

УДК 336.01/02:330.3

Микола СТЕЦЬКО

ПЕРЕВАЖНІ ПРАВА НА ПРИДБАННЯ АКЦІЙ НОВОЇ ЕМІСІЇ ЯК ІНСТРУМЕНТ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

Висвітлено фінансові аспекти реалізації переважних прав, зокрема питання їх ціни, справедливої вартості та факторів, що на неї впливають. Доведено, що у результаті реалізації переважних прав акціонери, як правило, не отримують додаткових доходів та не забезпечують приріст власних активів. Для компенсації збитків акціонерам, які пов'язані із додатковою емісією акцій, запропоновано надання їм дозволу на торгівлю переважними правами та звільнення від оподаткування виручки від реалізації зазначених прав.

Ключові слова: корпоративне управління, капіталізація, переважні права на акції, захист прав власності, емісія акцій, курс емісії акцій, ринковий курс акцій.

Николай СТЕЦЬКО

Преимущественные права на приобретение акций новой эмиссии как инструмент корпоративного управления

Освещены финансовые аспекты реализации преимущественных прав, в частности вопрос их цены, справедливой стоимости и факторов, влияющих на них. Доказано, что в результате реализации преимущественных прав, как правило, акционеры не получают дополнительных доходов и не обеспечивают прирост собственных активов. Для компенсации убытков акционеров, связанных с дополнительной эмиссией акций, предложено предоставление им разрешения на торговлю преимущественными правами и освобождение от налогообложения выручки от реализации указанных прав.

Ключевые слова: корпоративное управление, капитализация, преимущественные права на акции, защита прав собственности, эмиссия акций, курс эмиссии акций, рыночный курс акций.

Mykola STETSKO

Redemption rights for acquisition of new emission as a means of corporate management

Introduction. *There are cause-effect persistent relationships between the quality of corporate management of an enterprise and its ability to attract investments. Among the wide range of issues related to the definition of "corporate management", the least investigated is the means of redemption rights to purchase shares of new emission. The level of protection of investors' rights depends directly on its capacity, and hence the investment attractiveness of individual enterprises and the capital market of the country.*

Purpose of the study is to substantiate the recommendations on the practical implementation of the redemption rights of shareholders to purchase shares of new emission.

Methods. In order to create the conditions for the practical implementation of the redemption rights, the model of calculating the domestic fair value of redemption rights is substantiated. This model takes into account the following factors: market share price before additional emission, emission rate, emission and cash flows ratio which will be generated by the company owing to the emission results. It is a model for determining the minimum amount of additional cash flow, which should be generated by a company that carries out an additional share emission in order to preserve the market rate that took place before the increase of the statutory capital, is offered.

Results. The work emphasizes that redemption rights (for the purchase of shares) is a means against blurring the value share of individual shareholders, its devaluation and compensation of owners' losses. The financial aspects of implementation of redemption rights, in particular, their price, fair value and influential factors are analyzed. If the share emission is low, the "blurring" of the market value of the shares in circulation and losses of shareholders will be high. The task of determining the fair value of redemption rights in the article was solved on the basis of comparing the market value of the company to the increase of the statutory capital and potential market capitalization after the additional share emission.

Conclusions. It is shown that as a result of implementation of redemption rights, shareholders do not receive real additional income and increase of their assets. To compensate the shareholders losses related to the additional share emission, the necessity to permit the trade of redemption rights and the tax exemption from the sales revenue of these rights is substantiated.

Keywords: corporate management, capitalization, redemption share rights, property rights protection, share emission, share emission rate, market share rate.

JEL Classification: G30, G31, G32, K22.

Постановка проблеми. Важливим критерієм успішної діяльності корпоративних підприємств є їх спроможність залучати капітал за якомога меншою ціною. Залежно від типу капіталу, що залучається, його параметри визначаються інвестиційною привабливістю (власний капітал) та кредитоспроможністю (позичений капітал) підприємств. Інвестиційна привабливість емітента та можливості його виходу на ринок капіталів багато у чому залежать від ефективності корпоративного управління. Корпоративне управління, як система, що регулює відносини між власниками (інвесторами) та керівництвом компанії має забезпечити належний рівень фінансової прозорості підприємства, захист прав та ін-

тересів учасників корпоративних відносин, мінімізацію потенціалу конфліктів інтересів між власниками і менеджментом підприємств та зниження корпоративних ризиків.

Корпоративне управління спрямоване на створення умов для довіри до підприємства з боку інвесторів та різних груп стейкхолдерів. Довіра до об'єкта інвестицій формується у результаті поєднання низки факторів, таких як: наявність ефективного механізму захисту прав інвесторів; надійність механізмів управління та контролю; відкритість та прозорість діяльності; змога інвесторів реалізувати своє право на участь в управлінні. Більшість досліджень доводять наявність кореляційного зв'язку між ефективністю системи корпоративно-

го управління в корпорації та доступом до джерел фінансування, ціною залучення капіталу та інвестиційними ризиками [1; 2; 3]. Відтак, здатність підприємства залучати капітал та його ціну можна віднести до найважливіших критеріїв ефективності корпоративного управління.

Згідно з Принципами корпоративного управління, завдяки забезпеченню належної уваги до інтересів акціонерів, запровадженню правил ефективного менеджменту та належному контролю, корпоративне управління є важливим чинником генерування вартості компанії. Принципи сфокусовані на п'яти ключових елементах, які упорядковують відносини між інвесторами (власниками підприємства), менеджерами, а також зацікавленими особами для забезпечення ефективної діяльності, рівноваги впливу та балансу узгодження інтересів учасників корпоративних відносин: права акціонерів; наглядова рада і виконавчий орган; розкриття інформації та прозорість; контроль за фінансово-господарською діяльністю; заінтересовані особи [4]. Належна система корпоративного управління дає змогу інвесторам (у тому числі дрібним) бути впевненими у тому, що їх корпоративні права не будуть знівельовані, а керівництво підприємств раціонально використовує їх інвестиції для фінансово-господарської діяльності і, таким чином, збільшується вартість частки у капіталі. Відповідно до Принципів регулювання ринку цінних паперів IOSCO (Міжнародна організація комісій з цінних паперів), необхідно забезпечити повне, достовірне та своєчасне розкриття інформації про фінансові результати, ризики та іншої інформації, яка є суттєвою для прийняття рішень інвесторами (принцип 16). Ставлення до власників цінних паперів компанії має бути справедливим та рівноправним (принцип 17) [5].

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика корпоративного

управління є досить складною та багатогранною. Це питання досліджене у працях відомих вчених-економістів: Р. Вішні (R. Vishny) [9], Г. Капріо (G. Caprio) [7], І. Лебідь [8], Р. Левайна (R. Levine), Д. Леонова [6], О. Нусінової, Н. Рязанової [2], А. Шлайфера (A. Shleifer). У більшості публікацій з відповідної проблематики увага сконцентрована на національних моделях та індексах корпоративного управління, ролі корпоративного управління у забезпеченні транспарентності підприємств та аспектах контролю за діяльністю менеджменту. Водночас питання запобігання розмивання прав акціонерів досліджено досить поверхнево. Однак від дієвості механізму реалізації переважних прав акціонерів на придбання додатково випущених акцій залежить рівень дотримання ключового права акціонерів, права власності.

Метою статті є обґрунтування рекомендацій щодо практичної реалізації переважних прав акціонерів на придбання акцій нової емісії.

Виклад основного матеріалу дослідження. У нормативно-правових актах задекларовано, що кожен акціонер має право на придбання акцій нової емісії пропорційно до його частки у статутному капіталі підприємства. Відповідно до законодавства, переважним правом акціонера визнається право акціонера – власника простих акцій придбавати у процесі приватного розміщення товариством прості акції пропорційно частці належних йому простих акцій у загальній кількості емітованих простих акцій [10].

На особливу увагу заслуговує висвітлення науково-прикладних підходів щодо реалізації переважних прав акціонерами. Дозволимо собі не погодитися з думкою деяких фахівців, зокрема В. Бабіченка, який стверджує, що норма про переважне право акціонерів на придбання акцій додаткового випуску сприяє завершенню фінансово-

господарської діяльності акціонерних товариств, а не захисту інтересів акціонерів, оскільки “унеможливує проведення публічного розміщення доти, доки власні права на придбання акцій нового випуску не задовольнять існуючих акціонерів” [11, с. 433]. Вважаємо, що переважне право є запобіжником для розмивання частки вартості окремих акціонерів, її знецінення та компенсації збитків власників. Завдяки реалізації переважних прав акціонери можуть покрити свої збитки внаслідок падіння ринкового курсу акцій у разі їх додаткової емісії та зменшення їх частки у статутному капіталі.

Незважаючи на певний прогрес у законодавчому регулюванні порядку реалізації переважних прав, важко погодитися з авторами, які вважають, що Законом про акціонерні товариства урегульовано порядок використання переважних прав у разі додаткової емісії акцій [12, с. 96]. До невирішених досі питань слід віднести відсутність деталізованого Порядку реалізації переважного права на придбання акцій додаткової емісії, який встановлюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Зазначений порядок, окрім правових механізмів, має також охоплювати фінансові аспекти використання переважних прав, зокрема алгоритм їх грошової оцінки, порядок продажу, торгівлі на ринку та способи компенсації тим акціонерам, які не скористалися переважними правами. Спірним є також положення Порядку збільшення (зменшення) статутного капіталу публічного або приватного акціонерного товариства, відповідно до якого переважне право акціонерів на придбання акцій, що додатково розміщуються акціонерним товариством, діє лише в процесі приватного розміщення акцій [13]. Водночас, Законом про акціонерні товариства передбачено, що акціонер приватного та публічного товариства має переважне право на придбання

акцій додаткової емісії [14]. Тобто має місце певна нормативно-правова суперечність.

Надалі зупинимося детальніше на фінансових і вартісних питаннях, пов'язаних з використанням інструмента переважних прав. Кількість прав на придбання цінних паперів нової емісії залежить від кількості акцій, які належать окремому акціонеру та співвідношення з яким робиться емісія (C), що визначається шляхом ділення кількості цінних паперів, які були в обігу до нової емісії (K_0) до кількості знову емітованих акцій (ΔK):

$$C = K_0 / \Delta K. \quad (1)$$

Це означає, що у разі, якщо співвідношення, з яким здійснюється емісія, складає 10 до 1, то на кожні 10 акцій можна придбати одну акцію за курсом емісії, скориставшись переважним правом. Враховуючи (1), алгоритм розрахунку ціни переважного права (PR) набуває такого вигляду:

$$PR = \frac{P_0 - E_k}{C + 1}. \quad (2)$$

Вартість переважного права є тим вищою, чим більша різниця між актуальним ринковим курсом акцій у (P_0) та курсом емісії нових акцій (E_k). На розвинених ринках, одночасно з надходженням у продаж переважних прав, курс акцій зменшується на вартість зазначених прав. Таким чином, чим меншим буде курс емісії та більшим її обсяг, тим більшим буде “розмивання” ринкової вартості акцій, що наявні в обігу, тим більших збитків зазнають акціонери. З іншого боку, якщо вищим є курс емісії, тим складнішим буде розміщення акцій на ринку. Завданням інструментарію переважних прав є попередження розмивання ринкової вартості акцій, а також покриття збитків акціонерів, що можуть бути наслідком падіння курсу акцій.

Вартість переважного права, визначена за формулою 2, є розрахунковою (або теоретичною) вартістю. Однак для ринку важливою є справедлива (внутрішня) вартість фінансових інструментів, у тому числі

переважних прав. Наукова проблема полягає у визначенні справедливої вартості переважного права (PRM) та ідентифікації факторів, що на неї впливають.

У науково-практичній літературі часто обґрунтовують підхід до оцінки справедливої вартості переважних прав на основі теорії опціонів Ф. Блека (F. Black) та М. Шоллза (M. Scholes) [15]. З використанням опціонної моделі американський економіст Ч. Сміт (C. W. Smith) розробив алгоритм оцінки вартості переважних прав, який ураховує ефект розмивання вартості акцій. Відповідно до моделі Сміта, опціонна вартість переважного права ($PROp$) визначається за такою формулою [16]:

$$PR_{Op} = \frac{P_0 \cdot N(d_1) - e^{rn} \cdot E_k \cdot N(d_2)}{C + 1}, \quad (3)$$

де:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P_0}{E_k}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right) \cdot n}{\sigma \cdot \sqrt{n}};$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{n};$$

N – функція розподілу за умови стандартного нормального розподілу;

r – константа, безризикова ставка дохідності;

n – залишковий період обігу переважних прав;

σ – річна волатильність акцій;

C – співвідношення, за яким здійснюється емісія акцій.

З використанням емпіричних даних німецького ринку капіталів Л. Крушвіц (L. Kruschwitz) показав, що значення вартості переважних прав, що отримані з використанням традиційної формули (2) та опціонної моделі (3), в цілому є ідентичними [17]. Однак обидва алгоритми не враховують впливу на справедливу вартість переважних прав приросту потенційних грошових потоків, а також очікуваної дохідності капіталодавців, що знаходить свій вираз у ставці капіталізації. До того ж використання опціонної моделі (3) для вітчизняних умов є досить проблематичним через перенавантаження моделі даними, що

мають надходити з ефективного ринку капіталів, який в Україні відсутній.

Завдання визначення справедливої вартості переважних прав необхідно вирішувати на основі порівняння ринкової вартості підприємства до збільшення статутного капіталу та потенційної ринкової капіталізації після додаткової емісії акцій. За інших рівних умов, справедлива вартість переважного права має дорівнювати різниці між курсом акцій перед додатковою емісією (P_0) та курсом акцій, що матиме місце після здійснення розміщення (P_n).

Для розрахунку ринкової вартості компанії та ціни акцій використовують низку підходів. Одні із них ґрунтуються на дисконтування очікуваних дивідендів або прибутку, інші – передбачають дисконтування грошового потоку, що генерується компанією у результаті операційної й інвестиційної діяльності. Пряма капіталізація грошових потоків, на які можуть розраховувати власники підприємства, передбачена методом Flow to equity (FtE). Відповідно до цього підходу вартість підприємства (EV) визначається шляхом капіталізації грошових потоків від операційної та інвестиційної діяльності, скоригованих на рух коштів, пов'язаний із залученням та погашенням позиченого капіталу. Як ставка капіталізації при цьому використовується ставка витрат на власний капітал (re), що визначається здебільшого за моделлю CAPM.

Для побудови моделі розрахунку справедливої вартості переважних прав дещо видозмінимо метод FtE з метою урахування усіх грошових потоків, що мають інвестиційну природу та безпосередньо впливають на вартість компанії. Для цього введемо параметр FtV (Flow to Value), який характеризує усі вартість-формуючі грошові потоки компанії, зокрема чисті грошові потоки, які генеруються компанією як такою, а також чистий грошовий потік, що є результатом збільшення та (або) зменшення статутного капіталу.

Йдеться про грошові потоки після оподаткування, однак, до сплати дивідендів.

З урахуванням окресленої аргументації, вартість підприємства перед додатковим розміщенням акцій за умови прогнозу стабільних вартість-формуємих грошових потоків (FtV_0) дорівнюватиме капіталізації відповідних грошових потоків із застосуванням ставки капіталізації re :

$$EV_0 = \frac{FtE_0}{re} = P_0 \cdot K_0. \quad (4)$$

Вартість компанії після додаткової емісії (EV_n) дорівнюватиме капіталізації грошових потоків компанії після розміщення акцій. Зазначені грошові потоки складатимуться із грошових потоків, які генерувала компанія до збільшення статутного капіталу, коштів, залучених у результаті емісії ($\Delta K \cdot E_k$) та очікуваного приросту грошових потоків після розміщення акцій (ΔFtV):

$$\begin{aligned} EV_n &= \frac{FtV_0 + \Delta FtV}{re} + \Delta K \cdot E_k = \\ &= P_0 \cdot K_0 + \frac{\Delta FtV}{re} + \Delta K \cdot E_k. \end{aligned} \quad (5)$$

Враховуючи вирази (4) та (5), потенційний ринковий курс акцій (P_n) можна розрахувати за наступним алгоритмом:

$$\begin{aligned} P_n &= \frac{\Delta K \cdot E_k}{K_0 + \Delta K} + \frac{FtV_0}{re \cdot K_0} + \frac{\Delta FtV}{re \cdot (K_0 + \Delta K)} - \\ &- \frac{FtV_0 \cdot \Delta K}{re \cdot K_0 \cdot (K_0 + \Delta K)}. \end{aligned} \quad (6)$$

Курс акцій до збільшення статутного капіталу характеризується виразом:

$$P_0 = \frac{FtV_0}{re \cdot K_0}. \quad (7)$$

Таким чином, справедлива вартість переважного права (PR_f) описується таким виразом:

$$\begin{aligned} PR_f &= P_n - P_0 = \frac{\Delta K \cdot E_k}{K_0 + \Delta K} + \\ &+ \frac{\Delta FtV}{re \cdot (K_0 + \Delta K)} - \frac{FtV_0 \cdot \Delta K}{re \cdot K_0 \cdot (K_0 + \Delta K)}. \end{aligned} \quad (8)$$

або

$$\begin{aligned} PR_f &= \frac{\Delta K \cdot E_k}{K_0 + \Delta K} + \frac{\Delta FtV}{re \cdot (K_0 + \Delta K)} - \\ &- \frac{P_0 \cdot \Delta K}{K_0 + \Delta K}. \end{aligned} \quad (9)$$

З виразу (8) робимо висновок, що на справедливу вартість переважних прав впливають такі фактори: сума приросту грошових потоків компанії, що є результатом додаткової емісії акцій, ринкова вартість акцій до збільшення, ставка капіталізації та кількість додатково емітованих акцій. Причому вартість переважних прав зменшується зі зростанням курсу емісії та приростом грошових потоків за результатами емісії акцій та збільшується зі збільшенням кількості знову випущених акцій, які розмивають початкову ринкову вартість. Справедливу вартість переважних прав, на наш погляд, доцільно наводити з від'ємним знаком, оскільки вона характеризує комплекс чинників, які зменшують ринкову вартість акцій.

Для апробації моделі розрахунку справедливої вартості переважних прав розглянемо приклад додаткової емісії акцій, яку здійснює публічне акціонерне товариство. Нехай ринкова капіталізація підприємства становить 2,5 млрд грн, котрій відповідає річний грошовий потік 500 млн грн та очікувана дохідність інвесторів 20%. Оскільки в обігу перебуває 1 млн акцій (номінал 1000 грн), ринковий курс однієї акції становить 2500 грн. Для залучення фінансових ресурсів акціонерне товариство планує здійснити додаткову емісію акцій у співвідношенні 5 до 1, тобто, на кожні 5 акцій емітується одна нова за курсом емісії 2000 грн. У разі, якщо додаткова емісія не спрямована на реалізацію інвестиційних проектів, які генеруватимуть додаткові грошові потоки ($\Delta FtV = 0$), то результати розрахунку вартості переважного права з використанням моделей (2) та (8) будуть ідентичними. Вартість переважного права – 83,33 грн. Спра-

ведлива вартість переважного права буде прямувати до нуля, якщо курс емісії прямуватиме до ринкового курсу або (та) підприємство генеруватиме вартість-формууючий грошовий потік, який дасть змогу ринковій ціні нових акцій досягти (та перевищити) курс, що мав місце до нової емісії. Таким чином, має виконуватися нерівність:

$$\frac{\Delta FtV}{r_e \cdot (K_0 + \Delta K)} \geq \frac{P_0 \cdot \Delta K}{K_0 + \Delta K} - \frac{\Delta K \cdot E_k}{K_0 + \Delta K} \quad (10)$$

З нерівності (10) випливає:

$$\Delta FtV \geq r_e \cdot \Delta K \cdot (P_0 - E_k). \quad (11)$$

Нерівність (11) характеризує мінімальну величину додаткового грошового потоку, який має генерувати компанія, що здійснює додаткову емісію акцій для збереження ринкового курсу, що мав місце до збільшення статутного капіталу. У нашому прикладі величина додаткових вартість-формууючих грошових потоків становить 80 млн грн. Це означає, що 400 млн грн, які підприємство має залучити у результаті додаткової емісії акцій, мають бути спрямовані на реалізацію інвестиційного проекту, який генерував би щонайменше 20 млн грн.

Як бачимо, ринкова ціна акцій є результатом впливу комплексу кількісних та якісних чинників, через дію яких вплив ціни переважних прав на ринковий курс може бути нівельований. Ключовим фактором невизначеності є величина приросту грошових потоків ($\Delta K \cdot E_k + FtV$), які можуть виникнути в компанії у результаті розміщення додаткових акцій. Ці грошові потоки складаються із двох частин:

1) грошові потоки, що безпосередньо залучаються компанією у результаті додаткового розміщення акцій. Вони залежать від курсу емісії та кількості емітованих акцій. Перший чинник позитивно впливає на вартість, а другий (приріст акцій) у розрахунку на одну акцію має вартість-руйнуючий ефект;

2) прогнозний приріст грошових потоків, який є результатом освоєння додатково залучених коштів. Йдеться про збільшення чистих грошових потоків від операційної та інвестиційної діяльності.

Якщо величина першої складової додаткових грошових потоків є визначеною і залежить від рішення акціонерів щодо курсу емісії та кількості емітованих акцій, то друга складова є невизначеною змінною. Саме вона зумовлює відхилення внутрішньої справедливої вартості переважних прав від їх розрахункової вартості.

Внутрішня справедлива вартість визначається на основі аналізу ситуації та прогнозів, що мають місце всередині підприємства, тобто ґрунтується на внутрішніх фундаментальних факторах вартості. Однак, слід враховувати, що на ринку капіталів діє закон попиту та пропозиції на всі фінансові інструменти, у тому числі на переважні права.

У разі, якщо ринок очікує реалізацію підприємством ефективних інвестиційних проектів, які обіцяють підвищити ринкову вартість акцій, то під дією цього чинника вартість переважного права може зростати, незважаючи на ту обставину, що його справедлива вартість прямуватиме до нуля. Навпаки, якщо ж у емітента невизначені прогнози щодо генерування додаткових грошових потоків, то, незважаючи на високу справедливу вартість переважних прав, їх ринкова ціна може прямувати до нуля. Відповідно до результатів емпіричних досліджень з використанням американського ринку капіталів (S. C. Baе, H. Levy), переважні права торгуються на ринку здебільшого зі значною знижкою до розрахункової справедливої вартості. Причому величина знижки зростає в середньому з 9 до 16 відсотків до моменту закінчення торгів ними [18].

У проведеному дослідженні враховувалися лише фактори, пов'язані із величиною

вартість-формує грошових потоків, які підприємство може залучити та генерувати. Однак, окрім цього фактора, на вартість переважного права та на ринковий курс акцій впливає також ставка капіталізації. У разі, якщо в період до та після емісії акцій зазначена ставка залишається незмінною, то алгоритми (2), (10) та (11) є дійсними. Якщо додаткова емісія призводить до зміни ставки капіталізації через збільшення чи зменшення рівня ризиковості вкладень у підприємство, то відповідні алгоритми слід адаптувати до фактора різних процентних ставок.

Відповідно до законодавчих актів багатьох економічно розвинених країн, акціонери можуть скористатися своїм переважним правом, продати його або ж просто проігнорувати [19]. Законом про акціонерні товариства визначено, що у разі, якщо акціонери не скористаються переважним правом на придбання всіх акцій, що пропонуються для продажу, протягом строку, встановленого Законом або статутом акціонерного товариства, акції можуть бути продані третій особі за ціною та на умовах, що повідомлені акціонерам товариства. Причому уступка зазначеного переважного права іншим особам не допускається [14]. До ключових недоліків нормативно-правового регулювання використання переважних прав слід віднести відсутність порядку оцінювання вартості переважних прав, а також заборону на їх реалізацію третім особам. На наш погляд було б цілком логічним, щоб у процесі реформування законодавства про акціонерні товариства в Україні була передбачена норма щодо можливості продажу переважних прав, які належать окремим власникам. Завдяки цьому буде створено реальний механізм компенсації збитків власникам від розмивання статутного капіталу у разі, якщо вони не беруть участі у його збільшенні.

Законодавча прогалина має місце також у питанні оподаткування переважних прав.

Питання полягає у тому, чи відносити реалізацію переважних прав до спекулятивних операцій, чи ні, а також чи вважати відповідні кошти доходами. У контексті оподаткування квазідоходів, які можуть утворитися у разі надання акціонерам переважних прав, зазначимо наступне. Переважне право має свою грошову оцінку, однак його не слід трактувати як "подарунок" підприємства акціонерам чи окремими додатковими доходами акціонерів. За своїм змістом, переважні права є гарантованим законодавством інструментом покриття прямих та непрямих збитків, які акціонери можуть отримати у разі додаткової емісії акцій та збільшення статутного капіталу. Йдеться, насамперед, про збитки від розмивання частки у статутному капіталі та від зменшення ринкової вартості акцій. Таким чином, у результаті реалізації переважних прав акціонери не отримують реальних додаткових доходів та приросту своїх активів. Якщо так, то не виникає додаткового об'єкта оподаткування. Отже, "ілюзорні доходи", які отримують акціонери у результаті використання своїх переважних прав, не мають підлягати оподаткуванню жодним із податків (чи то податком на прибуток підприємств, чи податком на доходи фізичних осіб).

Практична імплементація обґрунтованих вище пропозицій щодо способів реалізації переважних прав акціонерів на придбання цінних паперів додаткової емісії дасть змогу суттєво підвищити якість корпоративного управління в цілому.

Висновки. Суттєвим фактором, який стримує розвиток локального ринку капіталів є низький індекс захисту прав власності. Недостатній рівень захисту прав власності створює сприятливі умови для рейдерства та маніпуляцій на ринку. Регуляторний процес має забезпечувати баланс між належним захистом інвесторів (споживачів фінансових послуг) і підтримкою конкурентоспроможності ринку капіталів.

Забезпечення прав власності інвесторів залежить від вирішення широкого спектру завдань: від дієвості правоохоронної та судової систем до етичних принципів діяльності менеджменту підприємств. Одним із інструментів, який безпосередньо впливає на рівень захисту прав власності інвесторів, є корпоративне управління.

Принципи корпоративного управління, серед іншого, спрямовані на збалансування інтересів учасників корпоративних відносин, зокрема, інтересів дрібних інвесторів, зниження потенціалу конфліктів інтересів між власниками та менеджментом підприємств, зниження корпоративних ризиків. З підвищенням якості корпоративного управління, зростанням інформаційної відкритості компаній будуть зменшуватися інформаційні ризики, що сприятиме зближенню покупців та продавців на фінансовому ринку. Як результат, зменшуватимуться накладні витрати обох сторін, а витрати на капітал зменшуватимуться за рахунок зниження доходів різного роду фінансових посередників та консультантів. З іншого боку, слід забезпечити баланс між накладними витратами на підвищення ефективності корпоративного управління та ефектом зниження витрат на капітал, що може бути результатом запровадження якісного корпоративного управління.

Принципами корпоративного управління передбачено необхідність забезпечення рівного переважного права всіх акціонерів на придбання додатково випущених акцій. Зазначене право є важливою складовою механізму захисту прав інвесторів, зокрема, дрібних акціонерів.

З метою створення умов для практичної імплементації переважних прав обґрунтована модель розрахунку внутрішньої справедливої вартості переважних прав з урахуванням таких факторів: ринковий курс акцій перед додатковою

емісією, курс емісії та додаткові грошові потоки, які генеруватиме компанія за результатами емісії. Визначено алгоритм розрахунку мінімального обсягу додаткових грошових потоків, які має генерувати компанія для підтримання курсу акцій на стабільному рівні. Для компенсації збитків акціонерів, пов'язаних із додатковою емісією акцій, обґрунтована необхідність дозволу на торгівлю переважними правами та звільнення від оподаткування виручки від реалізації зазначених прав.

Список використаних джерел

1. Claessens S. *Corporate governance and development – 10 Focus*. [Electronic resource] / S. Claessens, B. Yurtoglu // *A Global Corporate Governance Forum Publication*, 2012. – Access mode : https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/518e9e804a70d9ed942ad6e6e3180238/Focus10_CG%26Development.pdf?MOD=AJPERES.
2. Рязанова Н. *Інститут фінансового рахівництва інформаційного суспільства: сутність та сучасна парадигма розвитку* : моногр. / Н. Рязанова. – К. : КНЕУ, 2017. – 337 с.
3. *Інноваційний розвиток корпоративних фінансів: тенденції та перспективи* : моногр. / О.О. Терещенко, Н.Д. Бабяк, А.І. Іващенко [та ін.] ; за заг. ред. д.е.н., проф. О.О. Терещенка. – К. : КНЕУ, 2017. – 495 с.
4. *Про затвердження Принципів корпоративного управління № 955 від 22 липня 2014 року* [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <https://www.ssmc.gov.ua/forum/viewtopic.php?id=8067>.
5. *Objectives and principles of securities regulation – IOSCO* [Electronic resource] // *The International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*. – 2016. – Access mode : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.
6. Леонов Д. *Індекс корпоративного управління в Україні: методологічні засади обчислення*

ня / Д. Леонов // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 7–8. – С. 73–86.

7. Caprio G. *Corporate governance in finance: Concepts and international observations* [Electronic resource] / G. Caprio, R. Levine // *Financial sector governance: The roles of the public and private sectors*, April 2002. – Access mode : <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.19.254&rep=rep1&type=pdf>.

8. Нусінова О.В. Методичний підхід до проведення оцінки якості корпоративного управління за галузями промисловості / О.В. Нусінова, І.О. Лебідь // *Науковий вісник НГУ*. – 2011. – № 2. – С. 131–136.

9. Shleifer A. *Politicians and firms* / A. Shleifer, R. Vishny // *Quarterly Journal of Economics*. – 1994. – № 109 (4). – P. 995–1025.

10. Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV “Про цінні папери та фондовий ринок” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

11. Бабіченко В.В. Корпоративні фінанси: сучасна парадигма розвитку : моногр. / В.В. Бабіченко – К. : ІД “Винниченко”, 2014. – 552 с.

12. Бондар В. Переважні права в акціонерному товаристві та способи їх захисту / В. Бондар // *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. – 2011. – № 89. – С. 95–99.

13. Про затвердження Порядку збільшення (зменшення) статутного капіталу публічного або приватного акціонерного товариства № 822 від 14.05.2013 р. [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0858-13>.

14. Закон України від 17.09.2008 р. № 514-VI “Про акціонерні товариства” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/514-17>.

15. Black F. *The pricing of options and corporate liabilities* / F. Black, M. Scholes // *Journal of Political Economy*. – 1973. – № 64. – P. 637–654.

16. Smith C.W. *Alternative methods for raising capital: rights versus underwritten offerings* / C.W. Smith // *Journal of Financial Economics*. – 1977. – № 5(3). – P. 273–307.

17. Kruschwitz L. *Bezugsrechtsemissionen aus optionspreistheoretischer Sicht* / L. Kruschwitz // *Kredit und Kapital*. – 1986 – № 19. – P. 110–121.

18. Bae S. C., Levy H. *The valuation of stock purchase right as call options* / S. C. Bae, H. Levy // *The Financial Review*. – 1994. – № 29. – P. 419–440.

19. Aktiengesetz § 153, Rz. 12, Stand: Zuletzt geändert durch Art. 9 G v. 17.7.2017 [Electronic resource] – 1965. – Access mode : <https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>.

References

1. Claessens, S., Yurtoglu, B. (2012). *Corporate governance and development – 10 Focus*. A Global Corporate Governance Forum Publication, 2012. Available at: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/518e9e804a70d9ed942ad6e6e3180238/Focus10_CG%26Development.pdf?MOD=AJPERES

2. Riazanova, N. (2017). *Institut finansovoho rakhivnystvva informatsiinoho suspilstva: sutnist ta suchasna paradyhma rozvytku* [Institute of financial accounting of the information society: the essence and modern paradigm of development]. Kyiv: KNEU [in Ukrainian].

3. Tereshchenko, O., Babiak, N., Ivashchenko A. (2017). *Innovatsiyni rozvytok korporatyvnykh finansiv: tendentsii ta perspektyvy* [Innovative development of corporate finance: tendencies and prospects]. Kyiv: KNEU [in Ukrainian].

4. *Pro zatverdzhennia Pryntsyviv korporatyvnoho upravlinnia № 955 vid 22 lypnia 2014 roku* [On approval of the principles of corporate governance]. (2014, July, 22). Available at: <https://www.ssmc.gov.ua/forum/viewtopic.php?id=8067>.

5. *Objectives and principles of securities regulation – IOSCO*. (2016). The International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

6. Leonov, D. (2007). Indeks korporatyvnoho upravlinnia v Ukraini: metodolohichni zasady obchyslennia [Corporate governance index in Ukraine: methodological principles of calculation]. *Rynok tsinnykh paperiv Ukrainy – Securities Market of Ukraine*, 7–8, 73–86 [in Ukrainian].

7. Caprio, G., Levine, R. (2002). *Corporate governance in finance: Concepts and international observations. Financial sector governance: The roles of the public and private sectors*, April 2002. Available at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.19.254&rep=rep1&type=pdf>

8. Nusinova, O. V. & Lebid, I. O. (2011). *Metodychnyi pidkhdid do provedennia otsinky yakosti korporatyvnoho upravlinnia za haluziamy promyslovosti [Methodological approach to the assessment of the quality of corporate governance by industry]. Naukovyi visnyk NHU – Scientific Bulletin of National Mining University*, 2, 131–136 [in Ukrainian].

9. Shleifer, A., Vishny, R. (1994). *Politicians and firms. Quarterly Journal of Economics*, 109 (4), 995–1025.

10. *Zakon Ukrainy vid 23.02.2006 r. № 3480-IV "Pro tsinni papery ta fondovyi rynok" [The Law of Ukraine on securities and the stock market]. (2006, February, 23). Available at: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.*

11. Babichenko, V. (2014). *Korporatyvni finansy: suchasna paradyhma rozvytku. [Corporate finance: a modern paradigm of development]. Kyiv: ID "Vynnychenko" [in Ukrainian].*

12. Bondar, V. (2011). *Perevazhni prava v aktsionernomu tovarystvi ta sposoby yikh zakhystu [Redemption rights in a joint stock company and ways of their protection]. Visnyk Kyivskoho natsionalnoho universytetu imeni Tarasa Shevchenka – Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv Economics*, 89, 95–99 [in Ukrainian].

13. *Pro zatverdzhennia Poriadku zbilshennia (zmenshennia) statutnoho kapitalu publicnoho abo pryvatnoho aktsionernoho tovarystva № 822 vid 14.05.2013 r. [On approval of the procedure for increasing (reducing) the share capital of a public or private joint-stock company]. (2013, May, 14).*

Available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0858-13>.

14. *Zakon Ukrainy vid 17.09.2008 r. № 514-VI "Pro aktsionerni tovarystva" [The Law of Ukraine on joint stock companies]. (2008, September, 17). Available at: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/514-17>.*

15. Black, F., Scholes, M. (1973). *The pricing of options and corporate liabilities. Journal of Political Economy*, 64, 637–654.

16. Smith, C.W. (1977). *Alternative methods for raising capital: rights versus underwritten offerings. Journal of Financial Economics*, 5(3), 273–307.

17. Kruschwitz, L. (1986). *Bezugsrechemis-sionen in optionstheoretischer Sicht. Kredit und Kapital*, 19, 110–121 [in German].

18. Bae, S. C., Levy, H. (1994). *The valuation of stock purchase right as call options. The Financial Review*, 29, 419–440.

19. *Aktiengesetz § 153, Rz. 12, Stand: Zuletzt geändert durch Art. 9 G v. 17.7.2017 (1965). Available at: <https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/> [in German].*

Стаття надійшла до редакції 20.03.2018.