капіталу, має добрі перспективи для використання менеджерами підприємств з ціллю покращення їх фінансового стану.

Запропонований комплекс науково-методичних засад покращання ефективності менеджменту структури капіталу українських підприємств слід окреслити за допомогою наступних висновків:

- 1) управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу підприємства, а не його рівнем, дає змогу мінімізувати ризик від інвестування у підприємство та покращити його ринкові перспективи;
- 2) управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу є ефективним у випадку, коли:
 - чистий дохід на акцію прагне до максимуму;
 - обсяг продажу на акцію прагне до максимуму;
 - темпи зростання чистого доходу на акцію не менші за темпи зростання обсягу продаж у розрахунку на одну акцію підприємства;
- 3) акційна цінність компанії, тобто інвестиційний дохід акціонерів, а значить і її ринкова вартість, можуть бути збільшені завдяки зменшенню у структурі капіталу частки фінансових зобов'язань, або за рахунок збільшення майбутніх грошових потоків, тобто використовуючи низьколіверіджеву структуру капіталу;
- 4) збільшення обсягу продаж, як результат зростання ринкових перспектив підприємства, здатно призвести до збільшення грошових потоків та акційної цінності компанії лише у випадку, коли збільшення обсягу продаж буде пропорційно більше за зростання розміру фінансових зобов'язань, або якщо

розмір фінансових зобов'язань зменшиться чи залишиться незмінним;

- 5) оптимальний рівень виробничо-фінансового ліверіджу підприємства досягається тоді, коли:
 - рівень виробничого ліверіджу перевищує рівень фінансового ліверіджу;
 - рівень виробничого ліверіджу прагне до максимуму;
 - рівень фінансового ліверіджу прагне до мінімуму;
- 6) у запропонованій стратегії управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу (TLOS) робиться наголос на тому, що оптимальна структура капіталу досягається у тому випадку, коли підприємство мінімізує частку фінансових зобов'язань у структурі капіталу для досягнення максимальних результатів виробничо-фінансової діяльності;
- 7) жорсткою умовою ефективного управління вартістю капіталу підприємства є ліквідність його акцій в обігу. Особливо це важливо для тих підприємств, які працюють на неефективних ринках, такому як український;
- 8) одним із найбільш ефективних засобів покращання контролю за власними акціями в обігу, тобто їх ліквідністю, в умовах неефективного ринку є підвищення номінальної вартості акцій компанії;
- 9) випуск американських депозитарних розписок є одним із перспективних напрямків фінансування діяльності українських підприємств, який дає їм можливість залучити до інвестування найбільш ефективних міжнародних інвесторів;
- 10) для міжнародних операторів ринку корпоративного капіталу, які приймають участь у програмах випуску депозитарних розписок, ліквідуються практично усі проблеми, які існують на українському ринку капіталу, а саме:

- нерозвиненість системи розрахунків і інфраструктури місцевого фондового ринку;
- питання конвертації валют;
- інформаційна неефективність вітчизняного ринку цінних паперів;
- погане знання традицій розвитку та функціонування національного фондового ринку;

11) потрібно зауважити, що найбільш привабливим для корпорацій з точки зору як зменшення витрат капіталу на розміщення акцій, так і позитивного ефекту щодо зменшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами є випуск акцій за прямим розміщенням на ринку.

Основні положення даного розділу знайшли відображення в наступних працях здобувача [24, 25, 26, 27]:

1. Костюк О.М. Закордонний досвід використання менеджменту акційної цінності / Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – №1. – С. 78-81.
2. Костюк О.М. Трьохрівнева корпоративна фінансова стратегія // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 2000. – №1. – С. 201-209.
3. Костюк О.М., Рекуненко І.І. Злиття та поглинання як елемент корпоративної фінансової стратегії // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 2000. – №4. – С. 217-222.
4. Костюк О.М. Міжнародний менеджмент ліквідності акцій / Вісник Української академії банківської справи. 2000. – №2. – С. 76-80.

РОЗДІЛ 3

СТРАТЕГІЯ МЕНЕДЖМЕНТУ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ НА ВІТЧИЗНЯНОМУ ПІДПРИЄМСТВІ

3.1. Менеджмент первинного розміщення акцій ВАТ "Інтернафтогазбуд"

Відкрите акціонерне товариство "Інтернафтогазбуд", що знаходиться у м.Суми, займається будівельними роботами на об'єктах нафто-газової промисловості. Будування нафто-газопроводів, заводів з переробки нафти та газу та зведення промислових будівель для обслуговування потреб цих об'єктів є основою операційної діяльності підприємства.

Створене за часів Радянського Союзу ВАТ "Інтернафтогазбуд" успадкувало від свого попередника, державного підприємства "Східінтернафтогазбуд", що було реструктуризоване, не тільки основні фонди та мережу замовлень на виконання робіт, але що є найбільш головним, й досвід ефективної роботи у цій галузі.

Саме ефективність роботи в нових економічних умовах й визначає собою конкурентоздатність підприємства на ринку. Особливість роботи на ринку будування нафто-газових об'єктів полягає у необхідності постійної реструктуризації активів підприємств, що працюють у цій галузі. Лише завдяки придбанню новітніх машин та устаткування підприємство може бути здатним витримати запити ринку та вдало конкурувати на ньому. Тому питання пошуку та оптимізації джерел фінансування діяльності підприємств є актуальним і для ВАТ "Інтернафтогазбуд".

Звісно, належне фінансування власної діяльності підприємства визначається вдалим менеджментом структури капіталу. Але окрім можливості оптимізації джерел фінансування за допомогою менеджменту структури капіталу, менеджери підприємства здатні позитивно впливати і на відношення із власними акціонерами, зменшуючи при цьому асиметрію інформації, що є головним чинником, який визначає перспективи майбутнього ринкового зростання підприємства.

Якщо проаналізувати ефективність менеджменту структури капіталу ВАТ "Інтернафтогазбуд" протягом 1997-1999 рр. (див. таб. 3.1), то цілком можливо зробити висновок, що за цей час помітно погіршилася ефективність заходів керівництва підприємства щодо покращення його фінансового стану за допомогою менеджменту структури капіталу.

Таблиця 3.1

Фінансові показники щодо визначення ефективності менеджменту структури капіталу ВАТ "Інтернафтогазбуд"

Фінансові показники	Фінансові показники за роками		
	1997	1998	1999
Доход на акцію, грн.	3,38	12,07	-
Дивіденди на акцію, грн.	-	1,21	-
Показник виплати дивідендів, %	-	9,94	-
Фінансовий ліверідж, %	62,21	76,15	98,51
Окупність власного капіталу, %	16,32	27,61	-
Окупність активів, %	6,21	6,42	-
Балансова вартість акції, грн.	20,23	44,86	2,46

Більш того, усі їх дії у цьому напрямку були помилковими, тобто призвели до негативного впливу на фінансовий стан підприємства та рівень асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами.

Свідчення неефективності менеджменту структури капіталу ВАТ "Інтернафтогазбуд" наводяться нижче.

1. Прогресивне зростання рівня фінансового ліверіджу протягом 1997-1999 рр.

Така тенденція щодо збільшення рівня фінансового ліверіджу, що зріс з 62,21 % у 1997 р. до 98,5 % у 1999 р., частково може бути пояснена зменшенням розміру власного капіталу у структурі капіталу підприємства за причини негативних фінансових результатів за 1999 р. Але як пояснити мотивацію менеджерів підприємства щодо збільшення рівня фінансового ліверіджу навіть протягом того року, коли був отриманий прибуток, що призвело до зростання розміру власного капіталу, але при цьому не зменшився рівень фінансового ліверіджу.

Вочевидь, це було зроблено для того, щоб реструктуризувати активи підприємства. Для цього менеджери підприємства збільшили частку боргу у структурі капіталу, щоб мати достатньо коштів для фінансування процесу реструктуризації активів.

Але це було зроблено так недбало, що в результаті реструктуризації активів підприємства в 1998 р. призвела до збитків.

2. Занадто "важкі" активи підприємства.

По-перше, це знаходить свій прояв у великій різниці між коефіцієнтом окупності власного капіталу та коефіцієнтом окупності активів. Світовий досвід менеджменту структури капіталу та менеджменту активів свідчить про те, що за ефективного використання активів та вдалого менеджменту структури капіталу показник окупності власного капіталу, як правило не перевищує показник окупності активів більше, ніж вдвічі [75].

Саме за такої ситуації можливо стверджувати, що менеджмент активів та менеджмент структури капіталу є ефективним [25].

У випадку з ВАТ "Інтернафтогазбуд" ситуація з кожним роком погіршується. Так, в 1997 р. ефективність менеджменту активів та структури капіталу була вдвічі вищою, ніж в 1998 р., тому що саме в 1998 р. коефіцієнт окупності власного капіталу перевищував коефіцієнт окупності активів майже в чотири рази.

Саме поєднання неефективного менеджменту структури капіталу з не менш неефективним менеджментом активів стало головним чинником, що призвів до отримання ВАТ "Інтернафтогазбуд" негативних фінансових результатів в 1999 р.

Але найгіршим є те, що за такого розвитку ситуації і в подальшому підприємство приречене бути заручником "важких" активів, які будуть тягнути підприємство до прірви банкрутства.

Тому, першочерговим завданням підприємства є реструктуризація активів. Але яким же чином провести реструктуризацію активів, якщо у підприємства відсутній прибуток.

У цьому випадку є два шляхи. Перший полягає у використанні боргу, а значить й зростанні вірогідності банкрутства. Другий міститься у виході з власними акціями на ринок та здійсненні додаткових емісій власних акцій та за рахунок цього фінансувати реструктуризацію активів.

Перш, ніж перейти до комплексних пропозицій щодо покращення менеджменту структури капіталу підприємства, потрібно проаналізувати його минулу діяльність з метою визначення найкращого часу для виходу з власними акціями на ринок.

Для відповіді на це питання, а саме коли підприємство повинно вийти з власними акціями на ринок, найкращим чином було б використати методіку "фіксації на балансовій вартості акцій". Ця методика полягає у тому, що при визначенні найкращого часу для виходу з власними акціями на ринок підприємство приймає до уваги наступні два елемента менеджменту структури капіталу:

- 1) поточну балансову вартість акції підприємства;
- 2) поточний показник відношення ринкової вартості акцій підприємств галузі, які представлені на фондовому ринку, тобто вже є публічними підприємствами, до балансової вартості акцій цих підприємств.

Використовуючи вищеприведену методику можна зробити висновок, що найкращий час для виходу підприємства з акціями на ринок настає тоді, коли:

- 1) поточна балансова вартість акції підприємства прагне до максимуму;
- 2) поточний показник відношення ринкової вартості акцій підприємств галузі, які представлені на фондовому ринку, тобто вже є публічними підприємствами, до балансової вартості акцій цих підприємств прагне до максимуму.

Рис. 3.1 містить у собі симуляційний підхід щодо визначення найкращого часу для виходу з власними акціями на ринок ВАТ "Інтернафтогазбуд" протягом 1997-1999 рр.

Щоб визначити найкращий час для здійснення первинного розміщення акцій на ринку, потрібно лише перемножити балансову вартість акцій підприємства-емітента на поточний показник відношення між курсом акцій підприємств галузі до їх балансової вартості.

Для ВАТ "Інтернафтогазбуд" найкращим часом для виходу з власними акціями на ринок був би серпень 1998 р., коли балансова вартість акцій підприємства дорівнювала 36 грн., а показник відношення курсу акцій підприємств галузі до їх балансової вартості дорівнював 1,1. Таким чином, якщо б ВАТ "Інтернафтогазбуд" здійснило первинне розміщення власних акцій у серпні 1998 р., то підприємство могло сподіватися на максимальний протягом останніх трьох років курс акцій, а саме 39,6 грн. за акцію.

Нажаль, кінець 1999 р. та початок 2000 р. значно погіршили можливості підприємства щодо ефективності первинного розміщення власних акцій. Так, на початок 2000 р. підприємство могло б сподіватися лише на ринковий курсу власних акцій близько 2,5 грн. за акцію.

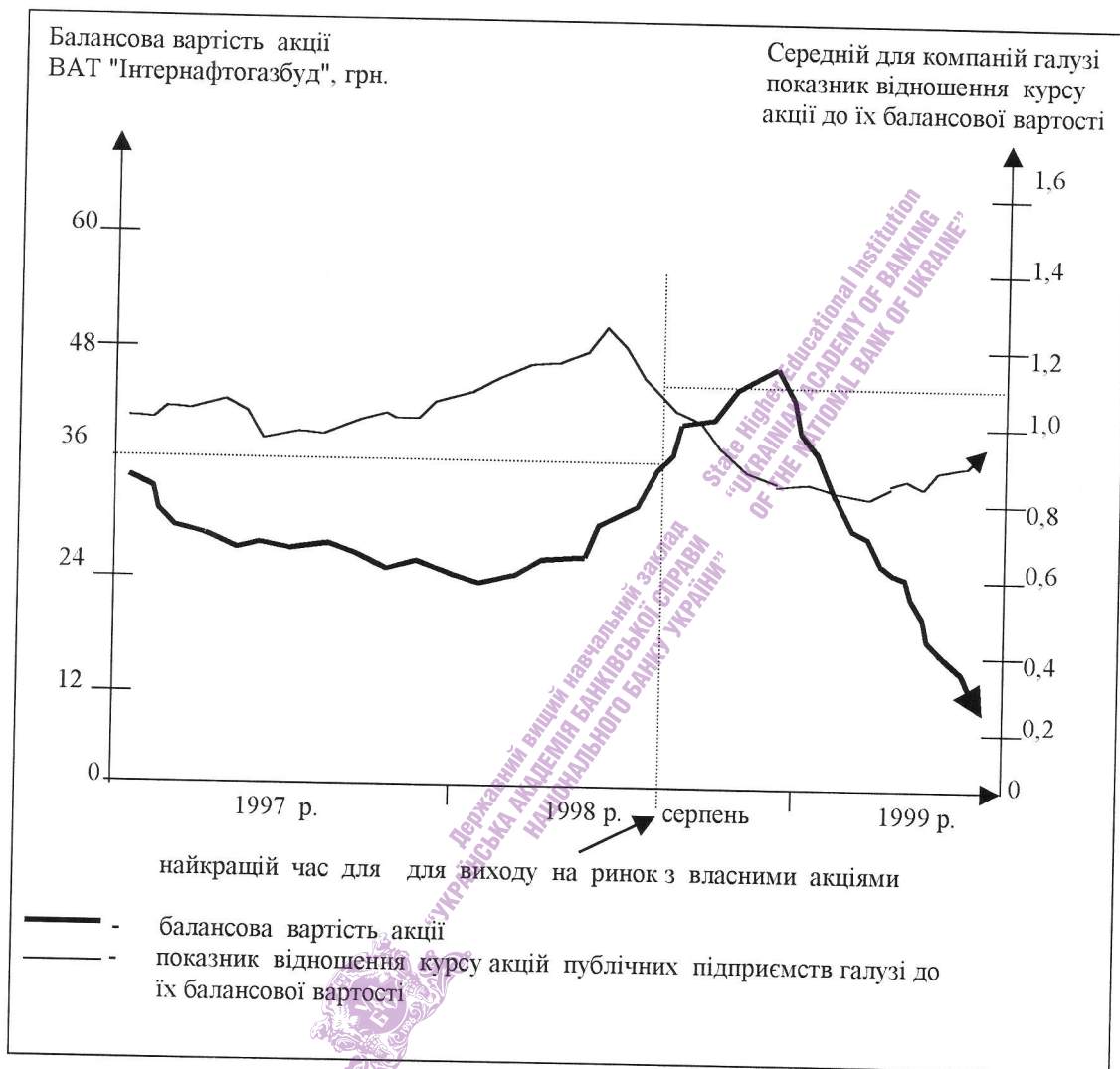


Рис.3.1. Визначення найкращого часу для виходу на ринок з власними акціями ВАТ "Інтернафтогазбуд" за період з 1997 по 1999 рр.

Тому підприємство повинно не допустити підвищення використання боргу у структурі капіталу перед тим, як виходити з власними акціями на ринок, так як це зменшить розмір чистих активів, які й використовуються для розрахунку балансової вартості акцій підприємства.

В результаті, використання боргу для реструктуризації активів підприємства не є допустимим.

Тому, в основу подальшої філософії менеджменту структури капіталу ВАТ "Інтернафтогазбуд" повинна бути покладена концепція, яка має назву "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу", що полягає у зменшенні частки боргу у структурі капіталу.

Якщо менеджери ВАТ "Інтернафтогазбуд" приймають рішення про те, щоб здійснити первинне розміщення власних акцій на ринку, то перше, що вони повинні зробити, так це спрогнозувати розвиток подій на фондовому ринку щодо зміни показника відношення курсу акцій підприємств галузі до їх балансової вартості.

Головне завдання цієї роботи полягає у тому, щоб визначити період часу, протягом якого буде спостерігатися найбільше значення показника.

Рис. 3.2 свідчить про те, що таким часом буде час наприкінці 2000 р. та на початку 2001 р., коли за звичай, курс акцій українських підприємств згідно до тенденції зміни фондового індексу ПФТС має максимальні темпи власного зростання.

Щодо того, яким чином спрогнозувати зміну балансової вартості акцій ВАТ "Інтернафтогазбуд", то слід вдатися до наступної послідовності кроків.

У випадку, якщо відомий прогноз щодо зміни показника відношення курсу акцій підприємств галузі до їх балансової вартості, за допомогою визначення кореляції між зміною обох показників протягом попередніх трьох років, стане цілком можливим визначити залежність зміни балансової вартості ВАТ "Інтернафтогазбуд" від впливу зміни показника відношення курсу акцій підприємств галузі до їх балансової вартості.

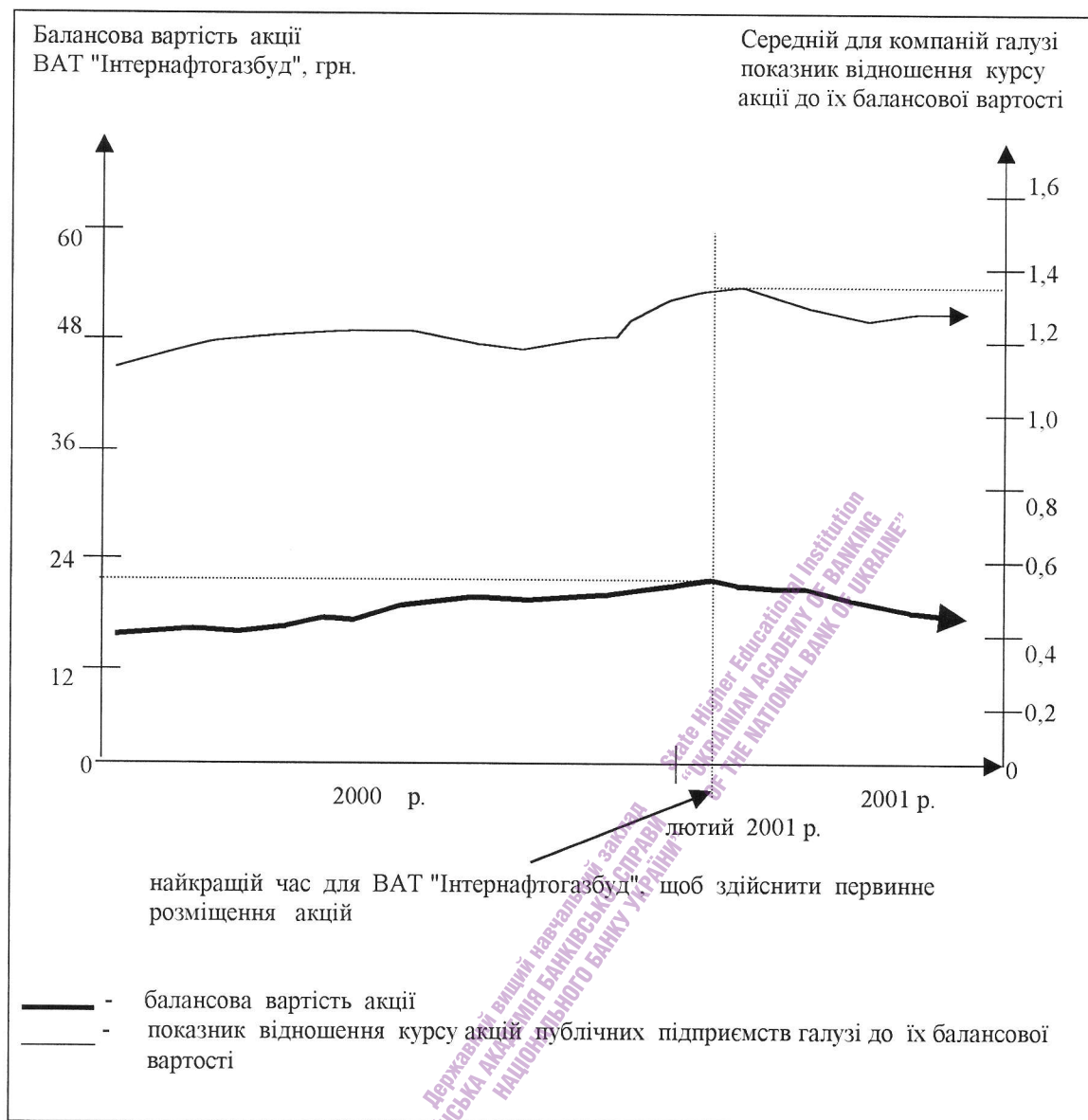


Рис.3.2. Визначення найкращого часу для виходу на ринок з власними акціями ВАТ "Інтернафтогазбуд" за період з 2000 по 2001 рр.

Так, на рис. 3.2 є тренд зміни балансової вартості акцій підприємства протягом 2000 р. та 2001 р., що свідчить про те, що найкращим часом для ВАТ "Інтернафтогазбуд" для здійснення первинного розміщення власних акцій буде лютий 2001 р. Саме цього часу підприємство здатне розраховувати на максимальну ринкову ціну власних акцій, яка за підрахунками дорівнюватиме 6 грн. за акцію, а загальна ринкова вартість підприємства складе 984546 грн.

Якщо б підприємство зробило первинне розміщення власних акцій у серпні 1998 р., то його ринкова вартість сягнула б 6498122 грн. Тому, якщо визначити вартість помилок менеджерів підприємства щодо менеджменту структури капіталу, то ця сума дорівнювала б 5513567 грн. Це саме стільки довіри з боку інвесторів на ринку втратило підприємство.

Звісно, втрата ринкової капіталізації має дуже негативний вплив на збільшення асиметрії інформації між менеджерами підприємства та акціонерами. Це знаходить свій прояв у агентських конфліктах між ними.

Розглянемо, яким чином визначитися впевнено щодо зміни асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами, якщо підприємство ще не вийшло на ринок.

Для цього повинна бути проаналізована динаміка зміни складу акціонерів підприємства. Існує економічно-обгрунтована точка зору, що якщо юридичні особи, тобто інвестиційні компанії, полишають підприємство, то це свідчить про збільшення асиметрії інформації між менеджерами підприємства та його акціонерами. Тобто, чим менша частка юридичних осіб у складі акціонерів підприємства, тим більша асиметрія інформації.

Посилаючись на дані Реєстру акціонерів ВАТ "Інтернафтогазбуд", можна зробити висновок, що протягом 1996-1999 рр. асиметрія інформації між менеджерами ВАТ "Інтернафтогазбуд" та акціонерами значно збільшилася. Так, на кінець 1996 р. серед акціонерів підприємства нараховувалося 6 (шість) юридичних осіб, що володіли пакетом акцій у 44,8 % від загальної кількості акцій підприємства.

Кінець 1999 р. було позначено помітними змінами рівня асиметрії інформації між менеджерами та акціонерами ВАТ "Інтернафтогазбуд".

Тобто на кінець 1999 р. частка юридичних осіб у складі акціонерів підприємства зменшилася до 16,8 %.

Все це свідчить про зменшення довіри до підприємства, а краще кажучи його менеджерів з боку інвесторів на ринку.

Цьому є цілком логічне підтвердження. Ім'я йому - інсайдерська інформація, якою користуються менеджери підприємства щодо визначення ефективності підприємства, та яка є недоступна для рядових акціонерів.

Головні менеджери підприємства протягом 1996-1999 рр. скупували акції у юридичних осіб. Більш того, вони це робили через інших юридичних осіб, які викупали за їх (менеджерів) вказівкою акції підприємства у тих юридичних осіб, які б не стали продавати акції самим менеджерам.

Якщо б менеджери власноруч вдалися до придбання акцій у юридичних осіб, то звісно це було б позитивним сигналом для інших інвесторів на ринку не продавати акції підприємства і в результаті усі спроби менеджерів використати інсайдерську, тобто доступну тільки ним, інформацію про ефективність підприємства для придбання акцій були б невдалими. Якщо б сталося саме так, то асиметрія інформації між ними, тобто менеджерами ВАТ "Інтернафтогазбуд" та акціонерами не збільшилася.

Але сталося все навпаки. Зараз менеджери підприємства володіють вже 30 % акцій підприємства, що звісно, дає їм чудову нагоду ігнорувати інтереси звичайних акціонерів та приймати такі управлінські рішення, які були б на користь лише їм, менеджерам ВАТ "Інтернафтогазбуд".

Рис. 3.3 свідчить про негативний вплив збільшення асиметрії інформації між менеджерами підприємства та інвесторами, як результат зменшення ефективності менеджменту структури капіталу,

на ринкові перспективи та фінансовий стан ВАТ "Інтернафтогазбуд" протягом 1997-1999 рр.

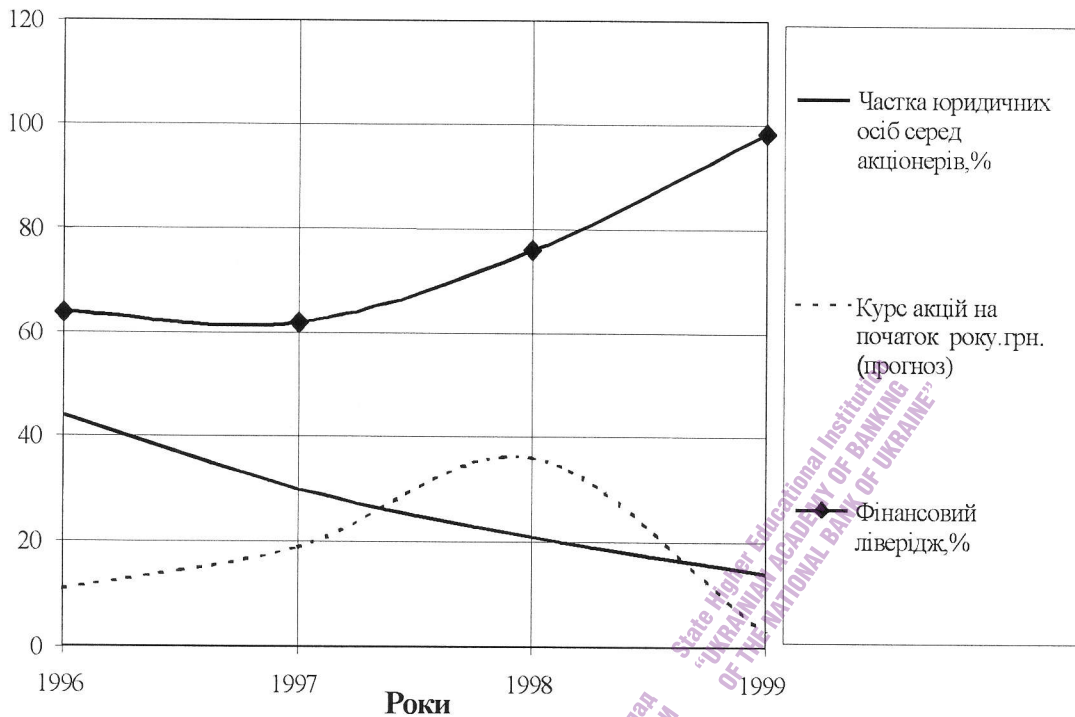


Рис. 3.3. Вплив збільшення асиметрії інформації, як результат погіршення ефективності менеджменту структури капіталу ВАТ "Інтернафтогазбуд" на ринкову вартість підприємства

Як свідчить рис. 3.3 чим менше серед акціонерів юридичних осіб, тим менша ринкова вартість підприємства за причини збільшення частки боргу у структурі його капіталу та збільшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами.

Таким чином, залучення юридичних осіб до інвестування у купівлю акцій підприємства є засадою успіху використання низьколіверіджевої структури капіталу.

Тому, після того, як підприємство вийде з власними акціями на ринок, тобто здійснить первинне розміщення власних акцій, воно повинно використати наступну стратегію щодо реструктуризації власного складу акціонерів.

3.2. Розробка корпоративної фінансової стратегії щодо реструктуризації складу акціонерів

Після виходу підприємства з власними акціями на ринок, впровадження до життя концепції менеджменту структури капіталу "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу" починається із реструктуризації складу власних акціонерів, тобто збільшення частки довгострокових акціонерів у загальному складі акціонерів компанії.

Цей процес можна охарактеризувати як процес закладання родючого ґрунту, придатного для зростання акційної цінності, а значить і зростання подальшого інтересу до підприємства з боку інвесторів на ринку, що знайде себе у зростанні ринкової вартості підприємства та зменшенні вартості капіталу та буде сприяти подальшому покращанню ефективності менеджменту структури капіталу (таблиця 3.2).

Перше, що повинні зробити менеджери підприємства, так це визначити на зібранні акціонерів, кому належить більшість - довгостроковим чи короткостроковим інвесторам.

Для цього, менеджери повинні винести на голосування на зібранні акціонерів питання, яке може як найкраще розкрити настрої інвесторів. Цим питанням є питання про використання чистого доходу для викупу власних акцій з обігу, а не на виплату готівкових дивідендів. Якщо рішення буде прийняте, то це свідчить про те, що більшість у складі акціонерів займають довгострокові акціонери. Як що ж рішення не проходить, то більшість належить короткостроковим акціонерам [24].

Стратегії реструктуризації складу акціонерів

Етапи стратегії	Послідовність етапів при різних варіантах стратегії			
	а	б	в	г
Визначення на зібранні акціонерів: кому належить більшість - довгостроковим чи короткостроковим інвесторам	1	1	1	1
Залучення кредиту банку	-	2	2	2
Реструктуризація активів	-	3	3	3
Викуп власних акцій з обігу	2	4	4	4
Продаж акцій власним робітникам зі скидкою	3	5	5	5

а - у компанії є чистий дохід, достатній для реструктуризації складу акціонерів та більшість її акціонерів є довгостроковими;

б - у компанії є чистий дохід, достатній для реструктуризації складу акціонерів, але більшість голосів належить короткостроковим акціонерам;

в - у компанії недостатньо чистого доходу або нема його зовсім для реструктуризації складу акціонерів, але більшість належить довгостроковим акціонерам;

г - у компанії неадекватно чистого доходу або він відсутній взагалі, до того ж більшість належить короткостроковим інвесторам.

Обидві групи акціонерів приймають саме такі рішення, тому що їх інвестиційні плани відчутно відрізняються один від одного. Так, короткострокові інвестори вкладають капітал у поточний дохід, який знаходить своє відображення у виплаті готівкових дивідендів, що повинно збільшити їх інвестиційний дохід.

Тому, короткострокові інвестори будуть проти прийняття рішення про реінвестування чистого доходу у викуп акцій компанії з обігу, тому що це призведе до неможливості отримання дивідендів у грошовій формі.

Щодо довгострокових акціонерів, то вони будуть голосувати за реінвестування доходу у викуп компанією власних акцій з обігу, тому що для них поточні доходи (поточні готівкові дивіденди), це не головне.

На відміну від короткострокових інвесторів, довгострокові інвестори інвестують у майбутній дохід, який, впершу чергу, визначається інвестиційними можливостями компанії та часткою у капіталі компанії, яка належить кожному довгостроковому акціонеру.

Викуп компанією власних акцій з обігу з наступним продажем власним робітникам (акціонерам), це найкращий шлях для довгострокових інвесторів збільшити власну частку у власному капіталі компанії, а значить збільшити власний майбутній інвестиційний дохід.

Наступним кроком у реструктуризації складу акціонерів повинен стати кредит банку. До кредиту банку повинні вдатися компанії у випадку, коли рішення про викуп власних акцій не пройшло на зібранні акціонерів та ті, у яких недостатньо чистого доходу для викупу власних акцій з обігу. Пояснення точки зору, що банківський кредит допомагає відсіяти короткострокових акціонерів, є наступним.

Не секрет, що відсотки за кредитами сплачуються з операційного доходу. Це значить, що чистий дохід, а значить й готівкові дивіденди, зменшаться на розмір відсотків за кредитами. Особливо відчутне зменшення розміру чистого доходу та готівкових дивідендів буде на початку використання кредиту, коли реструктуризовані активи, як правило, не здатні мати високу окупність. Зменшення поточного доходу призведе до втрати інтересу до компанії з боку акціонерів, які вбачають у чистому доході підприємства лише готівкові дивіденди, а не реінвестиції. Тому такі інвестори продадуть власні акції, а компанія використає цей шанс.

Наступний крок менеджерів підприємства - викуп акцій підприємства з обігу.

Для викупу власних акцій з обігу компанія повинна використати час, коли їх курс впаде до мінімально можливої відмітки. Це дасть можливість компанії навіть за невеликого чистого доходу викупити досить власних акцій, зменшивши витрати на їх купівлю. Щодо того,

що мінімальний курс акцій компанії призведе до зменшення ринкової вартості компанії, то компанія не повинна перейматися на цю тему. Це тому, що цей процес ініційований самою компанією, а значить є контрольованим. Процес зміни курсу акцій компанії та її ринкової вартості контролюється її керівництвом за допомогою викупу власних акцій, тобто ініціюванням збільшення на ринку попиту на власні акції та зменшення їх пропозиції. Але головне досягнення викупу акцій підприємством з обігу полягає у зменшенні асиметрії інформації між менеджерами підприємства та інвесторами.

Детальний вплив викупів власних акцій підприємствами з обігу є наступним.

Викупи власних акцій підприємством з обігу дійсно здатні призвести до зменшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами. Таку точку зору поділяють переважна більшість менеджерів корпорацій світу. Але при цьому, слід зосередити свою увагу на наступному.

Це є лише загальний ефект викупів акцій. Якщо ми будемо більш відвертими, то зробимо висновок, що викупи власних акцій підприємствами з обігу неспроможні зменшити асиметрію інформації між менеджерами та неефективними інвесторами, тобто тими, які приймають участь у продажі акцій підприємств.

Завдяки викупам власних акцій ВАТ "Інтернафтогазбуд" стане спроможним примусити неефективних інвесторів, які схильні продавати недооцінені акції, полишити підприємство. Інакше кажучи, за допомогою викупів власних акцій з обігу підприємство здатне реструктуризувати склад акціонерів, зменшуючи у ньому частку неефективних та збільшуючи частку ефективних інвесторів. Разом із збільшенням у складі акціонерів частки ефективних акціонерів, зменшується необхідність подальшого використання чистого доходу підприємством для викупів власних акцій з обігу, тому що

ефективним інвесторам непотрібні сигнальні елементи, на кшталт готівкових дивідендів, щоб вірно оцінити фінансовий стан підприємства.

До того ж, неефективні інвестори, полишаючи підприємство, беруть разом з собою усю неефективність, яка провокувала появу асиметрії між менеджерами підприємства та усіма інвесторами, навіть і тими, що є ефективними.

Це є детальний вплив викупів власних акцій підприємством з обігу на зменшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами.

Таким чином, викупи власних акцій підприємством з обігу призводять до зменшення асиметрії інформації між його менеджерами та акціонерами тільки у випадку, коли:

- підприємство викупає з обігу недооцінені акції;
- викупи акцій супроводжуються одночасним збільшенням курсу акцій та зменшенням поточної ставки дивідендів;
- викупи акцій супроводжуються зменшенням коефіцієнту виплати дивідендів, тобто збільшенням реінвестиційних можливостей підприємства;
- викупи акцій супроводжуються зменшенням рівня фінансового ліверіджу.

Тобто, для підвищення ефективності викупів власних акцій з обігу ВАТ "Інтернафтогазбуд" повинно проводити оперативний моніторинг зміни показника відношення курсу акцій до доходу на акцію, або за відсутності доходу, використовувати замість нього балансову вартість власних акцій. Це дасть можливість менеджерам підприємства пересвідчитись у тому, чи є акції підприємства недооціненими на ринку.

Крім цього, менеджерам слід удатися до використання наступних кореляцій:

- витрати капіталу підприємством на викуп власних акцій та курс акцій;
- витрати капіталу підприємством та поточна ставка дивіденду;
- витрати капіталу підприємством та показник виплати дивідендів;
- витрати капіталу підприємством та рівень фінансового ліверіджу.

Саме завдяки оперативному моніторингу вищезгаданих кореляцій ВАТ "Інтернафтогазбуд" буде спроможним застрахувати себе від помилкових кроків щодо визначення напрямку зміни асиметрії інформації між менеджерами та акціонерами.

Наступним кроком менеджерів у напрямку реструктуризації складу акціонерів підприємства повинен стати продаж власних акцій компанією її робітникам зі скидкою 4-6 % та юридичним особам.

В результаті викупу частки власних акцій з обігу ВАТ "Інтернафтогазбуд" зможе зменшити частку неефективних інвесторів у складі акціонерів. Але проблема інсайдерської інформації, що доступна лише менеджерам підприємства, буде все ще актуальною. Це тому, що менеджери підприємства все ще будуть мати достатню частку у акціонерному капіталі. Тому, щоб остаточно знищити асиметрію інформації між менеджерами та інвесторами ВАТ "Інтернафтогазбуд" повинно випустити в обіг близько 4-6 % додаткових акцій від тієї кількості акцій, що вже знаходяться в обігу. Причому, підприємство повинне здійснити вторинне розміщення лише за підпискою, тобто серед вже існуючих акціонерів підприємства та юридичних осіб, а не менеджерів.

Для заохочення акціонерів придбати додаткові акції підприємство повинно запропонувати ці акції за ціною, що на 4-6 % нижча за ринкову. У такому випадку ВАТ "Інтернафтогазбуд" вдасться не тільки знищити асиметрію інформації між менеджерами та інвесторами,

зменшивши можливості менеджерів підприємства використовувати у в цілях власного збагачення інсайдерську інформацію, але й стимулювати ефективність праці власних робітників за рахунок продажу їм більш дешевих акцій підприємства.

Більш того, власні робітники є найкращими, найвідданішими довгостроковими акціонерами, зацікавленими у майбутньому зростанні компанії, тому що зростання достатку компанії та зростання їх власного достатку - рівнозначні інвестиційні цілі для них.

Щодо вторинного розміщення акцій серед юридичних осіб, то це розміщення можливо зробити як найкраще за допомогою опціону, тобто давши право юридичним особам заощадити кошти на придбання акцій підприємства та зменшивши інвестиційний ризик. Юридичні особи після придбання опціону на право майбутньої купівлі акцій підприємства зможуть його продати, якщо заважать зробити це. Тому з боку підприємства, продаж акцій за допомогою опціону свідчить про збільшення довіри менеджерів підприємства до інвесторів на ринку, а значить й про бажання менеджерів зменшити асиметрію між ними та інвесторами. Це буде позитивним сигналом інвесторам на ринку інвестувати у підприємство.

З ціллю зменшення асиметричної інформації між менеджерами та акціонерами підприємства, група акціонерів розпочала переговори з одним з найбільших інвестиційних фондів світу фондом Кемпер, загальні активи якого дорівнюють 400 млрд. дол. Головна ціль переговорів - вмовити інвестиційний фонд підтримати додаткову емісію акцій підприємства ліквідністю, тобто придбати деяку частку акцій підприємства.

Д. Грінаволт, президент одного з підрозділів фонду Кемпер, ознайомившись з новою корпоративною стратегією підприємства, вже дав попередню згоду на те, що у випадку прийняття рішення про

додатковий випуск акцій на зборах акціонерів підприємства, фонд Кемпер підтримає ліквідність акцій ВАТ "Інтернафтогазбуд".

Для цього, підрозділ фонду, який має назву Кемпер (Kemper Emergent Markets Fund) та який працює в країнах з перехідною економікою, та країнах, які розвиваються, придбає акції додаткової емісії підприємства на суму до 65 тис. дол., що дорівнюватиме приблизно 30 % від акціонерного капіталу.

Приймаючи до уваги той факт, що на цей час група акціонерів, яка підтримує новий проект корпоративної фінансової стратегії, є власниками 23 % акцій підприємства, то після додаткової емісії акцій частка акцій новоствореної групи акціонерів буде дорівнювати 51-53 %. Цього досить для того, щоб на зборах акціонерів приймати такі рішення, які б не суперечили новій корпоративній фінансовій стратегії, а значить були спроможні покращити фінансовий стан підприємства.

Про те, що такі рішення будуть прийняті, свідчить досвід роботи фонду на ринках країн перехідної економіки. Так, на цей час фонд має портфельні інвестиції в 39 країнах світу. Обсяг інвестицій дорівнює 3225857 дол.

Об'єктами портфельних інвестицій фонду в цих країнах вже стали 142 підприємства самих різних галузей економіки, від представників "старої" економіки до високотехнологічних корпорацій (див. додаток 4).

Про ефективність концепції менеджменту структури капіталу, запропонованої для застосування у ВАТ "Інтернафтогазбуд", свідчить той факт, що за обсягом портфельних інвестицій у купівлю акцій окремого підприємства фондом Кемпер, ВАТ "Інтернафтогазбуд" може посісти сьоме місце серед 143 корпорацій, у які інвестує фонд.

Таблиця 3.3

Рейтинг підприємств у які інвестує фонд Кемпер за обсягом інвестицій

№ п/п	Назва підприємства	Країна	Обсяг інвестицій, дол. США
1	Samsung	Південна Корея	140058
2	Fomento	Мексика	96912
3	Egyptian Mobile Phone	Єгипет	87706
4	Mataiv	Угорщина	84505
5	Taiwan	Тайвань	70411
6	Alpha Credit Bank	Греція	69043
7	BAT	Україна	65000
8	Telefonos de Mexico	Мексика	59850
Загалом	Компаній - 143	Країн - 40	3285857

Слід звернути увагу на те, що фонд користується величезною повагою інвесторів та менеджерів корпорацій на міжнародному ринку капіталу за досягнуті результати у напрямку покращення ефективності роботи підприємств, акцій яких фонд придбав.

Портфельна стратегія фонду завжди мала стратегічний фундамент, тобто фонд починав процес інвестування завжди з налагодження контактів з окремою групою акціонерів підприємства. Якщо запропонована акціонерами корпоративна фінансова стратегія зустрічала підтримку у менеджерів фонду, то фонд вдався до інвестування у купівлю акцій цього підприємства. При цьому, слід підкреслити, що обсяг інвестицій з боку фонду був, як правило таким, щоб об'єднавши свою частку акціонерного капіталу підприємства з часткою, якою володіє опозиційна до Правління група акціонерів, фонд мав можливість впливати на управління підприємством.

Наступна таблиця містить необхідні показники ефективності роботи фонду Кемпер за допомогою яких стане можливим

сформувати чітке уявлення про ефективність міжнародної портфельної стратегії фонду Кемпер.

Таблиця 3.4

Ефективність портфельної стратегії фонду Кемпер

№ п\п	Фінансові показники	До приходу до підприємства фонду	Після приходу фонду до підприємства
1	Вартість капіталу, %	16	7
2	Фінансовий ліверідж, %	71	32
3	Окупність власного капіталу, %	1,9	5,8
4	Окупність активів, %	0,7	3,9
5	Коефіцієнт чистого прибутку, %	1,2	4,6
6	Показник виплати дивідендів, %	49,8	31,4
7	Відношення курсу акцій до доходу на акцію	5,1	14,9

Дійсно, посилаючись на дані таблиці 3.4 можна зробити висновок, що після приходу до підприємства такого інвестора, як фонд Кемпер, який має стратегічні інвестиційні наміри, ефективність цього підприємства значно покращувалася.

Про покращання фінансового стану підприємств свідчить відчутне зменшення вартості капіталу, що є результатом ефективності менеджменту структури капіталу на підприємствах після приходу до них фонду Кемпер.

Фонд Кемпер, як і переважна більшість корпорацій світу, відає перевагу концепції менеджменту структури капіталу, яка має назву "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу", за якою зменшується фінансовий ліверідж, а підприємство фінансує власну діяльність за допомогою власного капіталу.

Таким чином, за допомогою вищезгаданої стратегії менеджменту структури капіталу щодо реструктуризації складу акціонерів компанія

може перейти до створення та максимізації реальної акційної цінності, збільшення своєї ринкової вартості та зведення до мінімуму вартості капіталу.

Тут повинно бути відмічено те, що чим більше власних акцій компанія викупить з обігу, тим більше:

- зросте курс акцій компанії та як результат, зросте її ринкова вартість;
- покращиться склад акціонерів компанії (зросте частка довгострокових акціонерів) та зменшиться загальна асиметрична інформація між менеджерами та інвесторами.

Аргументація на користь покращення складу акціонерів компанії в бік збільшення кількості довгострокових акціонерів та зв'язок з ефективністю менеджменту структури капіталу компанії складу акціонерів є наступними.

Уявімо собі таку ситуацію. Довгостроковий інвестор купив акції компанії "X" у сумі 1 % від загального акціонерного капіталу. При цьому, він вкладає кошти у майбутній доход, тобто має надію на отримання та збільшення розміру дивідендів у майбутньому.

Тепер уявімо, що акції тієї ж компанії і у тому ж розмірі придбав інший, але вже короткостроковий інвестор. При цьому, він інвестує у поточний доход, тобто очікує великих поточних дивідендів.

Перевагу, яку віддає довгостроковий інвестор збільшенню інвестицій перед поточними дивідендами призводить до збільшення майбутнього чистого доходу компанії, а значить і до максимізації його майбутніх доходів, що і є головною ціллю інвестування довгострокового інвестора. У цьому випадку виникає конфлікт між короткостроковим та довгостроковим інвесторами, який може призвести до підвищення вартості капіталу підприємства [24].

Розглянемо, на чієму боці повинна стати компанія, щоб завдяким вірному вибору покращити свій фінансовий стан. Найкращим чином

відповісти на поставлене запитання можна за допомогою його розгляду на базі двох розповсюджених серед провідних корпорацій світу прийомів менеджменту структури капіталу - випуску та викупу акцій.

Так, якщо компанія випускає додаткові акції в обіг, то якщо у неї більшість займають короткострокові інвестори, вимагаючи максимізувати поточні дивіденди, то кошти від випуску акцій в обіг йдуть саме на максимізацію поточних дивідендів.

Якщо ж у компанії більшість у складі акціонерів належить довгостроковим акціонерам, то кошти від додаткового випуску акцій йдуть на інвестиційні потреби, що у свою чергу максимізує майбутній доход інвесторів та збільшує інвестиційні можливості компанії.

Тому позитивний ефект додаткового випуску акцій компанією в обіг, як підходу з арсеналу менеджменту структури капіталу, можливий лише у випадку, коли більшість займають довгострокові акціонери, які не провокують загострення проблеми агентських конфліктів з менеджерами та появу асиметрії інформації [78].

3.3. Розробка корпоративної фінансової стратегії на базі менеджменту структури капіталу

Приймаючи до уваги той факт, що український ринок є неефективним, то використання корпоративної фінансової стратегії, яка б базувалася лише на сигнальному комплексі, без проведення додаткових заходів було б неефективним. Навіть найпотужніші сигнали з боку менеджерів українських компаній у бік інвесторів на ринку дадуть незначний ефект, за причини дуже повільного розповсюдження

інформації на ринку. Тому, для того, щоб підсилити ефективність сигнальних елементів та визвати відповідну позитивну реакцію з боку інвесторів на ринку України, що знаходила б свій прояв у зростанні оцінки підприємства в очах інвесторів, українські компанії, в першу чергу, повинні закласти підґрунтя у вигляді низьколіверіджевої стратегії менеджменту структури капіталу.

В основу стратегії (рис. 3.4) для покращення фінансового стану українських компаній повинен бути покладений принцип покращення асиметрії інформації між інвесторами та менеджерами компанії.



Рис. 3.4. Послідовність застосування низьколіверіджевої стратегії менеджменту структури капіталу українськими підприємствами

Але для того, щоб почати працювати в цьому напрямку, компанія повинна використати деякі переваги, які надає, як це не дивно, неефективність українського ринку, для того, щоб привернути до себе увагу як найбільшої кількості фінансових аналітиків на ринку. Це дасть можливість компанії з перспективою дивитися у власне майбутнє, не переймаючись майбутніми проблемами, які пояснюються неефективністю українського ринку.

Основну проблему, яку повинні вирішити фінансові аналітики на ринку для компанії, це своєчасне та об'єктивне висвітлення як поточних, так і майбутніх її перспектив. Тобто, чим більше фінансових аналітиків на ринку приділяють увагу компанії, тим менше вірогідність того, що реальні ринкові перспективи компанії будуть непоміченими інвесторами взагалі, або поміченими з запізненням, призводячи, таким чином, до недооцінки компанії та погіршення її фінансового стану [133].

Для підвищення уваги до компанії з боку фінансових аналітиків компанія повинна зробити все можливе, щоб залучити до інвестування портфельних інвесторів [150, с. 281].

Саме прихід до компанії портфельних інвесторів переводить компанію з рангу короткостроково-перспективних до рангу таких, що мають довгострокові перспективи, що є доволі незвичним на українському ринку та має привернути до компанії увагу фінансових аналітиків та інших довгострокових, в тому числі і інших портфельних інвесторів.

Послідовність заходів щодо залучення портфельних інвесторів до процесу купівлі акцій підприємства повинна бути такою:

- 1) збільшення акціонерного капіталу у структурі капіталу, щоб зменшити "показник бета" для власних акцій;
- 2) вихід на нові ринки товарів;
- 3) збільшення номінальної вартості власних акцій, тобто зменшення кількості акцій в обігу;
- 4) спліт акцій.

Перший етап заходів, тобто збільшення акціонерного капіталу у структурі капіталу, має бути виконаний компанією за допомогою виплати дивідендів акціонерам не готівкою, а власними акціями, тобто за рахунок додаткового випуску акцій, при цьому, направивши весь чистий дохід на подальшу реструктуризацію активів.

Фундаментом реструктуризації активів підприємства повинно стати використання низьколіверіджевої структури капіталу. Але ця реструктуризація активів повинна нести у собі дух диверсифікації власної діяльності.

Тобто, вихід на нові ринки (ринки нової продукції) за рахунок купівлі відповідного обладнання та підвищення ефективності роботи на існуючих ринках повідомлять ринок, інвесторів та аналітиків про довгострокові плани компанії щодо власного зростання.

Більш того, вихід на ринки нової продукції дасть можливість компанії зменшити вплив як чисто ринкових ризиків, так і політичних ризиків, які є перешкодою для іноземних портфельних інвесторів на шляху до українського ринку [92].

Так, наприклад, якщо керівництво нашої держави погіршить можливість отримання високого прибутку на одному з ринків, де діє компанія, то вона, на відміну від своїх конкурентів, сконцентрованих на випуску лише одного виду продукції, зможе зменшити власні фінансові втрати завдяки тому, що збільшить свою присутність на інших ринках.

Все це призведе до того, що інвестори на ринку почнуть сприймати акції компанії, як менш ризиковані. Це значить, що диверсифікація діяльності компанії призведе до підвищення курсу її акцій та збільшить її ринкову вартість. Тобто, перша ціль корпоративної стратегії фінансового зростання, максимізація ринкової вартості компанії, досягнена.

До того ж, розширення сфер діяльності компанією призведе до збільшення робочих місць у компанії. У часи прогресуючого безробіття ця новина пошириться на ринку з великою швидкістю, збільшивши популярність компанії серед рядових, індивідуальних українських інвесторів.

Це, по-перше, призведе до зростання попиту на акції компанії серед індивідуальних інвесторів на ринку, а значить зробить свій внесок в збільшення ринкової вартості компанії.

По-друге, це збільшить швидкість розповсюдження позитивної інформації серед індивідуальних інвесторів про підвищення ефективності компанії у майбутньому [27, с. 80].

Не одне рішення компанії, яке засвідчує про підвищення її ринкової ефективності не буде поміченим інвесторами. До того ж, ці рішення будуть помічені вчасно, що є дуже важливим для ефективного довгострокового планування власної діяльності менеджерами компанії. Це не що інше, як зменшення асиметрії інформації між менеджерами компанії та інвесторами, що відкриває перед компанією нові ринкові перспективи.

Якщо уявити, що усі компанії на ринку України збільшили кількість робітників, при цьому не втративши власної ефективності, то це призведе до підвищення ефективності усього українського ринку.

В результаті, вітчизняний ринок перетвориться з притулку для різного роду спекулянтів, використовуючих арбітраж для отримання інвестиційного доходу, на місце конкурентної боротьби лише довгострокових інвесторів.

Чим більше ефективність ринку, тим менша можливість використовувати арбітраж, тому що майже усі інвестори на ринку будуть отримувати інформацію майже одночасно за причини підвищення інтересу та головне, довіри до вітчизняних компаній, як творців реальної акційної цінності [27, с. 79].

Наступний крок компанії до власного зростання, це збільшення номінальної вартості власних акцій. В результаті цієї операції, збільшується ринкова ціна акцій, але зменшується кількість акцій в обігу. При цьому, відчутного зменшення ліквідності та наступного зниження курсу акцій компанії не відбудеться.

Це тому, що компанія не буде підіймати номінальну вартість акцій настільки, щоб ринкова ціна акцій компанії серед найбільш перспективних компаній України була найвищою, щоб дати можливість усім бажаючим, навіть найбіднішому з українських індивідуальних інвесторів мати достатньо коштів, щоб придбати хоча б одну акцію компанії на ринку.

Збільшення номінальної вартості акцій призведе до підвищення інтересу до них з боку портфельних інвесторів, які є більш ефективними, ніж індивідуальні інвестори щодо оцінки перспектив використання підприємством низьколівериджевої структури капіталу.

Це пояснюється чисто психологічним фактором сприйняття довгостроковими інвесторами акцій компанії. Це значить, якщо навіть компанія дещо перевищить розмір номінальної вартості власних акцій, і не кожний з індивідуальних інвесторів на ринку зможе придбати акції компанії, то попит на акції все одно не впаде тому, що попит буде підтримано портфельними інвесторами, які проявляють інтерес до компанії та мають досить коштів, щоб придбати акції компанії навіть після збільшення їх вартості.

Для того, щоб не втратити увагу до себе з боку індивідуальних інвесторами, які стали неспроможними придбати акції за такою високою ціною, менеджери підприємства повинні вдатися до наступних кроків.

Для цього менеджерам слід після того, як до компанії прийдуть портфельні інвестори, придбавши на ринку акції додаткової емісії, зробити протилежний прийом з арсеналу менеджменту структури капіталу, тобто прямий спліт. Завдяки прямому спліту компанія зменшить номінальну, балансову та ринкову вартість власних акцій, прямопропорційно збільшивши їх кількість в обігу, а значить найбідніші індивідуальні інвестори зможуть придбати акції компанії,

таким чином не дозволивши їм інвестувати у більш доступні за ринковою ціною акції конкурентів.

3.4. Розробка трьохрівневої корпоративної фінансової стратегії

Після впровадження до життя основних елементів концепції "прагнення до низьколіверіджевої структури капіталу", ВАТ "Інтернафтогазбуд" повинно закріпити власні успіхи у цьому напрямку розробкою корпоративної фінансової стратегії, яка була б ефективною в умовах неефективного ринку України та була б спроможною відповідати запитам запропонованої концепції менеджменту структури капіталу.

Рис. 3.5 містить у собі саме таку корпоративну фінансову стратегію для ВАТ "Інтернафтогазбуд".

Головна перевага корпоративної фінансової стратегії, яка базується на трьох сигнальних комплексах, полягає у тому, що в умовах неефективного ринку, де інвестори схильні недооцінювати ринкові перспективи підприємств, менеджери здатні контролювати та головне, вчасно реагувати на прояви нераціональної поведінки інвесторів на ринку.

Це стає можливим завдяки тому, що, по-перше, менеджмент структури капіталу розглядається менеджерами підприємства не як відокремлений елемент корпоративної фінансової стратегії, а невід'ємна його частка, а по-друге, фундаментом для менеджменту структури капіталу є менеджмент асиметричної інформації.

Якщо менеджерам вдасться зменшити асиметрію інформації з інвесторами до мінімуму, то результатом цього буде абсолютна довіра

інвесторів до підприємства щодо його спроможності створювати акційну цінність та бути ефективним оператором ринку [25, с. 202].

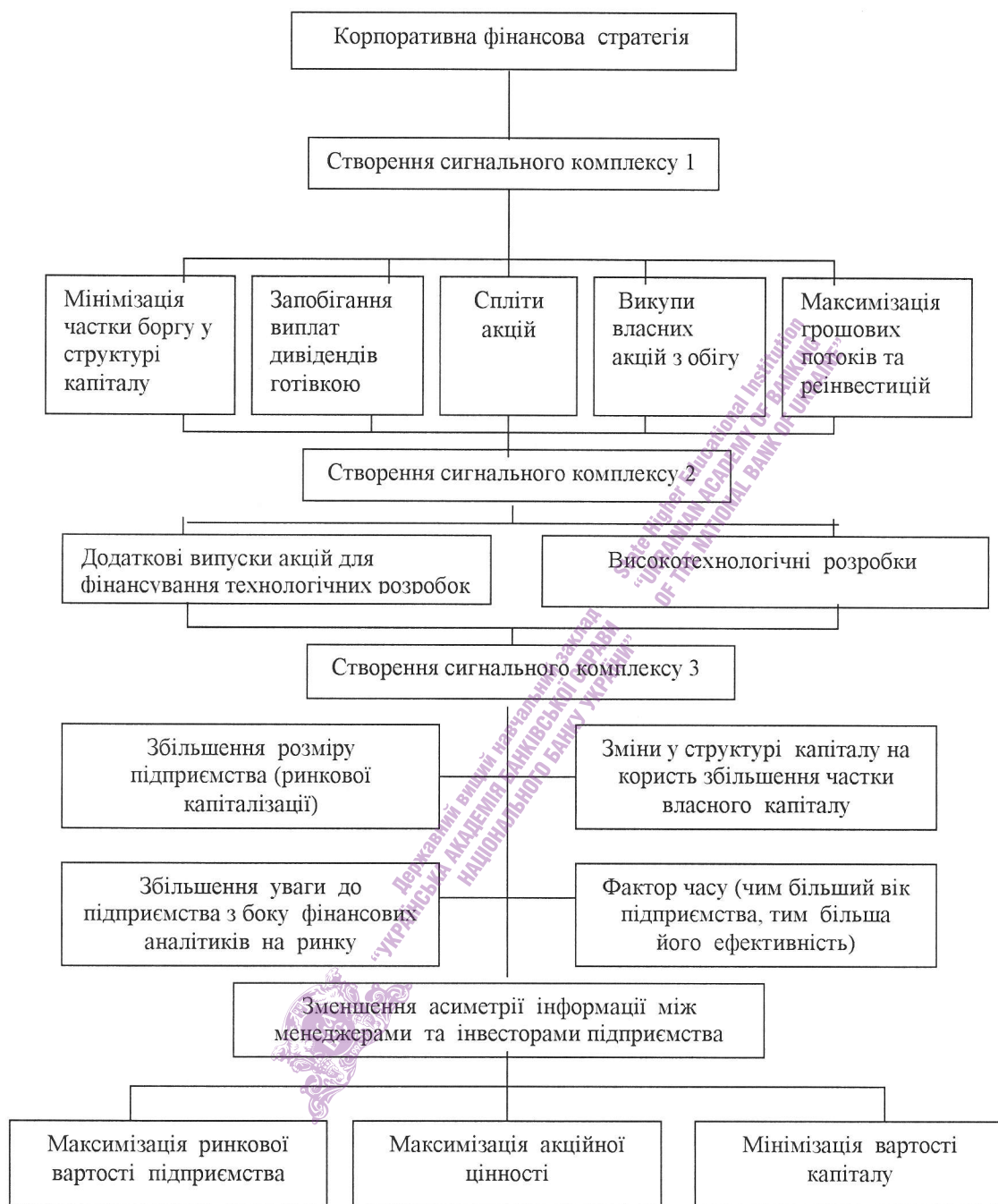


Рис. 3.5. Трьохрівнева корпоративна фінансова стратегія, розроблена для ВАТ "Інтернафтогазбуд"

В результаті, менеджери ВАТ "Інтернафтогазбуд" повинні неодмінно скористатися цією ситуацією для продовження агресивного

втілення до життя концепції менеджменту структури капіталу, що має назву "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу".

Додаткові емісії власних акцій в обіг, а не використання боргу, є основою цієї концепції, що забезпечить собою отримання підприємством додаткових фінансових ресурсів для ефективного здійснення власної діяльності, а по-друге, це повинно призвести до зменшення асиметрії інформації між менеджерами підприємства та інвесторами, так як додатковий випуск акцій в обіг це є прояв довір з боку підприємства до інвесторів на ринку.

Детальні пропозиції щодо підвищення ефективності як менеджменту структури капіталу, так і менеджменту асиметричної інформації, які повинні впроваджувати до життя менеджери ВАТ "Інтернафтогазбуд" мають наступний вигляд:

- 1) концептуальний підхід до зменшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами за допомогою менеджменту структури капіталу повинен базуватися на стійкому збільшенні частки власного капіталу у структурі капіталу підприємства;
- 2) менеджери компанії в першу чергу повинні приділяти увагу пошуку інвестиційних проектів, а не постійному сигналізуванню інвесторів про покращення власної ринкової ефективності за допомогою готівкових дивідендів. Якщо у підприємства відсутні інвестиційні проекти, то усі ці сигнали є оманною для інвесторів.

Щодо збільшення ефективності додаткового випуску акцій, як сигнального елементу та джерела фінансування діяльності підприємства, то менеджери ВАТ "Інтернафтогазбуд" повинні приймати до уваги наступні пропозиції:

- 1) якщо асиметрія інформації між менеджерами підприємства та їх інвесторами дуже висока, то найкращий для підприємства спосіб розміщення додаткової емісії акцій є тендерний продаж;

2) якщо асиметрія інформації між менеджерами та інвесторами підприємствами незначна, то найбільш ефективний спосіб розміщення акцій додаткової емісії є пряме розміщення серед вже існуючих акціонерів підприємства.

Пропозиція 1 має головною метою покращення асиметрії інформації між менеджерами підприємства та інвесторами в умовах інформаційно-неефективного ринку, застрахувавши підприємство від можливого фатального впливу зростання асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами в результаті невдалого тендерного продажу акцій додаткової емісії. Щитом на шляху можливого зростання асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами встає інвестиційна компанія або банк, який здійснює тендерний продаж.

Пропозиція 2 має головною метою не зменшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами, а намагається недопустити її збільшення під час залучення нових фінансових ресурсів в результаті розміщення додаткових акцій на ринку.

Це стає можливим завдяки тому, що в результаті прямого розміщення акцій, як правило, отримують лише існуючі акціонери і завдяки цьому сторонні інвестори не мають можливості прийти до підприємства та, можливо, збільшити асиметрію інформації.

Підприємство повинно випускати акції додаткової емісії в обіг тільки тоді, курс акцій протягом року є максимальним, тобто використовувати "золоте правило" здійснення додаткової емісії акцій.

Лише у такому випадку підприємство буде спроможне максимізувати емісійний прибуток, що є свідченням ефективного менеджменту додаткової емісії її акцій. Але випускаючи додаткові акції в обіг, коли їх курс є максимальним, підприємство досягає

іншої, не менш важливої цілі, ніж отримання максимального емісійного прибутку, а саме зменшення асиметрії інформації між менеджерами підприємства та інвесторами.

Коли курс акцій сягає своєї максимальної позначки протягом року, то це призводить до погіршення ліквідності акцій, тобто за такою високою ціною акції стають доступними меншому колу інвесторів, бажаючих їх придбати. Зменшення ліквідності акцій підприємства, це перший передвісник майбутнього збільшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами.

Тому, щоб недопустити погіршення ліквідності власних акцій, як результат збільшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами, менеджери підприємства повинні збільшувати пропозицію акцій в обігу, що дещо зменшить їх ринкову вартість, але при цьому не зменшиться ринкова капіталізація підприємства, за рахунок збільшення кількості акцій в обігу та зменшиться асиметрія інформації між менеджерами та інвесторами, що буде поштовхом для наступного зростання курсу акцій підприємства та сигналом для здійснення наступної емісії власних акцій в обіг.

Таким чином, підприємство зявдяки такому комбінованому підходу щодо менеджменту додаткової емісії акцій та менеджменту асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами, буде здатне одночасно збільшувати власну ринкову вартість, отримувати додаткові фінансові ресурси для ринкового зростання та контролювати зміну асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами.

Окрім цього менеджмент ліквідності акцій підприємства має бути невід'ємною часткою менеджменту асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами.

Одним з найкращих шляхів збільшення ліквідності акцій в обігу є здійснення підприємством прямого спліту.

Для успішного контролю подій, які мають місце на фондовому ринку, підприємство повинно постійно проводити моніторинг індикаторів зміни ефективності менеджменту асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами. До цих індикаторів слід віднести наступне:

- ✓ зменшення спреда за акціями підприємства свідчить про зменшення асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами;
- ✓ збільшення кількості інвесторів, які здатні придбати повні лоти акцій підприємства свідчить про зменшення асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами.

Таким чином спред, тобто його розмір, і є вартість асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами. Якщо спред взагалі відсутній, то відсутня й асиметрія інформації між менеджерами та інвесторами. Як результат контролю за зміною спреда за акціями підприємства, менеджери повинні вдаватися до наступних кроків:

- якщо спред за акціями підприємства збільшився, що є свідченням збільшення асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами, то підприємство повинно вдатися до прямого спліту, котрий є елементом менеджменту структури капіталу;
- стимулювання зростання курсу акцій з боку менеджерів підприємства повинно бути міцно пов'язане з жорстким контролем за зміною ліквідності акцій, тобто за зміною спреда за акціями.

Якщо менеджери знехтують контролем за зміною спреда за акціями заради збільшення курсу акцій підприємства, то результат буде добре передбачуваний - зростання асиметрії інформації між

менеджерами та інвесторами, поява та загострення агентських конфліктів та зростання вірогідності банкрутства підприємства.

Щоб покращити ефективність викупів власних акцій ВАТ "Інтернафтогазбуд" з обігу як елементу менеджменту структури капіталу:

- менеджери підприємства ніколи не повинні занадто агресивно та впродовж довгого періоду часу контролювати ціноутворення на акції підприємства на фондовому ринку за допомогою викупів акцій з обігу. Викупи акцій повинні бути короткостроковим втручанням у процес створення ліквідності акцій на ринку;
- менеджери повинні контролювати асиметрію інформації за допомогою контролю за зміною коефіцієнту виплати дивідендів, тобто не давати йому збільшуватися. Збільшення коефіцієнту виплати дивідендів означає збільшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами.

Дивідендна політика, як сигнальний елемент, за такого концептуального підходу до менеджменту структури капіталу, а саме "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої стратегії структури капіталу" повинна мати наступний вигляд:

- якщо підприємство не має в арсеналі такого сигнального елементу як високотехнологічні розробки, то воно повинно, виплачуючи дивіденди готівкою з ціллю зменшення асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами, виплачувати дивіденди якомога частіше на рік (бажано не менше ніж раз на квартал);
- ні в якому разі не зменшувати розмір готівкових дивідендів на акцію у порівнянні з минулими виплатами, навіть коли у підприємства не залишиться ні цента на інвестування у власний розвиток.

Зменшення розміру готівкових дивідендів обов'язково призведе до падіння ринкового курсу акцій підприємства навіть на такому неефективному ринку, як український. Менеджери повинні пам'ятати, що інвестори на таких неефективних ринках діють доволі раціонально щодо реагування на такий сигнальний елемент, як розмір готівкових дивідендів.

При цьому раціональність та швидкість відповіді інвесторів підприємства на зміну дивідендів набагато вища, ніж повідомлення менеджерами тих же інвесторів та на тому ж ринку про покращання інвестиційних можливостей підприємства.

Слід відмітити те, що якщо ринок має тенденцію до покращення загальної інформаційної ефективності, то разом з цим змінюється й підхід щодо питання готівкових дивідендів, а саме:

- підприємство повинно використати тенденцію покращення інформаційної ефективності ринку таким чином, щоб поступово зменшувати розмір готівкових дивідендів, віддавши перевагу такому сигнальному елементу, як власні реінвестиційні можливості;
- якщо у підприємства чистий дохід має тенденцію до збільшення, але інформаційна ефективність ринку не покращується, підприємство повинно скористатися цим для того, щоб повільно зменшити коефіцієнт виплати дивідендів. Тобто, збільшити інвестиційні можливості та стимулювати власний розвиток, при цьому повільно збільшуючи розмір дивідендів;
- підприємство повинно виплачувати дивіденди так часто на рік, як це тільки можливо.

Причина частої виплати готівкових дивідендів криється у тому, що якщо інвестор прийме рішення після отримання дивідендів направити їх на споживання, що цілком вірогідно, приймаючи до уваги низьку

платоспроможність українських індивідуальних інвесторів, то збільшення індексу споживчих цін призведе до знецінення інвестицій інвесторів.

Тому, щоб не допустити цього, підприємство повинно виплачувати готівкові дивіденди раз на квартал, поділивши дивіденди на акцію за рік на чотири.

Окрім цього, підприємство повинно повідомляти власних акціонерів про час та розмір запланованих дивідендів як можна раніше до часу виплати. Найкращим чином це робити на початку того кварталу, в кінці якого планується виплачувати дивіденди.

Якщо підприємство впевнене щодо отримання запланованого доходу на рік (наприклад, якщо воно виконує довгостроковий контракт з покупцями), то найкращий час повідомлення інвесторів про розмір дивідендів, це початок року.

При чому, рекомендується оголошувати відразу розмір річних дивідендів, а не квартальних. Це додасть довіри інвесторам до компанії. Наврядчи знайдеться інвестор, який відмовиться від акцій, які принесуть йому протягом року доход. В результаті, чим раніше підприємство повідомить інвесторів на ринку про розмір та час сплати дивідендів, тим більше воно може сподіватися на зростання ринкового курсу власних акцій.

Таким чином, використовуючи такий комплексний підхід до менеджменту структури капіталу, що має назву трьохрівневої корпоративної фінансової стратегії, ВАТ "Інтернафтогазбуд" буде здатне не тільки закріпити вже досягнуті попередні позитивні результати щодо покращення власного фінансового стану за рахунок менеджменту структури капіталу, але й ефективно управляти структурою капіталу у подальшому, тобто бути ефективним ринковим оператором в умовах інформаційно-неефективного ринку України.

Все ж слід зазначити, що успіх трьохрівневої корпоративної фінансової стратегії залежить у більшій мірі від заходів з арсеналу корпоративного фінансового менеджменту, які повинні закласти родючий ґрунт для покращання фінансового стану підприємства. Стислий зміст та послідовність цих заходів є наступними:

- 1) основною засадою успіху процесу реструктуризації активів ВАТ "Інтернафтогазбуд" є використання акцій у якості джерела фінансування;
- 2) для покращення ефективності менеджменту структури капіталу підприємство повинно обрати концепцію управління структурою капіталу, що має назву "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу";
- 3) з метою максимізації позитивного ефекту від подальших емісій акцій, ВАТ "Інтернафтогазбуд" повинно спочатку здійснити первинне розміщення вже існуючих акцій на біржі, що стимулює зростання курсу його акцій та у майбутньому дасть можливість отримати більший за розміром емісійний прибуток;
- 4) для визначення часу коли підприємство повинно вийти з власними акціями на ринок, найкращим чином було б використати методику "фіксації на балансовій вартості акцій". Ця методика полягає у тому, що при визначенні найкращого часу для виходу з власними акціями на ринок підприємство приймає до уваги наступні два елемента менеджменту структури капіталу:
 - поточну балансову вартість акції підприємства;
 - поточний показник відношення ринкової вартості акцій підприємств галузі, які представлені на фондовому ринку, до балансової вартості акцій цих підприємств;

- 5) перш ніж здійснювати додаткову емісію акцій, підприємство неодмінно повинно вирішити проблему асиметричної інформації між менеджерами та акціонерами, застосувавши стратегію реструктуризації складу акціонерів, що полягає у збільшення у складі акціонерів частки ефективних інвесторів, які бажали б повністю реінвестувати отриманий підприємством прибуток, а не направляти його на виплату готівкових дивідендів;
- 6) з ціллю збільшення частки довгострокових акціонерів у складі акціонерів підприємство повинно вдатися до залучення до процесу інвестування у купівлю власних акцій міжнародного інвестиційного фонду;
- 7) послідовність заходів щодо залучення портфельних інвесторів до процесу купівлі акцій підприємства повинна бути такою:
- збільшення акціонерного капіталу у структурі капіталу, щоб зменшити "показник бета" для власних акцій;
 - вихід на нові ринки товарів;
 - збільшення номінальної вартості власних акцій, тобто зменшення кількості акцій в обігу;
 - спліт акцій;
- 8) для підтримки уваги індивідуальних інвесторів на ринку до власних акцій, підприємство повинно після того, як до компанії прийдуть портфельні інвестори, придбавши на ринку акції додаткової емісії, зробити протилежний прийом з арсеналу менеджменту структури капіталу, тобто прямий спліт;
- 9) після впровадження до життя основних елементів концепції "прагнення до низьколіверіджевої структури капіталу", ВАТ "Інтернафтогазбуд" повинно закріпити власні успіхи у цьому напрямку розробкою корпоративної фінансової стратегії;

10) запропонована корпоративна фінансова стратегія, яка була б дієздатною в умовах інформаційно-неефективного ринку України, повинна містити у собі 3 сигнальні комплекси, до яких включається 11 сигнальних елементів, а саме:

- викупи підприємством власних акцій з обігу;
- запобігання готівкових виплат дивідендів, тобто 100 % реінвестування чистого доходу;
- максимізація грошових потоків підприємства;
- мінімізація частки боргу у структурі капіталу (концепція "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу");
- додаткові випуски акцій для фінансування високотехнологічних розробок;
- високотехнологічні розробки, як сигнальний елемент;
- збільшення розміру підприємства, тобто його ринкової капіталізації;
- підвищення уваги до підприємства з боку фінансових аналітиків на ринку;
- кардинальні зміни у структурі капіталу підприємства на користь збільшення частки власного капіталу;
- вік підприємства, тобто фактор часу, за яким, чим більший вік підприємства, тим краща його ринкова ефективність, тобто фінансово-операційна ефективність.

Основні положення даного розділу знайшли відображення в наступних працях здобувача [24, 25, 26, 27]:

1. Костюк О.М. Закордонний досвід використання менеджменту акційної цінності / Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – №1. – с. 78-81.

2. Костюк О.М. Трьохрівнева корпоративна фінансова стратегія // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 2000. – №1. – С. 201-209.
3. Костюк О.М. Міжнародний менеджмент ліквідності акцій / Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – №2. – с. 76-80.



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

ВИСНОВКИ

1. Основу менеджменту структури капіталу підприємств складає вибір менеджерами такого джерела фінансування діяльності підприємства, за рахунок чого стало б можливо покращити фінансовий стан підприємства. В цей же час, менеджмент структури капіталу впливає й на такий важливий аспект економічних відносин на рівні підприємства, як стосунки між менеджерами та акціонерами (інвесторами). Саме від успіху, тобто взаємопорозуміння у цих стосунках, що знаходить свій прояв у зменшенні асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами, залежить перспективний фінансовий стан підприємства.

2. Вибір оптимальної стратегії менеджменту структури капіталу менеджерами підприємств залежить від наступних факторів, серед яких найбільш важливими є:

- рівень інформаційної ефективності ринку, на якому працює підприємство;
- галузь, до якої належить підприємство;
- рівень розвитку фондового ринку країни;
- ефективність інвесторів (акціонерів) підприємства, тобто їх здатність мати раціональну поведінку на ринку.

3. Ефективний менеджмент структури капіталу здатен вирішити наступні проблеми фінансового змісту, як на рівні підприємства, так і усього ринку:

- покращити інформаційну ефективність ринку країни;
- збільшити привабливість вітчизняного ринку для інвесторів, як українських, так і закордонних;

- покращити відносини між менеджерами та інвесторами підприємств;
- покращити фінансовий стан підприємства;
- збільшити достаток акціонерів, тобто розмір створеної підприємством акційної цінності;
- покращити конкурентоздатність підприємства на зовнішньому ринку.

4. Менеджмент структури капіталу підприємства може вважатися ефективним, якщо завдяки йому менеджерам підприємства вдається досягти відразу усіх трьох головних цілей корпоративної фінансової стратегії, а саме:

- максимізації ринкової вартості підприємства,
- максимізації акційної цінності;
- мінімізації вартості капіталу.

5. Використання менеджменту структури капіталу не може бути ефективним, якщо менеджмент структури капіталу використовується окремо від інших елементів корпоративної фінансової стратегії, таких як:

- дивідендна політика;
- інвестиційна стратегія;
- менеджмент ліквідності акцій підприємства, що вже знаходяться в обігу;
- менеджмент асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами підприємства.

6. На сьогоднішній день підприємства світу використовують наступні три концепції менеджменту структури капіталу:

- концепція "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу";

- концепція "прагнення до абсолютно високоліверіджевої структури капіталу";
- концепція "прагнення до оптимального показника рівня фінансового ліверіджу".

7. Найбільш вдалою та універсальною концепцією менеджменту структури капіталу визнана концепція "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу", за якою менеджери підприємства прагнуть збільшити частку власного капіталу у структурі капіталу підприємства.

8. Основні переваги концепції "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу" перед двома іншими концепціями менеджменту структури капіталу полягають у наступному:

- ефективне вирішення проблеми агентських конфліктів між менеджерами підприємства та інвесторами;
- зменшення асиметричної інформації між цими операторами ринку;
- можливість одночасного збільшення достатку акціонерів та ринкового зростання підприємства;
- збільшення ліквідності акцій в обігу та зменшення фінансового ризику інвесторів від вкладання власних коштів у купівлю акцій підприємства.

9. Ефективна корпоративна фінансова стратегія повинна базуватися на менеджменті асиметричної інформації між менеджерами та інвесторами, завдяки чому менеджери підприємства були б здатні вчасно помічати та відповідним чином реагувати на зміну ефективності усіх операторів ринку, особливо інвесторів, та недопускати погіршення фінансового стану підприємства.

10. Для максимізації ефективності як менеджменту структури капіталу, так і корпоративної фінансової стратегії, менеджери підприємств повинні працювати у напрямку збільшення як кількості сигнальних

елементів, за допомогою яких менеджери повідомляють інвесторів на такому інформаційно-неефективному ринку як український про покращення ефективності підприємства, але й кількості сигнальних комплексів, що складають собою рівні корпоративної фінансової стратегії.

11. Український ринок є інформаційно-неефективним. Основна риса такого ринку, це схильність інвесторів як вітчизняних, так і міжнародних, недооцінювати ринкові перспективи підприємств. За такої ситуації ринкова вартість активів підприємств нижча за їх економічну (інвестиційну) вартість.

12. Найбільш оптимальна корпоративна фінансова стратегія для вітчизняних підприємств, працюючих в умовах інформаційно-неефективного ринку України повинна містити у собі 3 сигнальні комплекси, до яких включається 11 сигнальних елементів, а саме:

- викупи підприємством власних акцій з обігу;
- запобігання готівкових виплат дивідендів, тобто 100 % реінвестування чистого доходу;
- максимізація грошових потоків підприємства;
- мінімізація частки боргу у структурі капіталу (концепція "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу");
- додаткові випуски акцій для фінансування високотехнологічних розробок;
- високотехнологічні розробки, як сигнальний елемент;
- збільшення розміру підприємства, тобто його ринкової капіталізації;
- підвищення уваги до підприємства з боку фінансових аналітиків на ринку;
- кардинальні зміни у структурі капіталу підприємства на користь збільшення частки власного капіталу;

- вік підприємства, тобто фактор часу, за яким, чим більший вік підприємства, тим краща його ринкова ефективність, тобто фінансово-операційна ефективність.

13. Фактор складу акціонерів підприємства є найбільш вагомим щодо впливу на ефективність менеджменту структури капіталу. Особливо це стосується тих підприємств, що діють в умовах інформаційно-неефективного ринку України. Тому менеджмент структури капіталу повинен бути тісно зв'язаний із стратегією реструктуризації складу акціонерів підприємства.

14. Ефективний склад акціонерів це такий склад, де більшість займають довгострокові інвестори, які не провокують збільшення асиметричної інформації з менеджерами.

15. Переважна більшість українських підприємств мають неефективний менеджмент структури капіталу, що негативно впливає на їх фінансовий стан та провокує появу агентських конфліктів між менеджерами та інвесторами.

16. За високого рівня асиметрії інформації між менеджерами та акціонерами, підприємство, перш ніж здійснювати додаткову емісію акцій, неодмінно повинно вирішити проблему асиметричної інформації між менеджерами та акціонерами, застосувавши стратегію реструктуризації складу акціонерів, що полягає у збільшенні у складі акціонерів частки ефективних інвесторів, які бажали б повністю реінвестувати отриманий підприємством прибуток, а не направляти його на виплату дивідендів.

17. Менеджери далеко не усіх вітчизняних підприємств, що були приватизованими та стали відкритими акціонерними товариствами, розуміють економічний зміст та необхідність менеджменту структури капіталу. До числа тих менеджерів, що розраховують покращити фінансовий стан підприємств за допомогою менеджменту структури капіталу можуть бути віднесені менеджери лише 4 % українських

ВАН. Саме стільки вітчизняних відкритих акціонерних товариств від їх загальної кількості вже вийшли із власними акціями на фондовий ринок України, щоб дати можливість інвесторам оцінити їх (підприємств) ринкові перспективи.

18. Реалізувати свій внутрішній потенціал щодо покращення власного фінансового стану за допомогою менеджменту структури капіталу підприємство здатне лише після того, як здійснить первинне розміщення власних акцій на ринку.

19. Покращити ефективність підходів менеджменту структури капіталу підприємство здатне лише за рахунок використання міжнародного менеджменту інформаційної ефективності ринків, завдяки цьому підприємство здатне використати інформаційну неефективність ринку України собі на користь, тобто покращити власний фінансовий стан.

20. Найбільш популярними у світовій практиці прийомами з арсеналу менеджменту структури капіталу є:

- прямий спліт;
- зворотній спліт;
- додатковий випуск акцій в обіг;
- викуп підприємством власних акцій з обігу.

21. Ефективність різних способів здійснення додаткових емісій акцій українськими підприємствами знаходиться у наступній послідовності:

- пряме розміщення акцій;
- розміщення через інвестиційні компанії та банки;
- тендерний продаж.

22. Ті українські підприємства, які приділяють менеджменту структури капіталу належну увагу, за звичай, мають більш ліквідні акції та користуються більшою довірою серед інвесторів на ринку, а значить мають кращі ринкові перспективи, ніж їх конкуренти.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом. – М.: "Финансы и статистика", 1995. – 384 с.
2. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. Учебное пособие. – М.: "Финансы и статистика", 1997. – 478 с.
3. Бланк И.А. Управление использованием капитала. – К.: "Ника-Центр", 2000. – 656 с.
4. Бланк И.А. Стратегия и тактика управления финансами. – Киев: "ИТЕМЛтд, АдефУкраина", 1996. – 534 с.
5. Богачев Н.В. Прибыль ?!.. О рыночной экономике и эффективности капитала. – М.: "Финансы и статистика", 1993. – 287 с.
6. Бочаров В.В. Методы финансирования инвестиционной деятельности предприятий. – М.: "Финансы и статистика", 1998. – 160 с.
7. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. Пер. с англ. – М.: ЗАО "Олимп бизнес", 1997. – 1020 с.
8. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами. – М.: "Финансы и статистика", 1996. – 799 с.
9. Глухов В.В., Бахрамов Ю.М. Финансовый менеджмент. – С.-Петербург: "Специальная литература", 1995. – 429 с.
10. Звіт про засідання зібрання акціонерів компанії Dell Computer Corporation, 1998. – 52 с.
11. Звіт про засідання зборів акціонерів корпорації IBM, 1998. – 64 с.
12. Звіт про засідання зборів акціонерів корпорації Intel, 1998. – 51 с.
13. Звіт засідання зібрання акціонерів компанії Siemens, 1999. – 73 с.
14. Звіт про концерн "Стірол", ФДМУ, 1999. – 21 с.
15. Інформаційний бюлетень ПФТС, 12.08.1999. – 24 с.
16. Інформаційний бюлетень ПФТС, 24.02.2000. – 21 с.

17. Інформаційний бюлетень ПФТС, 18.03.2000. – 18 с.
18. Інформаційний бюлетень ПФТС, 14.01.2000. – 19 с.
19. Інформаційний бюлетень ПФТС, 21.04.2000. – 21 с.
20. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М.: "Финансы и статистика", 1996. – 432 с.
21. Коробов М.Я. Фінансово-економічний аналіз діяльності підприємств: Навчальний посібник. – К.: Товариство "Знання", КОО, 2000. – 378 с.
22. Корпорація IBM, форма 10-Q, 1999. – 24 с.
23. Корпорація Intel, форма 10-Q, 1999. – 24 с.
24. Костюк О.М. Закордонний досвід використання менеджменту акційної цінності / Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – №1. – С. 78-81.
25. Костюк О.М. Трьохрівнева корпоративна фінансова стратегія // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 2000. – №1. – С. 201-209.
26. Костюк О.М., Рекуненко І.І. Злиття та поглинання як елемент корпоративної фінансової стратегії // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 2000. – №4. – С. 217-222.
27. Костюк О.М. Міжнародний менеджмент ліквідності акцій / Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – №2. – С. 76-80.
28. Крайнина М.Н. Финансовое состояние предприятия. Методы оценки. – М.: ИКЦ "ДИК", 1997. – 224 с.
29. Лист до акціонерів президента корпорації Соса-Соса, 1998. – 8 с.
30. Лист до акціонерів президента корпорації ІВМ, 1998. – 6 с.
31. Лялин В.А., Воробьев П.В. Финансовый менеджмент. – С.-Петербург: "Юность", "Петрополь", 1994. – 108 с.

32. Олексюк О.С. Системи підтримки прийняття фінансових рішень на мікрорівні. – К.: Наукова думка, 1998. – 508 с.
33. Прес-реліз американської комісії з цінних паперів та бірж, 2, 1999. – 21 с.
34. Прес-реліз американської комісії з цінних паперів та бірж 3, 1999. – 18 с.
35. Прес-реліз американської комісії з цінних паперів та бірж 4, 1999. – 20 с.
36. Прес-реліз 12 за 1998 рік компанії Price Waterhouse, 1998. – 15 с.
37. Прес-реліз компанії Альфа-Капітал 2, 1999. – 16 с.
38. Принципы инвестирования. – М.: "Крокус Итернешнл", 1992. – 322 с.
39. Реєстр акціонерів ВАТ "Інтернафтогазбуд" за 1996-1999 рр.
40. Рекуненко І.І., Костюк О.М. Розвиток ТНК – запорука процвітання економіки країни // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 1999. – №3. – С 247-249.
41. Річний звіт департаменту комерції США за 1999 рік, 1999. – 112 с.
42. Річний звіт корпорації Gentex Corporation за 1998 рік, 1998. – 52 с.
43. Річні звіти корпорації Cisco Systems Co. за 1993-1999 рр.
44. Річний звіт Boston Consulting за 1999 рік, 1999. – 82 с.
45. Річні звіти корпорації IBM, 1999. – 62 с.
46. Річний звіт ВАТ "Інтернафтогазбуд" за 1996-1999 рр.
47. Річний звіт корпорації Еххон Corporation, 1998. – 88 с.
48. Річний звіт Світового Банку за 1998 рік, 1998. – 84 с.
49. Річний звіт інвестиційного фонду Fidelity Magellan, 1999. – 126 с.
50. Річний звіт компанії Вуд та Компані, 1999. – 32 с.
51. Річний звіт фонду державного майна України за 1999 рік, 1999. – 58 с.
52. Річний звіт ПФТС за 1997-1998 рр.

53. Річний звіт корпорації Coca-Cola, 1999. – 61 с.
54. Річний звіт компанії Dell Computer Corporation, 1998. – 49 с.
55. Річний звіт корпорації Intel, 1999. – 52 с.
56. Річний звіт компанії Siemens, 1999. – 48 с.
57. Річний звіт інвестиційного фонду Templeton Growth Fund, 1999. – 156 с.
58. Річний звіт інвестиційного фонду Pioneer II, 1999. – 142 с.
59. Річний звіт компанії Veba, 1999. – 38 с.
60. Холт Р.Н. Основы финансового менеджмента. – М.: "Дело", 1993. – 128 с.
61. Хоминич И.П. Финансовая стратегия компании // Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова. – М.: Российская экономическая академия, 1998. – 236 с.
62. Финансовое управление компанией. Под ред. Е.В.Кузнецовой. – М.: Фонд "Правовая культура", 1995. – 383 с.
63. Финансовый анализ деятельности фирмы. – М.: "Крокус Интернешнл", 1992. – 240 с.
64. Финансовый менеджмент. Теория и практика: Учебник под редакцией Е.С. Стояновой. М.: "Перспектива", 1996. – 405 с.
65. Финансы предприятий. – М.: "Банки и биржи", "ЮНИТИ", 1995. – 250 с.
66. Шим Дж.Ш. Финансовый менеджмент. – М.: "Филинь", 1996. – 395 с.
67. Ackert H., B. Smith. Stock price volatility, ordinary dividends and other cash flows to shareholders // Journal of Finance – 1993. – September. p.1147-1160.
68. Amihud Y., H. Mendelson. Asset pricing and the bid-ask spread // Journal of Financial Economics – 1986. – 17. – p. 223-249.
69. Amihud Y., H. Mendelson. Liquidity and asset prices // Journal of Financial Management – 1988. – 17. – p. 5-15.

70. Amihud Y., H. Mendelson. Market microstructure and securities values // *Journal of Financial Economics* – 1997. – 45. – p. 365-390.
71. Baker S., Gallagher. Stock splits' effects // *Journal of Corporate Finance* – 1980. – 4. – p. 94-152.
72. Bhattacharaya S. Imperfect information, dividend policy and "the bird in the fallacy" // *Bell Journal of Economics and Management Science* – 1979. – 10. – p. 259-270.
73. Bhide A. The hidden costs of stock market liquidity // *Journal of Financial Economics* – 1993. – 34. – p. 31-51.
74. Black F. Beta & return // *Journal of Portfolio Management* – 1993. – 20. – p. 8-18.
75. Bodie Zwi, Alex Kane, A. Marcus. *Essentials of Investments*. Third edition. – Boston, MA.: Irvine, McGraw-Hill, 1997. – p. 552.
76. Bolton P., E. Von Tadden. Blocks, liquidity and corporate control // *Journal of Finance* – 1998. – 53. – p. 1-25.
77. Brealy R.A., Myers S., Marcus A. *Fundamentals of Corporate Finance*. – N.Y.: McGraw-Hill, 1995. – 655 p.
78. Brown S., W. Goetzmann and S. Ross. Survival // *Journal of Finance* – 1990. – 50. – p. 853-873.
79. Buckley P., M. Casson. *The economic theory of the multinational enterprises*. – London: MacMillan, 1985. – p. 612.
80. Campbell H. Predictable risk and returns in emerging markets // *Review of Financial Studies* – 1995. – 8. – p. 773-816.
81. Chandra Prassana. *Finance Sense*. – New Delhi: McGraw-Hill, 1993. – p. 936.
82. Chandra Prassan. *Financial management*. – New Delhi: Tata McGraw Hill, 1993. – p. 936.
83. Chang Seyong, D. Mayers. Management vote ownership and shareholder wealth // *Journal of Financial Economics* – 1992. – 32. – p. 103-131.

84. Charest G. Dividend information, stock returns and market efficiency // Journal of Financial Economics - 1972 -6. p. 297-330.
85. Cho D.C., W. Saubet. International arbitrage pricing theory // Journal of Finance - 1986 -41. p. 313-329.
86. Copeland T. Liquidity changes following stock splits // Journal of Finance - 1979 - March. p. 115-149.
87. Copeland T., T. Koller. Valuation: measuring and managing the value of companies. – N.Y.: John Wiley and Sons, 1996. – p. 684.
88. Cornell B. Corporate valuation: tools for effective appraisal and decision making. – Homewood, Ill.: Business one Irvine, 1993. – p. 745.
89. DeAngelo H., L. DeAngelo. Dividends and losses. Journal of Finance – 1992. – 47. p. 1837-1863.
90. Dennis Patrick and D. Strickland. The effect of stock splits on liquidity // Working paper 98-1. Ohio State University, 1999. – March 16. – p. 78.
91. Easterbrook F. Two agency-costs explanations of dividends // American Economic Review – 1984. – 74. p. – 650-669.
92. Errunza V. Investment in developed and less developed countries // Journal of Financial & Quantitative Analysis – 1982. – 2. – p. 42-57.
93. Fama E., K. French. Industry costs of equity // Working paper, University of Chicago – 1984. – p. 54.
94. Fama E., M. Miller. The theory of finance. - N.Y.: Holt, Rinehart & Wilson, 1972. – p. 451.
95. Ferson W.F., D. Lock. Estimating the costs of capital through the time // Management Science – 1997. – April. – p. 61-98.
96. Flannery M. Asymmetric information and risky debt maturity choice // Journal of Finance – 1986. – 41. – p. 18-38.
97. Hackel K., J. Livnat. Cash flow and security analysis. – Homewood, Ill.: Business one Irvine, 1992. – p. 612.
98. Harris, M., Arthur Raviv. The theory of capital structure // Journal of Finance – 1991. – 46. – p. 297-355.

99. Gaver J., Gaver K. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies // *Journal of Accounting and Economics* – 1993. – 16. p. 125-160.
100. Goetzmann W. *An Introduction to investment theory*. – Yale School of Management Press, 1998. – p. 650.
101. Grabbe O. *International financial markets*. – N.Y.: Elsevier, 1991. – p. 435.
102. Grinblatt H., M.Kaloharjin. What makes investor trade? // Working paper, University of California at Los-Angeles, 1999. – p. 86.
103. Grinblatt M., S.Titman. *Financial markets and corporate strategy*. – Boston, MA.: Irvine/ McGraw-Hill, 1998. – p. 785.
104. Jensen M., Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Journal of Financial Economics* – 1998. – 3. – p. 305-360.
105. Jones Charles P. *Financial management*. – Boston: IRWIN, 1992. – 704 p.
106. JPMorgan ADR Fact Book, 1999. – p. 328.
107. Ibbotson R., G. Brinson. *Global investing*. – N.Y.: McGraw-Hill, 1993. – p. 954.
108. IFC Annual Fact Book, 1998. – p. 478.
109. IFC Annual Fact Book, 1999. – p. 396.
110. Kaplan, S. Ruback, R. The valuation of cash flows forecasts // *Journal of Finance* – 1995. – September. – p. 1059-1093.
111. Kato K., L. Lowenstein. Ex-dividend day behavior of stock prices // *The Review of Financial Studies* – 1995. – 8. – p. 817-847.
112. Kent D., D. Hirshleifer. Investor psychology and security market under and over reaction // *Journal of Finance* – 1998. – 53. – p. 1839-1886.
113. Kooyol Y., Y. Kim, R. Stulz. Timing, investment opportunities, managerial descretion and the security issue decisions // *Journal of Financial Economics* – 1996. – 42. – p. 159-185.

114. Levi M. International finance. 2-nd ed. – N.Y.: McGraw-Hill, 1990. – p. 548.
115. Lucas, D. Do taxes effect corporate financial decisions? // Journal of Finance – 1990. – 37. – p. 121-144.
116. Mang E. Large shareholders as monitors // Journal of Finance – 1998. – 53. – p.65-98.
117. Marsh P. The choice between equity and debt // Journal of Finance – 1992. – 37. – p. 121-144.
118. Masulis R. Capital structure changes and security prices // Journal of financial Economics – 1998. – 2. – p. 39-65.
119. Mehra, Rajnish. The equity premium, a puzzle // Journal of Monetary Economics – 1985. – 15. – p. 145-161.
120. Milgrom P., Roberts J. Economics, organization and management. – N.J.: Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1992. – p. 495.
121. Miller, Merton. Debt and taxes // Journal of Finance – 1997. – 32. – p. 261-275.
122. Miller, M. and Modigliani, F. The cost of capital // American Economic Review – 1958. – March. – p. 261-297.
123. Miller, M. and Modigliani, F. Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares // Journal of Business – 1961. – October. – p. 411-433.
124. Miller, M. and Modigliani, F. Corporate Income, Taxes and the Cost of Capital // American Economic Review – 1963. – 53. – p. 433-443.
125. Miller, Merton, K. Rock. Dividend Policy under asymmetric information // Journal of Finance – 1985. – 40. – p. 1031-1051.
126. Miller M., M.Scholes. Dividend and taxes // Journal of Financial Economics – 1978. – 6. – p. 333-364.
127. Muscarella C. Stock splits: signalling or liquidity? // Journal of Financial Economics – 1996. – 42. – p. 3-26.
128. Myers S. Determinants of the corporate borrowings // Journal of Financial Economics – 1977. – 5. – p.147-175.

129. Myers S. The capital structure puzzle // Journal of Finance – 1984. – 39. – p.575-592 .
130. Myers S. Capital structure outlook // Journal of Finance – 1996. – 3. – p.171-190.
131. Nakatani I. The economic role of financial corporate grouping. In Aoki M.(Ed.) the economic analysis of the Japanese firm. – Amsterdam: North-Holland, 1994. – p. 435.
132. Ohlson J. Earnings, book values and dividends in equity valuation // Comtemporary Accounting Research – 1997. – Spring. – p. 661-687.
133. Opler T. Controlling financial distress costs in levered buyouts with financial innovations // Financial Management – 1997 – 22. – p. 79-99.
134. Opler T., S. Titman. The debt-equity choice // Working paper. Ohio State University, Ohio, USA, 1997. – p. 54.
135. Park K., W. Van Amgtmael. The world's emerging stock markets. – N.Y.: Probus, 1993. – 714.
136. Petty J.V. Basic financial management. – N.Y.: Prentice Hall, 1996. – 956 p.
137. Porter M. What is strategy? // Harward Business Review – 1998. – 74. September. – p. 61-78.
138. Rajan, R., Zingales, L. What do we know about capital structure // Journal of Finance – 1997. – 50. – p. 1467-1484.
139. Rappaport A. Creating shareholder value: new standards for business performance. – N.Y.: Free Press, 1986. – p. 452.
140. Rappaport A. Managing shareholder value // Journal of Financial Research – 1999. – 4. – p. 18-41.
141. Raston P., T. Harris, J. Ohlson. Aggregate accounting earnings can explain most of security returns // Journal of Accounting & Economics – 1992. – September. – p. 119-142.
142. Rozeff M. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios // Journal of Financial Research – 1992. – 5. – p. 249-259.

143. Shyam-Sunder S., S.Myers. New look at pecking order model // Journal of Financial Economics – 1999. – 12. – p.106-132.
144. Shyam-Sunder S., Myers T. Testing static tradeoff models against pecking order models of capital structure // Journal of Financial Economics – 1999. – 51. – p. 219-244.
145. Smith C., Warner J. On financial contracting. Analysis of bond covenants // Journal of Financial Economics – 1989. – 7. – p. 117-161.
146. Smith C., Watts R. The investment opportunity set and corporate financing dividend and compensation policies // Journal of Financial Economics – 1992. – 32. – p. 263-292.
147. Solnik B. International investments. – Reading, MA.: Addison Wesley, 1991. – p. 678.
148. Steiger U. Investing capitalism epoch // Journal of Political Economy – 1998. – 2. – p. 92-118.
149. Stewart G. The quest for value. – N.Y.: Harper Collins Publishing, 1991. – p.451.
150. Tucker A., J.Madura, T.Chang. International financial markets. – N.Y.: West, 1991. – p. 814.
151. Vermaulen S. Nature of the common stock repurchases // Journal of Financial Economics – 1997. – 4. – p. 106-123.
152. Vermaulen T. Common stock repurchases and market signaling // Journal of Financial Economics – 1981– 9. – p. 139-183.
153. USAID Fact Book on Ukraine, 1999. – p. 128.
154. USAID Press-release on investment 2000 outlook in Ukraine, 1999. – p. 84.

ДОДАТКИ

Додаток 1

Рейтинг високотехнологічних корпорацій світу за рівнем ефективності менеджменту структури капіталу

№	Назва корпорації	Фінансові показники																						
		1996 рік							1998 рік							2000 рік								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
1	Compuware	0	0	0,71	7,9	0	5,1	12,4	0	0	1,18	11,8	0	10,1	31,4	0	0	2,18	17,9	0	19,2	40,4		
2	Compuserve	0	0	0,61	6,9	0	3,7	11,4	0	0	1,19	10,6	0	6,4	21,4	0	0	2,11	19,4	0	17,1	34,2		
3	Softnet	0	0	0,62	8,1	0	6,2	11,6	0	0	1,12	10,8	0	9,8	27	0	0	2,10	18,4	0	17,1	31,2		
4	Biopharm	0	0	0,42	7,2	0	3,9	11,1	0	0	1,09	11,4	0	7,8	24,3	0	0	1,94	18,2	0	14,2	31,8		
5	Netshop	0	0	0,69	9,1	0	4,1	7,8	0	0	1,44	10,8	0	8,4	19,2	0	0	1,93	17,8	0	15,2	29,1		
6	Starnet	0	0	0,48	6,1	0	3,9	8,7	0	0	1,14	10,9	0	6,1	17,7	0	0	1,92	19,1	0	17,4	28,4		
7	Netco	0	0	0,57	5,2	0	3,2	7,9	0	0	1,02	10,1	0	6,9	12,7	0	0	1,92	19	0	15,4	18,7		
8	Brogen	0	0,16	1,01	18,1	0	5,7	9,9	0	0,11	2,21	21,2	0	10,9	16,6	0	0,08	1,88	24,7	0	14,9	19,5		
9	Cronos	0	0	0,95	8	0	10,8	18,2	0	0	1,19	7,3	0	9	16,9	0	0	1,78	8,8	0	9,8	21,4		
10	Micros	0	0,27	0,66	5,9	0	6,5	18,7	0	0,1	1,28	7,6	0	10,4	23,2	0	0,05	1,6	8,1	0	11,7	22,8		
11	EMC	0	0,11	0,79	17	0	16,9	23,5	0	0,23	1,04	18,3	0	15,8	23,5	0	1,61	1,49	20	0	17,3	23,7		
12	Microsoft	0	0	0,7	30,2	0	11,1	20,4	0	0	0,92	27,1	0	17,2	18,4	0	0	1,34	24,2	0	15,1	17,4		
13	Ceridian	0	0,01	2,96	43,9	0	5,9	8,4	0	0,08	1,29	16,1	0	14,6	29	0	0,7	1,03	11,1	0	7,2	17,5		
14	Citrix	0	0	0,25	41	0	12	14,7	0	0	0,51	36	0	15,7	20,8	0	0	0,73	28,1	0	20	23,5		
15	E-bay	0	0	0,25	6,1	0	2,4	6,8	0	0	0,92	11,4	0	6,4	12,7	0	0	0,71	7,9	0	5,1	9,8		
16	Cisco Systems	0	0	0,34	16,3	0	19,1	24,3	0	0	0,42	15,9	0	15,1	18,9	0	0	0,62	17,2	0	14,1	17,9		
17	Linecom	0	0	0,24	4,2	0	6,1	9,8	0	0	0,92	14,2	0	7,9	12,6	0	0	0,44	8,1	0	4,9	7,4		
18	Novell	0	0	-	-	0	-	-	0	0	-	-	0	-	-	0	0	0,44	7,94	0	5,4	8,3		
19	Intuit	0	0	-	-	0	-	-	0	0	-	-	0	-	-	0	0	0,43	11,7	0	4,92	6,53		
20	Ingram	0	0	0,15	3,9	0	6,7	9,2	0	0	-	-	0	-	-	0	0	0,43	9,5	0	8,6	11,1		
21	E-toys	0	0	0,14	2,4	0	3,1	4,8	0	0	0,72	12,8	0	7,8	11,9	0	0	0,42	10,2	0	4,8	7,9		
22	Ameritrade	0	0	0,42	6,4	0	2,9	9,1	0	0	1,4	11,1	0	14,2	26,4	0	0	0,41	7,8	0	3,9	8,3		
23	Goto	0	0	-	-	0	-	-	0	0	0,27	7,2	0	6,4	12,1	0	0	0,31	8,9	0	9,1	14,4		
24	Priceline	0	0	-	-	0	-	-	0	0	0,18	2,1	0	1,8	3,4	0	0	0,29	4,2	0	3,2	8,8		
25	Lycos	0	0	-	-	0	-	-	0	0	0,42	4,9	0	9,2	17,9	0	0	0,18	4,1	0	2,8	5,2		

Продовження додатку 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
26	Lucent	0,34	0,56	0,19	1,4	21,4	1,1	11,1	0,28	0,49	0,42	2	35	2,27	17,4	0,16	0,43	0,73	3,2	20	3,6	17,5
27	Moxel	0,15	0,01	0,92	10,5	4,34	9,96	13,1	0,2	0,004	1,16	11,2	5,17	11,1	14,7	0,18	0,013	1,15	10,4	5,2	9,3	14,1
28	Versant	0	0	-	-	0	-	-	0	0	0,23	11,2	0	7,9	10,6	0,21	0,026	0,38	14,7	6,4	8,8	12,3
29	Conexant	0	0	0,45	11,2	0	6,8	8,34	0	0	-	-	0	-	-	0,23	0	0,56	9,82	4,9	9,6	11,4
30	Tellabs	0	0	-	-	0	-	-	0	0	0,38	8,7	0	9,44	13,1	0,23	0	0,41	7,9	7,8	9,79	14,2
31	Cellstar	0	0	-	-	0	-	-	0	0	0,51	9,3	0	11,8	13,9	0,27	0,061	0,4	7,2	12,4	10,3	12,8
32	EDS	0	0,09	1,02	10,1	8,1	8,7	11,9	0	0,142	-	-	3,2	-	-	0,3	0,118	1,18	14,6	5,9	9,94	12,1
33	Seagate	0	0	1,25	7,8	0	10,1	13,2	0	0	-	-	0	-	-	0,36	0,12	1,08	6,4	8,4	9,8	13,9
34	Innoveda	0	0	-	-	0	-	-	0	0	-	-	0	-	-	0,38	0,065	0,62	6,14	3,5	10,2	14,8
35	Quantum	0	0	-	-	0	-	-	0	0,034	1,14	14,3	7,9	16,9	23,7	0,44	0,083	0,84	9,7	11,2	13,3	18,1
36	Crosscom	0	0	-	-	0	-	-	0	0	0,21	7,2	0	9,7	12,8	0,51	0,092	-	-	-	14,6	-
37	Siebel Systems	0	0	-	-	0	-	-	0	0,039	0,14	8,6	8,9	9,1	14,9	0,57	0,145	-	-	-	17,1	-
38	Systemix	0	0	-	-	0	-	-	0	0	0,26	9,6	0	11,4	16,2	0,64	0,081	0,1	5,9	12,9	9,79	13,8
39	Cablevision	6,9	9,0	-	-	0	-	-	2,1	6,7	-	-	0	-	-	0,78	4,7	-	-	0	-	-
40	Compaq	1,12	0,24	2,1	5,9	29	5,4	18,2	1,24	0,31	1,9	4,1	37	4,2	11,4	0,86	0,18	-	-	0	-	-
41	Comsat	0,58	0,64	-	-	0	-	-	0,55	0,67	0,52	4,2	39	1,47	4	1	0,68	-	-	0	-	-
42	Bell Atlantic	3,2	1,19	2,23	2,7	65,4	6,4	26,2	2,5	1,35	2,45	18,7	61,1	4,4	18,8	1,16	2,37	2,72	21,4	56,6	5,1	19,8
43	Xerox	2,2	2,8	1,78	6,9	32,5	4,5	27,6	1,74	2,5	2,16	8	29	5,2	29,1	1,2	3,1	0,82	2	88	1,3	8,1
44	Hasbro	1,03	0,08	1,02	6,6	17,3	7,4	9,9	1,1	0,173	1,04	6,2	20,4	6,5	10,5	1,31	0,183	0,97	4,4	24,6	7,2	10
45	Itron	2,3	0,78	-	-	0	-	-	1,8	0,52	0,07	0,4	41	0,41	0,8	1,9	0,61	-	-	0	-	-
46	Tektronix	1,6	0,61	2	5,6	20	7,49	15,6	1,2	0,26	2,6	6,5	17	9,7	16,8	2	0,7	0,65	1,7	75	2,2	4
47	Polaroid	1,2	7,4	-	-	0	-	-	1,7	1,02	-	-	0	-	-	2,2	1,27	-	-	0	-	-
48	ITT	1,9	0,64	0,56	5,9	24	4,3	27	1,5	0,39	0,1	2,5	66	2,1	8,3	2,4	0,61	-	-	0	-	-
49	GTE	4	1,8	2,88	13,1	65	7,3	38,1	3,5	1,83	2,9	12	64,4	6,6	34,7	2,9	1,75	2,59	8,5	72	5,7	29

колонки 3, 10, 17 - вартість капіталу, %;

4, 11, 18 - фінансовий лверідж (структура капіталу);

5, 12, 19 - чистий дохід на акцію, дол.;

6, 13, 20 - коефіцієнт чистого доходу, %;

7, 14, 21 - коефіцієнт виплати дивідендів, %;

8, 15, 22 - коефіцієнт окупності активів, %;

9, 16, 23 - коефіцієнт окупності власного капіталу, %.

Banker Educational Institution
UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

Рейтинг індустріальних корпорацій світу за рівнем ефективності менеджменту структури капіталу

№	Назва корпорації	Фінансові показники																							
		1998 рік						1998 рік						1998 рік						2000 рік					
		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
1	McDonalds	1,09	0,39	2,42	4,8	38	4,1	7,9	0,84	0,36	2,57	5,1	47	4,22	8,7	0,69	0,25	2,79	5,44	42	4,4	9,8			
2	General Electric	1,76	0,64	2,04	5,2	34	5,1	10,3	1,02	0,44	2,16	5,42	31	5,6	12,9	0,71	0,3	2,32	5,12	26	8,8	14,2			
3	General Motors	2,14	0,62	2,02	4,1	29	5,4	9,2	1,28	0,56	2,16	4,2	24	5,62	11,8	0,74	0,32	2,27	4,4	31	5,9	12,4			
4	Pepsico	1,96	0,48	2,56	4,2	37	4,7	10,1	1,21	0,32	2,7	4,46	39	4,96	12,4	0,75	0,24	2,94	4,9	42	5,98	14,6			
5	Coca-Cola	0,92	0,31	1,8	2,9	32	4,74	8,22	0,74	0,24	2,11	2,96	52	4,9	10,1	0,81	0,31	2,02	2,41	46	4,6	8,9			
6	Merk & Co.	1,29	0,94	3,11	2,2	31	5,7	11,4	0,98	0,64	3,24	2,9	22	5,9	14,2	0,83	0,56	3,47	3,84	18	6,8	17,4			
7	Exxonmobil	2,04	0,56	2,74	4,1	39	4,9	9,7	1,08	0,44	2,86	3,9	34	5,4	11,7	0,84	0,29	3,06	4,12	28	6,1	14,2			
8	Dupont	1,19	0,82	3,1	3,9	27	3,4	10,2	0,87	0,61	3,19	4,2	33	3,7	12,8	0,89	0,43	3,44	3,8	41	4,1	14,3			
9	Citigroup	2,12	1,26	2,1	3,7	34	4,2	10,8	1,49	1,37	2,32	3,4	39	5,6	14,2	1,24	1,12	2,54	3,18	31	5,9	16,4			
10	Eli Lilly	2,48	1,11	2,42	5,2	31	3,6	9,7	1,76	0,74	2,7	5,6	37	3,9	11,4	1,39	0,62	2,9	6,26	32	4,6	13,1			
11	Caterpillar	2,11	0,37	4,4	2,4	37	5,2	7,9	1,84	0,31	4,9	2,7	34	6,1	8,4	1,41	0,25	5,2	2,97	29	6,3	9,9			
12	Ashland	2,18	0,91	2,14	4,7	29	5,2	16,4	1,78	1,12	2,18	4,8	26	5,3	18,1	1,46	0,8	2,27	4,96	28	5,4	18,4			
13	Tosco	3,48	0,97	2,49	3,2	27	3,9	10,2	2,74	0,69	2,6	3,34	29	4,18	12,4	1,18	0,44	2,77	3,6	36	5,2	13,2			
14	American Express	2,7	0,64	2,2	4,1	41	2,7	7,9	2,1	0,59	2,34	3,7	47	2,79	9,4	1,49	0,67	2,37	2,9	43	3,1	11,2			
15	AON	2,28	0,67	1,9	2,7	38	4,9	11,7	1,84	0,48	1,98	2,4	46	5,42	14,2	1,49	0,41	2,1	2,8	42	5,9	15,7			
16	Suncor	4,96	0,64	2,9	4,2	29	4,1	9,9	2,04	0,71	3,1	4,26	24	4,6	11,7	1,49	0,42	3,2	3,86	30	4,82	14,4			
17	Wal-Mart	2,8	0,72	2,16	2,9	54	4,1	11,8	2,12	0,69	2,29	3,18	46	4,4	12,1	1,5	0,62	2,21	3,06	49	4,2	11,7			
18	Terex	2,4	0,39	2,24	3,6	31	4,6	9,2	2,04	0,46	2,21	3,1	37	4,9	11,3	1,51	0,37	2,29	3,4	44	4,7	10,8			
19	Costco	2,92	0,91	3,1	2,18	57	2,6	9,8	1,86	1,1	3,22	2,26	59	2,8	11,6	1,52	0,9	3,48	2,4	42	3,2	11,9			
20	Bethlehem	3,2	0,97	2,17	2,4	38	3,4	10,8	2,42	0,84	2,19	2,2	44	3,7	14,2	1,62	0,87	2,4	2,7	32	4,2	14,9			
21	Chase Manhattan	3,12	1,94	2,4	4,2	49	4,2	9,7	2,72	1,32	2,6	4,36	41	4,36	11,4	1,69	0,9	2,84	4,18	27	4,6	11,9			
22	Warner-Lambert	2,02	0,47	4,01	2,42	39	5,11	7,96	1,74	0,36	3,9	2,51	33	5,81	8,46	1,69	0,38	3,29	2,57	39	6,02	9,7			
23	Applied Materials	2,28	0,96	2,32	3,71	42	5,04	12,4	1,88	0,62	2,98	4,05	26	5,9	15,1	1,71	0,71	3,07	4,16	29	5,98	16,6			
24	Tribune	3,08	1,18	2,29	3,21	54	4,9	10,9	2,74	0,99	2,4	3,3	49	5,12	12,7	1,73	0,64	2,27	3,35	42	5,3	14,1			
25	Pfizer	2,2	0,84	2,14	5,17	35	4,7	11,9	2,29	0,97	2,06	5,25	47	4,29	10,1	1,74	0,77	2,3	5,32	34	5,1	13,2			
26	GAP	3,11	0,89	2,42	2,1	57	4,2	9,8	2,74	0,91	1,9	2,04	73	4,11	8,3	1,74	0,72	2,21	4,95	49	4,32	9,91			
27	Walgreen	2,44	0,81	2,04	2,7	41	3,7	8,4	1,98	1,12	1,78	2,48	66	3,3	7,1	1,75	0,84	2,27	2,96	45	4,4	11,4			
28	Kellogg	4,46	1,27	2,49	3,04	61	3,5	9,24	3,14	0,89	2,71	3,36	48	4,15	12,3	1,77	0,94	2,79	3,23	44	4,22	13,1			
29	Tenneco	2,39	0,94	2,12	3,14	52	2,79	7,78	2,02	0,69	2,38	3,72	39	3,29	9,72	1,77	0,74	2,31	2,91	45	3,03	9,22			
30	Eaton	2,06	0,52	1,8	2,4	48	4,4	10,6	1,92	0,74	1,94	2,1	56	4,9	12,7	1,78	0,58	2,1	2,4	59	5,6	15,4			
31	Unilever	3,86	1,19	2,4	4,9	29	4,1	12,4	2,18	0,9	2,7	5,1	38	4,4	14,8	1,79	0,82	2,82	4,6	32	4,7	15,2			

Продовження додатку 2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
32	Navistar	3,44	1,02	2,9	5,6	42	4,8	11,9	3,18	1,16	2,98	5,4	46	5,6	12,7	2,11	0,94	3,09	5,1	41	5,9	13,1
33	Conagra	3,42	0,87	2,12	2,9	67	3,49	8,24	2,97	1,01	2,03	1,82	78	3,21	7,32	2,11	0,96	2,2	1,94	63	3,54	8,9
34	Olin	4,32	0,96	2,49	1,76	58	2,19	7,8	3,17	0,74	2,44	1,65	82	2,01	6,4	2,18	0,76	2,42	1,72	79	2,21	6,94
35	Alza	4,26	1,1	3,94	2,79	51	3,7	8,9	4,4	1,36	3,82	2,48	74	3,5	7,2	2,19	0,97	4,18	3,96	48	3,9	8,9
36	Home Depot	2,44	1,12	2,96	1,7	49	4,2	7,96	2,02	0,96	3,11	1,95	41	4,12	8,46	2,22	0,94	2,74	1,67	56	4,02	8,19
37	British Petroleum	2,18	0,46	3,1	5,4	61,6	6,2	9,7	2,21	0,62	2,94	4,1	58,7	4,2	8,1	2,27	0,69	2,61	3,1	61,4	3,2	4,8
38	Philip Morris	3,9	0,9	2,54	9,1	58	11,4	44,1	3,5	0,82	2,58	8,7	62	11,2	42	3,1	0,7	2,64	7,9	67	10,9	41
39	Boeing	3,8	0,29	1,6	4,1	41,4	3,1	6,4	3,6	0,21	1,69	4,8	39,7	3,8	6,7	3,1	0,16	1,71	4,4	37,1	3,7	6,9
40	Colgate Palmolive	4,92	0,61	2,19	2,76	48	2,1	6,7	4,18	0,54	2,44	3,9	56	2,6	8,4	3,29	0,76	2,12	2,1	52	2,2	6,7
41	DymterCrysler	4,2	0,62	2,8	4,7	54,7	2,6	5,1	4,08	0,52	2,96	4,99	59,4	2,64	5,48	3,28	0,44	3,16	4,8	57	2,34	5,2
42	WDR	3,9	1,94	3,22	4,2	71	2,9	7,4	3,62	1,82	3,26	4,78	62	3,1	8,9	3,7	1,86	3,18	2,98	68	2,9	7,8
43	Sysco	3,8	0,47	2,4	6,1	37	4,1	8,9	4,12	0,62	1,95	3,8	51	2,9	5,18	3,77	0,48	2,19	4,1	58	3,7	9,2
44	Ford Motors	4,6	0,23	3,7	1,3	42	5	15,3	3,8	0,23	5,7	3,8	28	8,2	2,3	3,82	0,37	18,7	18,9	9,5	9,7	29,1
45	USSteel	3,9	0,97	2,19	1,7	62	3,4	9,2	3,97	1,08	2,11	1,62	67	3,2	9,02	4,7	0,98	2,02	1,44	64	3,04	7,9
46	Procter & Gamble	4,92	0,61	2,19	2,76	48	2,1	6,7	4,18	0,54	2,44	3,9	56	2,6	8,4	3,29	0,76	2,12	2,1	52	2,2	6,7
47	AlCOA	5,2	1,18	2,9	2,7	46	2,7	6,82	4,7	1,04	3,1	2,78	52	2,74	7,2	4,1	0,97	3,18	2,96	58	2,9	8,4
48	Firstar	4,7	1,22	3,1	2,8	64	2,26	6,7	4,25	1,18	3,24	2,2	67	2,4	8,2	4,42	1,37	3,06	2	62	2,1	6,9
49	Mercedes	5,9	0,98	4,12	4,2	47	5,6	10,8	5,72	0,86	4,82	3,7	41	6,4	14,2	4,8	0,92	4,48	3,9	52	7,2	16,4

колонки 3, 10, 17 - вартість капіталу, %;

4, 11, 18 - фінансовий ліверідж (структура капіталу);

5, 12, 19 - чистий дохід на акцію, дол.;

6, 13, 20 - коефіцієнт чистого доходу, %;

7, 14, 21 - коефіцієнт виплати дивідендів, %;

8, 15, 22 - коефіцієнт окупності активів, %;

9, 16, 23 - коефіцієнт окупності власного капіталу, %.

Перелік 62 провідних корпорацій США, яких було включено до
списку

America Online ,Inc.; At Home Corp.; Art Technology Group ,Inc.; BEA Systems ,Inc.; Inctomi Corp.; Intuit ,Inc.; Legate Systems ,Inc.; Macromedia ,Inc.; Microsoft Corp.; Oracle Systems Corp.; Parametric Technology Corp.; Rational Software Corp.; Real Networks ,Inc.; Seagate; Vignette Corp.; Wind River Systems; Yahoo; EMC Corp.; Mercury Interactive Corp.; Veritas Software ,Inc.; Com21 ,Inc.; Lucent Technologies ,Inc.; Newbridge Networks Corp.; Tellabs ,Inc.; Applied Materials ,Inc.; Dell Computer Corp.; Motorola ,Inc.; Selectron Corp.; Teradyne ,Inc.; Broadcom Corp.; Cisco Systems ,Inc.; Gateway ,Inc.; Molex ,Inc.; SCI Systems ,Inc.; Compaq Computer Corp.; Hewlett-Packard Corp.; IBM Corp.; Sun Microsystems; Burr-Brown Corp.; Conexant Systems ,Inc.; Intel Corp.; Linear Technology Corp.; Maxim Integrated Products ,Inc.; Micron Technology ,Inc.; PMC-Sierra ,Inc.; Sunmina Corp.; Texas Instruments, Inc.; Transwitch Corp.; Vitesse Semiconductor Corp.; Xilinx ,Inc.; Acamai Technologies ,Inc.; Siebel Systems ,Inc.; Whittman-Hart, Inc.; ExxonMobil; Ford Motor; GM; GE; Procter & Gamble; McDonalds; Sysco; Caterpillar; Phillip Morris.

Обсяг портфельних інвестицій фонду Kemper Emergent Markets Fund

Рейтинг	Країна	Обсяг інвестицій, дол.	Частка від загалу, %
1	Кенія	524730	15,6
2	Єгипет	389626	11,6
3	Мексика	363412	10,8
4	Польща	237356	7,1
5	Тайвань	225733	6,7
6	Угорщина	160837	4,8
7	Греція	155875	4,7
8	Бразилія	145363	4,3
9	Турція	125638	3,7
10	Чілі	87260	2,6
11	Перу	73690	2,2
12	Індія	70230	2,1
13	Оман	66600	2
14	Україна	65000	2
15	Хорватія	53138	1,6
16	Зімбабве	50250	1,5
17	Кенія	45914	1,4
18	Росія	44776	1,3
19	Чехія	38879	1,2
20	Ізраїль	34689	1
21	Морокко	34204	1
22	ПАР	33642	1
23	Філіппіни	30766	0,9
24	Таїланд	29176	0,9
25	Гонконг	27000	0,8
26	Естонія	26653	0,8
27	Португалія	25743	0,8
28	Фінляндія	23113	0,7
29	Індонезія	21138	0,6
30	Ботсвана	16318	0,5
31	Туніс	12426	0,4
32	Ліван	10350	0,3
33	КНР	9887	0,3
34	Болгарія	8095	0,3
35	Йорданія	7331	0,2
36	Мавританія	6766	0,2
37	Гана	2963	0,1
38	Шрі Ланка	2963	0,1
39	Болівія	2695	0,1
40	Сінгапур	315	0,01
Загалом	40	3225857	96,2