

## Розділ 2.11

# РИНКИ КАПІТАЛУ У СУЧАСНОМУ СВІТІ

## 1. Інвестиційне середовище

Модель ринку позичкових коштів, розглянута у попередньому розділі є надзвичайно спрощеною моделлю ринку капіталу, в першу чергу тому, що вона нічого не говорить про *ринковий механізм*, що забезпечує трансформацію суспільних заощаджень у інвестиції. Ці функції в сучасній ринковій економіці забезпечує складна система фінансових ринків - **інвестиційне середовище**, основними елементами якої є *фінансові інструменти (цінні папери)*, *фінансові інститути (посередники)* і власне *фінансові ринки*. Інвестиційне середовище забезпечує передачу коштів (заощаджень) від домашніх господарств (приватних інвесторів) до кінцевих користувачів (фірм та уряду). Кошти передаються в обмін на *фінансові інструменти* - певним чином оформлені зобов'язання їх повернення з виплатою інвесторам доходу на вкладені кошти. Процес акумуляції заощаджень і передачі коштів кінцевим користувачам здійснюють *фінансові посередники* - банки, інвестиційні фонди, пенсійні фонди тощо. Процес торгівлі фінансовими інструментами забезпечує складна інфраструктура *фінансових ринків*.

## 2. Фінансові інструменти

Предметом торгівлі на фінансових ринках є фінансові інструменти (*цінні папери*). Цінний папір - є оформлений у відповідності з регулятивними вимогами документ, що забезпечує його власнику певні *майнові права*, і тим самим має певну *вартість*. Слово “папір” є на сьогодні швидше данню минулому - коли фінансові активи оформлялись лише у формі паперових

документів. В сучасній економіці термін “цінний папір” відноситься до будь-якої легальної форми закріплення майнових прав - як у вигляді паперового документу, так і у вигляді *запису* (у тому числі і у електронній формі) в реєстрі власників чи на відповідному *рахунку*.

В загальному випадку цінним папером є угода про *обмін сьогоднішньої вартості на майбутню вартість*, чи іншими словами, купівля цінного паперу для інвестора є обміном абсолютної ліквідності (грошей) на майбутню купівельну спроможність. У даної угоди завжди є дві сторони - *емітент* цінних паперів і *інвестор*, який купляє за гроші майнові права, пов'язані з даним цінним папером. Важливою особливістю власне *цінних паперів*, є можливість їх перепродажу.

Наведене визначення фінансових ринків не є цілком точним з практичної точки зору. Не всі угоди про обмін сьогоднішньої вартості на майбутню оформляються у вигляді *цінних паперів*, - фінансових інструментів, що можуть бути предметом вільної купівлі-продажу на ринку (т. зв. *transferable securities*). Значна частина фінансових інструментів не характеризуються такою властивістю (*non-transferable securities*). На практиці, особливо у розвинутій ринковій економіці, структура фінансових ринків є надзвичайно складною, а кількість різних видів фінансових інструментів є дуже великим. Основними різновидами фінансових інструментів є боргові інструменти, інструменти власності, та похідні фінансові інструменти.

*Боргові інструменти* оформляють відносини позики, і являють собою зобов'язання позичальника виплатити кредитору певні суми грошей у заздалегідь визначені строки. Позичальниками на фінансовому ринку можуть виступати всі учасники економіки - фірми, домашні господарства, уряди (центральні та місцеві).

Фінансування *фірм* може здійснюватись не лише за рахунок запозичених коштів, але й за рахунок коштів *власників*. Якщо для створення фірми використовуються кошти багатьох власників, таке підприємство

називають *корпорацією*. Корпорація має цілий ряд переваг перед підприємницькою фірмою, в якій власником є одна людина. По-перше, об'єднання коштів багатьох власників дозволяє здійснення масштабних інвестицій, які не могли б бути профінансовані одною людиною. По-друге, корпоративна форма забезпечує принцип *обмеженої відповідальності*, - коли кожний співвласник несе відповідальність по зобов'язанням підприємства лише у межах тих коштів, які ним інвестовані. По-третє, корпоративна форма забезпечує можливість *професійного управління* підприємством, коли власнику не обов'язково бути фахівцем у тій галузі бізнесу, яким займається фірма. Нарешті, у випадку *публічних корпорацій* - частки власності у яких (*акції*) можуть бути предметом вільної купівлі-продажу на фінансовому ринку (в Україні - *відкриті акціонерні товариства*), забезпечується *ліквідність інвестицій* - кожен власник має можливість у будь-який момент повернути вкладені кошти (щонайменше частково), продавши свою частку власності на підприємство на фінансовому ринку.

Існує декілька різновидів фінансових інструментів, які об'єднують властивості боргових зобов'язань і прав власності. В першу чергу, це - *привілейовані акції* і *конвертовані облігації*. Власники привілейованих акцій мають першочергове право на отримання частки прибутку фірми, причому обсяг доходу, що належить власникам привілейованих акцій заздалегідь оголошується. По цій причині привілейована акція близька за своїми властивостями до боргового зобов'язання. Конвертована облігація - цінний папір, що забезпечує його власнику право на отримання (в рахунок погашення боргових зобов'язань) акцій корпорації-емітента.

*Похідними фінансовими інструментами* прийнято називати угоди, права та зобов'язання по яких пов'язані з певним реальним чи фінансовим активом, який називають *базовим*. Похідні інструменти - це, як правило, угоди по купівлі-продажу базового активу з відстроченим виконанням. Головною причиною існування похідних фінансових інструментів є невизначеність майбутнього (*ризик*) і призначені вони головним чином для страхування

ризик непередбачуваних коливань цін на ринку. Основними видами похідних фінансових інструментів є *форвардні (ф'ючерсні) контракти і опціони*.

Форвардний (ф'ючерсний) контракт є угодою, у відповідності з якою одна сторона зобов'язана купити, а інша - продати певну кількість базового активу по заздалегідь визначеній ціні у майбутній момент часу. Якщо *форвардним* контрактом є будь-яка угода купівлі-продажу з виконанням у майбутньому, то *ф'ючерсом* називають стандартні контракти, якими торгують на організованому ринку по визначеним правилам.

Опціон - інший різновид угоди на строк, у відповідності до якої одна сторона (продавець опціону) зобов'язана продати або купити базовий актив по визначеній ціні у певний майбутній момент часу, а інша сторона (покупець, або власник опціону) - має *право вибору* - виконати угоду чи відмовитись від її виконання. Велика кількість фінансових інструментів мають властивості, що роблять їх подібними до опціонів. Такі інструменти називають *умовними вимогами* - тому що їх вартість залежить від ситуації, що складається на ринку (*ринкових умов*). Властивості опціонів є у конвертованих облігацій, кредитів та облігацій з плаваючим процентом, і навіть у звичайних акцій.

### **3. Фінансові посередники**

Фінансові посередники - невід'ємна частина сучасної фінансової системи, і одна з найважливіших складових сучасної ринкової економіки. Фінансові інститути, чи фінансові посередники, - являють собою організації, головним предметом діяльності яких є торгівля фінансовими інструментами, а головною функцією - акумуляція заощаджень і спрямування їх на інвестиційні цілі.

Діяльність фінансового інституту зводиться, по суті, до продажу власних фінансових інструментів і інвестуванню отриманих коштів у

зобов'язання інших учасників економіки. Крім акумуляції заощаджень, фінансові посередники виконують і ряд інших важливих функцій - зменшення витрат на фінансування інвестиційних проектів (вартості залучення капіталу), перерозподіл ризику, забезпечення рівноваги на фінансовому ринку шляхом узгодження строків заощаджень та інвестицій, і нарешті, - трансформація низьколіквідних реальних активів у високоліквідні фінансові активи.

Основними видами фінансових інститутів (посередників) є *банки, інвестиційні компанії (фонди), пенсійні фонди, страхові компанії*.

Ключовою особливістю **комерційних банків**, у порівнянні з іншими фінансовими інститутами, є можливість відкриття депозитів (у тому числі депозитів до запитання) у поєднанні з можливістю кредитування. Тим самим банківська система володіє унікальною властивістю *створення грошей*. Основною діяльністю банків, крім власне забезпечення розрахунків між економічними суб'єктами, є функція посередництва - акумуляція заощаджень і спрямування коштів на кредитування та інвестування на ринку цінних паперів.

Предметом діяльності **інвестиційних фондів і інвестиційних компаній** є *спільне інвестування*, тобто об'єднання коштів багатьох суб'єктів з метою здійснення інвестиційної діяльності. Метою і основною перевагою такого об'єднання коштів є можливість *зменшення ризику* для інвесторів шляхом *диверсифікації* інвестицій, а також можливість *професійного управління* інвестиційними ресурсами.

Змістом діяльності **страхових компаній** є *торгівля ризиком*. Страхова компанія скуповує ризик, приймаючи на себе зобов'язання по компенсації втрат клієнтів у несприятливих умовах. Об'єднання ризику багатьох економічних агентів сприяє зменшенню загального рівня ризику в економіці. Крім своєї основної функції по об'єднанню і перерозподілу ризику, страхові компанії акумулюють значні кошти, виступаючи в ролі великих інвесторів на фінансовому ринку.

**Пенсійні фонди** - є специфічним різновидом інвестиційних фондів. Основний зміст їх діяльності - реалізація *пенсійних схем* (програм), тобто акумуляція коштів домашніх господарств у період активної трудової діяльності з метою забезпечення виплат у період, коли активна трудова діяльність і отримання пов'язаних з нею доходів припиняється. Пенсійні фонди забезпечують домашнім господарствам можливість згладжування потоку споживання у часі.

#### **4. Фінансові ринки**

Фінансові ринки у сучасному розумінні являють собою механізм забезпечення прав власності та торгівлі фінансовими інструментами, обов'язковими атрибутами якого є чіткі правила торгівлі, наявність професійних учасників ринку і розвиненої ринкової інфраструктури, яка б забезпечувала мінімальні транзакційні витрати (витрати на укладення і виконання угод) і гарантії прав власності та виконання взаємних зобов'язань.

Ринки цінних паперів поділяють на *первинний* і *вторинний*. Первинний ринок охоплює операції по розміщенню цінних паперів емітентом. Існує два основних способи первинного розміщення цінних паперів - публічний продаж і приватне розміщення. При *публічному продажі* коло потенційних інвесторів (покупців цінних паперів) заздалегідь невизначене. *Приватне розміщення* передбачає продаж цінних паперів визначеному колу приватних чи інституційних інвесторів. Розміщення цінних паперів часто здійснюється при посередництві фінансового інституту, який називають *андеррайтером*. Функції андеррайтерів на розвинених ринках виконують великі інституційні інвестори (інвестиційні банки, інвестиційні компанії тощо).

Вторинний ринок є ринком, на якому цінні папери переходять з власності одного інвестора до іншого. Фундаментальна роль вторинного ринку полягає, окрім іншого, у забезпеченні *ліквідності* цінних паперів, що робить їх придбання більш привабливим для інвесторів. Вторинний ринок

поділяють на організований та неорганізований. Організований ринок (біржовий та позабіржовий) передбачає *загальні правила* торгівлі та *гарантії виконання угод*.

## **5. Державне регулювання та ефективність фінансового ринку**

Діяльність сучасного фінансового ринку неможлива без регулювання з боку держави (уряду). Держава визначає і контролює правові основи забезпечення прав власності та взаємовідносин учасників ринку. До сфери державного регулювання на ринку цінних паперів, крім законодавчого забезпечення, відноситься, як правило, регулювання і визначення правил випуску цінних паперів, реєстрація випуску цінних паперів, ліцензування та контроль професійної діяльності на ринку, контроль за дотриманням умов добросовісної конкуренції.

Одна з основних цілей держави по відношенню до регулювання економіки - забезпечення найбільшого можливого суспільного добробуту - по відношенню до регулювання фінансових ринків передбачає досягнення найбільш ефективного їх функціонування.

**Ефективність фінансового ринку** передбачає, перш за все, ефективність використання фінансових ресурсів суспільства (суспільних заощаджень) на цілі інвестування, і в кінцевому рахунку - підвищення продуктивності і темпів економічного зростання. Поняття ефективності по відношенню до функціонування фінансових ринків має суттєві особливості в порівнянні з звичайним для економічної теорії розумінням ефективності в термінах оптимального за Парето розподілу ресурсів, хоча в той же час ефективність фінансового ринку є *необхідною умовою загальноекономічної ефективності*.

Фінансовий ринок є (інформаційно) *ефективним*, якщо ринкові ціни фінансових активів враховують *всю інформацію* про фактори, що можуть вплинути на їх доходність. Дане визначення можна розуміти в тому сенсі, що

інвестори приймають рішення про купівлю чи продаж фінансових активів на основі повної *інформації* стосовно доходності та ризикованості даних активів. Рішення інвесторів впливають на ринкову ціну активів, тим самим - в кожен момент часу ринкова ціна відображає ту інформацію, якою володіють учасники ринку.

Зміст поняття ефективності залежить від того який саме масив інформації несе в собі ціна. Кажуть, що ринок ефективний в *слабкій* формі, якщо поточна ціна відображає всю *минулу* (історичну) інформацію про даний фінансовий інструмент. *Напівстрога* форма ефективності означає що ціна формується під впливом *всієї загальнодоступної (публічної)* інформації. Нарешті, *строга* форма ефективності спостерігається, якщо в ціні відображена *абсолютно вся існуюча інформація* (як загальнодоступна, так і приватна) відносно даного активу.

Наслідком будь-якої форми ефективності є *гіпотеза випадкового кроку*: будь-яка наступна зміна ціни не залежить від попередньої динаміки, тим самим, на основі історичних даних прогнозувати наступні зміни ціни неможливо. У випадку напівстрокої форми ефективності прогнозувати майбутні ціни неможливо використовуючи загальнодоступну інформацію - будь-яка нова інформація миттєво впливає на зміну ціни. За строгої форми ефективності прогнозування неможливе навіть з використанням приватної (так званої *внутрішньої*, тобто недоступної всім учасникам ринку) інформації.

Важливо ще раз підкреслити тісний взаємозв'язок *інформаційної ефективності* фінансового ринку та *ефективності розподілу ресурсів* в економіці. Тільки за наявності інформаційної ефективності найважливіший ресурс економіки - заощадження - буде розподілятися ефективно.

Досягнення ефективності фінансового ринку неможливе без *конкурентності, інформаційної відкритості, та мінімізації транзакційних витрат*. Тому основними цілями *державного регулювання* ринку цінних паперів мають бути крім гарантій прав власності, забезпечення рівних прав



учасників ринку, забезпечення відкритості і доступності інформації по цінах і обсягах торгівлі на фінансовому ринку, недопущення недобросовісної конкуренції.

## 6. Теорія корпоративних фінансів

Існує небагато галузей у економічній теорії в цілому та фінансовій теорії зокрема, яким була б присвячена така кількість досліджень, як **корпоративні фінанси** – галузь, що вивчає не лише проблеми *фінансування фірм*, але й *всі аспекти взаємовідносин фірми та інвесторів на ринках капіталу*, і насамперед – проблеми *оцінки інвестицій, розподілу ризику між суб'єктами ринку, агентських відносин (між власниками та менеджерами фірм, власниками та кредиторами тощо) та фінансування інвестицій*.

Традиційно корпоративні фінанси включали набір загальноприйнятих правил, зокрема твердження, що *боргове фінансування для фірми дешевше власного капіталу*, тому що кредитори отримують дохід на заздалегідь визначених умовах та мають першочергові права на активи фірми у випадку неплатоспроможності. На відміну від цього, акціонери володіють *залишковими вимогами* і отримують доходи тільки після того, як фірма оплатить свої боргові зобов'язання. Фірма, виходячи з цього, може збільшити свою *вартість* і зменшити витрати на залучення капіталу, збільшуючи *ліверідж* (пропорцію боргу в структурі капіталу). Однак збільшення ліверіджу збільшує *ризик банкрутства*: збільшуючи борги фірмі все важче обслуговувати свої зобов'язання. Це збільшує доходність, яку вимагають від фірми інвестори (витрати по залученню капіталу) як за борговими зобов'язаннями, так і за акціями. Тим самим, згідно традиційних поглядів, для кожної фірми існує оптимальне співвідношення власних та запозичених коштів, яке врівноважує відносно нижчі витрати по борговому фінансуванню та зростання ризику банкрутства.

Теорія Модільяні та Міллера, яка з'явилась наприкінці 50-х рр. поставила під сумнів традиційні підходи стосовно корпоративних фінансів. Розглядаючи модель *ідеального* (без транзакційних витрат та податків) ринку капіталу, Модільяні та Міллер продемонстрували, що *вартість фірми має бути незалежною від структури капіталу* (співвідношення власних та запозичених коштів). Базова ідея полягає в тому, що по міру зростання *боргу* у капіталі фірми, ризик, що припадає на кожен одиницю *власності*, збільшується, і для компенсації цього ризику акціонерам повинен пропонуватись вищий рівень дохідності. Таким чином, фірми, що залучають боргове фінансування, повинні мати таку саму вартість, як і фірми, що не використовують запозичення.

Теорія Модільяні і Міллера може розглядатись як еквівалент динаміки Ньютона чи ідеальної моделі досконалої конкуренції у мікроекономіці. Це ідеальний світ фінансів, який дає змогу аналізувати вплив таких *факторів реального світу*, як податки чи банкрутство, з набагато більшою точністю. Найбільш важливим аспектом оподаткування з точки зору структури капіталу є те, що *процентні виплати не оподатковуються податком на прибуток*. Це робить боргове фінансування дешевшим, а вартість фірми зростає по мірі зростання лівериджу. Введення оподаткування в теорію Модільяні-Міллера могло б привести до висновку, що фірми повинні бути профінансовані на 100% за рахунок боргу. Але це, очевидно, ігнорує *ризик неплатоспроможності*, та втрати вартості активів фірми, пов'язані з процедурою банкрутства. Таким чином, *оптимальний рівень лівериджу* відображає компроміс *не* між дешевим боргом та ризиком банкрутства, а між *податковими перевагами боргового фінансування та витратами, пов'язаними з банкрутством*.

Ще одним важливим проривом до розуміння проблем фінансування фірм була робота М. Міллера 1977 р. Він доводив, що, хоча *оптимальне співвідношення боргу та власного капіталу у фінансуванні фірм існує для економіки в цілому*, водночас *не існує оптимального рівня лівериджу для*

окремої фірми. Цей результат впливає з спостереження, що якщо на ринку існують безризикові та неоподатковувані боргові зобов'язання (урядові запозичення), у які домашні господарства можуть інвестувати свої заощадження, фірми повинні пропонувати такий рівень дохідності за своїми борговими зобов'язаннями, щоб дохід після оподаткування по них був не нижчим, ніж дохід по неоподатковуваних фінансових інструментах. Таким чином, процентна ставка по корпоративним зобов'язанням повинна перевищувати ставку по неоподатковуваним зобов'язанням щонайменше на величину податку. Більше того, якщо інвестор платить податки за прогресивною шкалою, *фірми в цілому* можуть збільшувати рівень лівериджу до моменту, поки корпоративні податкові вигоди від боргового фінансування не зрівняються з найбільшою процентною ставкою, потрібною, щоб зацікавити інвестора з найвищою ставкою прибуткового податку. Обсяг боргу фірм в економіці буде відповідати точці, в якій ставка прибуткового податку граничного інвестора буде дорівнювати ставці податку на прибуток корпорацій. У цій точці для фірм не існує податкових переваг щодо зміни рівня лівериджу. Таким чином, теорема Міллера заперечує податкові переваги боргового фінансування на рівні окремої фірми. Міллер також навів емпіричні спостереження відносно низького рівня прямих втрат від банкрутства. Як наслідок, *твердження про відсутність впливу джерел фінансування на вартість корпорації знов підтверджується.*

Традиційні погляди у корпоративних фінансах полягали також в тому, що інвестори (акціонери) надають перевагу *дивідендам*, які фірма виплачує по своїх акціях («синиця в руках») порівняно з використанням фірмою прибутку для здійснення нових інвестицій (нерозподілений прибуток). Міллер та Модільяні довели, що за умови досконалих ринків капіталу та відсутності оподаткування це не так. Так само, як і у випадку лівериджу, твердження Міллера та Модільяні дає змогу зосередитись на впливі оподаткування на дивідендну політику. Нерозподілений прибуток повинен бути більш привабливим, ніж дивіденди, по причині того, що дивіденди

оподатковуються більше, ніж капітальний дохід. У класичній системі оподаткування дивіденди оподатковуються двічі: на рівні корпорації та на рівні інвестора. Капітальний дохід також може оподатковуватись на рівні інвестора, але, як правило, за нижчою ставкою і здебільшого тільки після того, як цей дохід реалізований (отриманий інвестором у грошовій формі). Це створює переваги нерозподіленому прибутку порівняно з дивідендами.

Теореми Модільяні та Міллера є фундаментом сучасних корпоративних фінансів. Іншим наріжним каменем стали *моделі ціноутворення на активи*, і насамперед *Модель ціноутворення на рику капіталів (Capital Asset Pricing Model або CAPM)*. Вони використовуються в корпоративних фінансах для визначення зв'язку між *ризиком* та *дохідністю інвестицій* на фінансовому ринку, і тим самим - для *визначення витрат по залученню капіталу* для фінансування фірм та окремих інвестиційних проектів. Основний результат моделей ціноутворення полягає в тому, що для будь-якої інвестиції, т. зв. *премія за ризик* (перевищення дохідності, яку отримують інвестори понад безризикову ставку) залежить *не* від загального ризику даного інвестиційного проекту, а від внеску, який робить ця інвестиція до сукупного ризику портфелю інвестора. Від специфічних компонентів ризику, які не пов'язані (некорельовані) з іншими інвестиціями, інвестори можуть без додаткових витрат позбутись шляхом *диверсифікації* своїх інвестицій.

Модель *CAPM* та інші моделі ціноутворення дають змогу визначити величину *витрат по залученню капіталу*, яка використовується в завданнях оцінки ефективності інвестицій. Як правило, в таких розрахунках використовується два наступні загальноприйняті інвестиційні критерії - *чиста приведена вартість грошових потоків*, дисконтованих за даною ставкою витрат по залученню капіталу, та *внутрішня норма дохідності*, яка повинна перевищувати ставку витрат по залученню капіталу. Якщо проблемою фірми є розподіл обмеженої кількості капіталу, перш за все повинні вибиратись проекти з найбільшою поточною вартістю в розрахунку на одиницю інвестованих коштів.

У поєднанні з теоремами Модільяні-Міллера, модель *SAPM* дає можливість визначати витрати, пов'язані з альтернативними формами фінансування (власний капітал чи боргове фінансування), і зокрема вплив оподаткування на витрати з фінансування (більш докладно про використання моделі *SAPM* у фінансовому аналізі інвестиційних проектів – див. розділ 5.9).

## 7. Практика корпоративних фінансів

Існує декілька важливих особливостей практики корпоративних фінансів, які істотно відрізняються від тих закономірностей, які формулює класична фінансова теорія.

У першу чергу фактом є те, що *нерозподілений прибуток* (тобто т.зв. *внутрішні* для фірми джерела фінансування – прибуток, отриманий фірмою і не виплачений власникам) є *основним джерелом фінансування для фірм у всіх без виключення країнах світу*. У деяких країнах практично вся інвестиційна діяльність фірм фінансується за рахунок нерозподіленого прибутку. Друге спостереження полягає в тому, що *джерелом зовнішнього фінансування*, як правило, є в першу чергу *банківське кредитування*, а не ринок цінних паперів. Важливість банківського фінансування помітно змінюється від країни до країни, починаючи з Японії, де воно є найважливішим джерелом фінансів для промисловості, до Великобританії, де важливість банківського фінансування мінімальна. Нарешті, *ринок цінних паперів* дає дуже невелику частку *нового* фінансування для фірм: нові випуски акцій становлять значно менше 10% від загального обсягу коштів, інвестованих фірмами 10 найбільш економічно розвинених країн.

Банківське фінансування є не лише найбільш важливим джерелом зовнішнього фінансування, але й важливою антициклічною формою фінансування: банки, на відміну від фондового ринку, задовольняють потреби фірм у фінансуванні як протягом періодів економічного підйому, так

і спаду. Роль банків особливо важлива для малих компаній. Порівняно з великими компаніями малі фірми мають дуже обмежені внутрішні джерела. Вони типово задовольняють свої потреби у фінансуванні через банки. Ринок т.зв. *венчурного капіталу* добре розвинений лише у США та Великобританії, і навіть у Великобританії венчурний капітал грає порівняно малу роль у фінансуванні малих фірм.

Найбільші відмінності між країнами існують у фінансуванні середніх за розміром фірм. У США та Великобританії для фірм середнього розміру є типовим домагатись виходу власних цінних паперів на фондовий ринок (ставати *публічними* компаніями); за межами США та Великобританії це не є поширеним. Наприклад, протягом 90-х років кількість компаній у Німеччині, що вперше вийшли на фондовий ринок, становила менше, ніж одну десяту, порівняно з Великобританією. За межами Великобританії та США існує значно сильніша тенденція для компаній залишатись *приватними* (тобто уникати вільного обігу власних акцій на ринку).

Практика дивідендних виплат фірм також протирічить теоретичним висновкам. Обсяги виплат дивідендів демонструють набагато більшу ступінь негнучкості, ніж прогнозується теоретичними моделями дивідендної політики: фірми, як правило, *поступово* коректують розмір дивідендів до певного цільового рівня і дуже неохоче зменшують обсяг виплат.

Міжнародні порівняння не дають підтверджень існування впливу податків на дивідендну політику. Коефіцієнт виплат (відношення дивідендів до прибутку) фірм Великобританії приблизно в два рази вищий за той же самий показник для фірм Німеччини. Водночас нерозподілені прибутки порівняно з дивідендними виплатами оподатковуються значно більше у Німеччині, ніж у Великобританії. Виходячи з чисто податкових міркувань німецькі фірми повинні були б виплачувати значно більші дивіденди, ніж британські.

Вражаючим фактом, що впливає з порівняння викладених вище фактів практики корпоративних фінансів з висновками теорії, є те, що *класична*

*теорія корпоративних фінансів ніяк не пояснює більшість з найважливіших явищ, які спостерігаються на практиці.* Теорія корпоративних фінансів в значній частині зосереджена на виборі між різними інструментами фінансування фірм, тоді як на практиці основна проблема полягає у виборі між фінансуванням з боку фінансових посередників (банків) та фондового ринку. Фінансова теорія також нічого не говорить про вибір строку, на який залучаються фінансові ресурси (наприклад, вибір між довгостроковими випусками облігацій та відносно короткостроковими синдикованими кредитами для великих компаній).

Там, де теорія має безпосереднє відношення до практики, теоретичні висновки часто дуже відрізняються від практичних спостережень. Дивідендна політика фірм є несподівано негнучкою відносно потреб у фінансуванні. Оподаткування має дуже обмежений вплив на фінансові рішення. Залучення коштів за рахунок розміщення акцій є несподівано дорогим, тому що здійснюється із значними знижками у цінах акцій.

Важливим є також те, що теорія не дає скільки-небудь задовільного пояснення *значним відмінностям між різними країнами відносно джерел фінансування, що використовуються фірмами.* Це означає, що для адекватного пояснення явищ реального світу слід використовувати моделі, в яких припущення теорії Модільяні та Мілера були б істотно послаблені.

## **8. Неповна інформація на ринках капіталу**

Найбільш важливим припущенням в теорії Модільяні та Міллера є припущення про повну (досконалу) інформацію. Асиметрична інформація між постачальниками фінансових ресурсів (інвесторами) та користувачами цих ресурсів (фірмами) створює проблему **агентських відносин**, що, в свою чергу, впливає на форму та масштаби фінансування, які інвестори надають фірмам.

Неповна інформація призводить до неефективного розподілу ризику між менеджментом фірм та інвесторами. Наприклад, за наявності *повної* інформації про зусилля менеджерів, інвестори будуть надавати менеджерам повне страхування на випадки коливань доходів фірми. Водночас, коли зусилля менеджерів *не можуть спостерігатись* власниками фірми, повинні бути створені *стимули, які примушували б менеджерів діяти в інтересах інвесторів*, а це вимагає, щоб менеджери брали на себе частину ризику.

Взаємозв'язок між джерелами фінансування та неповною інформацією вимагає розгляду відмінностей у формах, в яких інвестори отримують доход на свої вкладення при різних способах фінансування. Якщо інвестору важко (чи це пов'язане зі значними витратами) перевірити фактичні обсяги прибутку фірми, на перший погляд оптимальною для інвестора формою фінансування є не інвестувати в акції, а надати *позику* на заздалегідь визначених умовах. Однак, якщо дії *власника* активів неможливо контролювати, виникає цілий ряд ускладнень. По-перше, оскільки власник отримує вигоди тільки у випадках платоспроможності, будуть вибиратись інвестиції з більшим ризиком: власник отримує вигоди у випадку успіху і не несе відповідальності у випадку збитків, що зачіпає інтереси кредиторів. По-друге, власники не отримують вигід від власних зусиль щодо збільшення доходів у випадках банкрутства. По-третє, виплата дивідендів та викуп акцій зменшують вартість активів, доступних для компенсації вимог кредиторів у випадку банкрутства. Нарешті, з того, що у випадках банкрутства дохід від інвестицій частково передається кредиторам, впливає, що фірми можуть бути не зацікавлені у реалізації проектів, які за інших умов могли б виявитись ефективними.

Спроби компенсувати агентські проблеми за допомогою вищих процентних ставок по запозиченнях можуть бути непродуктивними. Вищі процентні ставки підвищують ймовірність банкрутства. Власники, що надають перевагу інвестиціям з низьким ризиком, за таких умов залишать



ринок (*негативна селекція*). Як наслідок, високі процентні ставки можуть принести менший дохід кредиторам.

Відмінності в інтересах між кредиторами і власниками підштовхують кредиторів до створення таких стимулів для власників, які б не входили в протиріччя з інтересами кредиторів. Один з шляхів – вимоги *застави* за борговими зобов'язаннями. Застава покликана компенсувати втрати кредиторів у випадках банкрутства. Інший шлях – заборона власникам здійснювати заходи, що протирічать інтересам кредиторів. Прикладами можуть бути обмеження на виплату дивідендів; заборона придбання інших фірм (*поглинань*), які могли б вплинути на інтереси кредиторів; заборона на продаж активів.

Перераховані заходи послаблюють, але не усувають повністю проблему агентських відносин. Відповідно до моделей агентських відносин *структура капіталу фірми є результатом компромісу* між власниками і кредиторами внаслідок розбіжності їх інтересів у станах банкрутства та платоспроможності фірми.

Неповна інформація також істотно впливає на вибір між внутрішніми та зовнішніми джерелами фінансування. Якщо інвестор недостатньо поінформований про якість фірми, фірми високої якості можуть створити *негативний сигнал*, здійснюючи випуск акцій для отримання додаткового фінансування. Фірми високої якості, фінансуючи свої проекти через випуск акцій, будуть тим самим втрачати вартість своїх існуючих активів. Якщо ці втрати будуть значними, вони будуть утримуватись від реалізації інвестиційних проектів, які за інших умов були б вигідними. Подібні ж негативні сигнали можуть породжуватись емісією будь-яких інших ризикованих цінних паперів, наприклад боргових зобов'язань. Однак при помірному рівні запозичень борг несе в собі менший ризик, тому з випуском боргових зобов'язань асоціюються менші втрати. Вказані фактори створюють для фірми «ієрархію» джерел фінансування, в якій внутрішні

джерела мають переваги перед борговим фінансуванням, а борг, в свою чергу, кращий за випуск акцій для зовнішніх інвесторів.

Таким чином, теорія неповної інформації пояснює ряд важливих аспектів фінансової поведінки фірм, зокрема той факт, що внутрішні джерела є основним джерелом фінансування. Пояснюється низький обсяг нових випусків акцій у світі. Пояснюється ряд особливостей боргового фінансування (використання застави, особливих умов угод, обмежень на дії позичальників та ін.) Крім того, теорія асиметричної інформації обґрунтовує одну з найважливіших функцій банків, а саме – *здійснення моніторингу за діяльністю менеджменту* фірм. Економія на масштабі робить здійснення функцій моніторингу значно більш ефективним для фінансового інституту, ніж для індивідуального інвестора. Диверсифікація інвестицій, яку здійснює банк, дає йому змогу зменшувати ризик і пропонувати інвесторам стандартну боргову угоду (строковий депозит), яка обіцяє інвесторам фіксований дохід, доки банк платоспроможний, і передачу активів банку власникам депозитів у випадку банкрутства. У ринковій економіці банки часто відіграють центральну роль у нагляді та моніторингу діяльності фірм. Це особливо вірно по відношенню до малих та нових фірм, що не мають сталої репутації.

## **9. Корпоративний контроль та структура фінансових ринків**

Асиметрична інформація важлива для розуміння багатьох особливостей корпоративних фінансів. Але теорії асиметричної інформації не пояснюють відмінностей між країнами у *структурі фінансових ринків та формах фінансування фірм*: зокрема, чому банки є найбільш важливими джерелами фінансування в одних країнах, а найбільші за розмірами ринки цінних паперів знаходяться у Сполучених Штатах Америки та Великобританії? В першу чергу ці відмінності тісно пов'язані з дуже відчутними відмінностями між країнами у **корпоративному контролі** (системі управління та контролю за фірмами з боку інвесторів).

Найбільш важливою формою корпоративного контролю у Сполучених Штатах Америки та Великобританії є *поглинання*. Поглинання (зміна власників фірми шляхом викупу акцій у існуючих акціонерів) дають можливість замінити неефективно працюючий менеджмент та спрямувати ресурси від неефективних до більш ефективних способів використання. Наприклад, особливо ліберальною системою регулювання поглинань характеризується Великобританія, де існує дуже мало перешкод з передачі власності чи контролю від одного інвестора до іншого, та є добре визначені правила, які роблять процес поглинання прозорим і чесним. Як наслідок, число поглинань у Великобританії є значним: близько 4 відсотків капіталу є предметом зміни власності протягом одного року. Більше того, більша частина поглинань у Великобританії є *ворожими* за своєю природою у тому сенсі, що менеджмент фірм, які поглинаються, протидіє цьому. Таким чином, фондовий ринок Великобританії, так само як і Сполучених Штатів Америки, може розглядатись як безперервний аукціон: хто пропонує найбільшу ціну за контроль над фірмою, той і має право на отримання власності. У цілому, такий *ринок корпоративного контролю* має забезпечувати максимальний вигравш у *ефективності виробництва*.

В той же час варто помітити, що за межами США та Великобританії є дуже мало країн, в яких існував би активний ринок корпоративного контролю. В континентальній Європі ворожі поглинання спостерігаються дуже рідко. Існує декілька причин цього, і найбільш важлива – знову ж таки *структура власності*. Кількість фірм, акціями яких вільно торгують на фондовому ринку, в континентальній Європі значно менша, ніж у Великобританії та Сполучених Штатах Америки. Крім того, власність приватних компаній континентальної Європи, як правило, зосереджена в руках декількох інвесторів, тому можливості щодо організації поглинання дуже обмежені. Це, як правило, сімейна власність, іноді власність інших фірм, а також власність банків та уряду. Ці пакети акцій неможливо скупити без домовленості з власниками.

Таким чином, Великобританія та Сполучені Штати Америки характеризуються так званою *зовнішньою системою корпоративного управління*. Власність розподілена серед великої кількості індивідуальних чи інституційних інвесторів, і контроль здійснюється через аукціонний процес. На відміну від цього, континентальна Європа та Японія характеризуються *внутрішньою системою корпоративного контролю*. Контроль зберігається сім'ями чи всередині корпоративного сектора і в кожній фірмі існує невелика кількість доміантних акціонерів.

Ці факти породжують ряд запитань, в першу чергу - наскільки добре працює ринок корпоративного контролю у виправленні помилок менеджерів та яка система корпоративного контролю краща з точки зору економічної ефективності? Перевагою англо-американської система є суто *ринковий механізм підтримання ефективності*, який в той же час дає можливість акціонерам досягти більшого ступеня диверсифікації, ніж це можливо на Європейському континенті чи в Японії. Англо-американська система є також більш ефективною з точки зору забезпечення функціонування складного сучасного процесу виробництва, до якого залучено багато постачальників та розповсюджувачів товарів та послуг. Нові види бізнесу та технологічні іновації отримують тут більше можливостей фінансування внаслідок *розподілу та диверсифікації ризику*. В той же час ефективна діяльність такої системи можлива лише при належному *захисті прав інвесторів* та наявності *розвиненого фондового ринку*. Крім того, поглинання як правило мають негативні наслідки для великих груп *стейкхолдерів* фірм, що змінюють власників (робітників, постачальників, споживачів, менеджерів тощо).

Розвиток фінансових ринків розвинених країн на протязі останніх десятиріч свідчить про те, що відбувається *зближення* різних систем корпоративного контролю, про що говорить, зокрема, все зростаюча роль фондового ринку у країнах континентальної Європи.

## Література

1. Брейли Р., Майерс С. *Принципы корпоративных финансов*. – М.: Олимп-бизнес, – 1997.
1. Бригхем Ю.Ф. *Энциклопедия финансового менеджмента*. М.: Экономика, 1998.
3. А. Мертенс. *Инвестиции: курс лекций по современной финансовой теории*. К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997.
4. Шарп В., Александер Г., Бейли Дж. *Инвестиции*. М.: Инфра-М, 1997.
5. *Graham and Dodd's Security Analysis* / by S. Cottle, R.F. Murray and F.E.Block. 5<sup>th</sup> ed. NY: McGraw-Hill, 1988.
6. The New Palgrave Dictionary of Money and Finance. 1992.