

УДК 658.15

О.Я. Базілінська, канд. екон. наук, доцент

Чернігівський державний технологічний університет, м. Чернігів, Україна

ЕФЕКТИВНА СИСТЕМА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ ЯК ПЕРЕДУМОВА ЗРОСТАННЯ КАПІТАЛІЗАЦІЇ КОМПАНІЇ

Визначено сутність поняття «капіталізація акціонерних товариств». Досліджено концепції управління капіталізацією акціонерних товариств, ефективні способи та шляхи управління капіталізацією акціонерних товариств.

Постановка проблеми. В Україні сучасні реалії сфери управління акціонерними товариствами загалом та їхнього фінансового менеджменту зокрема свідчать про принципові зміни в підходах до ведення бізнесу – фінанси підприємств не є виключною прерогативою фінансових служб, і в той же час питаннями корпоративної стратегії займаються не лише генеральні директори. Гравці фінансових ринків все більш зацікавлені у зближенні з реальним бізнесом через викупи компаній за рахунок позик, злиття та поглинання, про що свідчить надзвичайно суттєва величина корекції індексів українських фондових бірж у період валютно-фінансової кризи 2008-2010 рр. У той же час корпорації зусиллями своїх керівників усе активніше освоюють фінансові ринки через ті ж викупи за рахунок позик, М&А-транзакції, реструктуризації, викупи власних акцій тощо. Крім того, чи не найвищим рівнем важливості характеризуються інтереси акціонерів-власників акціонерного капіталу корпорацій, адже мета існування будь-якого підприємства полягає в максимізації вартості для його власників.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання управління процесами капіталізації вивчались багатьма представниками вітчизняної та світової економічної думки. Це, насамперед, Дж. Хікс, М. Міллер, Т. Хорн, М. Туган-Барановський, Г. Брігхем, І. Бланк та багато інших. У сучасній українській науці проблеми капіталізації акціонерних товариств вирішуються, в основному, через категорії “приватизація”, “фінансово-кредитна політика”, “ринкова вартість цінних паперів” тощо. Вивченню закономірностей відповідних процесів присвячено роботи О. Терещенка, Т. Єрофєєвої, Т. Майорової Н. Пойда-Носик та ін.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. На сучасному етапі існують певні розбіжності у трактуваннях поняття «капіталізація акціонерних товариств» у різних джерелах; відсутнє чітке визначення принципів управління капіталізацією АТ.

Мета статті. Метою роботи є систематизація підходів до означення капіталізації та принципів управління капіталізації акціонерного товариства.

Виклад основного матеріалу. Автори досліджень у галузі фінансів підприємств (а зокрема акціонерних товариств) досить часто дають визначення поняття «капіталізація» залежно від потреб конкретної ситуації, залежно від того, про який предмет іде мова – використання прибутку на розширення відтворення, закладення витрат на придбання активу в його ціну, метод оцінки вартості підприємства тощо. Зважаючи на різноманіття варіантів тлумачення терміна «капіталізація», раціональним кроком буде їх короткий огляд та визначення сутності того варіанта, який найбільш повно відображає об’єкт цього дослідження.

Перш за все, звернімося до праці «Економічна енциклопедія» під редакцією Гаврилишина Б.Д. та ін., де автори пропонують таке визначення: «Капіталізація – використання частини додаткової вартості на розширення капіталістичного виробництва, а також процес вкладання частини доходів у цінні папери й отримання на них прибутку у формі відсотка» [5, с. 729]. Крім того, автори пропонують визначення ряду таких понять, як «капіталізація доходу», «капіталізація прибутку», «ринкова капіталізація». Наведемо їх для порівняння:

«Капіталізація доходу – метод оцінки вартості підприємства, згідно з яким величина капіталу встановлюється в обсязі, який приносять доходи, що дорівнюють величині середнього позичкового відсотка».

«Капіталізація прибутку – 1) витрачання частини прибутку на збільшення капіталу підприємства, фірми; 2) метод оцінки вартості підприємств зведенням його до сучасної вартості частини прибутку, яку воно прагне привласнити в майбутньому».

«Капіталізація ринкова – рейтингоутворюючий показник діяльності корпорацій. Визначається множенням кількості акцій, випущених корпорацією, на їх ринкову ціну» [5, с. 729].

Аналізуючи ці визначення, приходимо до висновку, що, по-перше, значення поняття «капіталізація» залежить від контексту його вживання, причому в рамках цієї роботи інтерес становить саме термін «ринкова капіталізація», і по-друге – слід відрізнити «капіталізацію» як використання прибутку на розширення відтворення та капіталізацію як метод оцінки вартості.

Варто зазначити, що дослідники Г.В. Миськів та Н.В. Шевченко у статті «Деякі аспекти визначення сутності ринкової капіталізації акціонерних промислових підприємств», вивчаючи питання сутності терміна «капіталізація» як вітчизняних, так і зарубіжних авторів, поділяють на дві групи: «перші визначають капіталізацію як ринкову вартість підприємства – за основу визначення складових цього критерію приймаються такі показники, як сумарна ринкова ціна акцій суб'єктів господарювання, що обертаються на фондових ринках; кількість акцій, біржовий курс акцій інших цінних паперів, допущених до торгів на фондовій біржі тощо. Друга група дослідників визначає капіталізацію як процес збільшення реального капіталу підприємства – використання частини доходів суб'єктів господарювання на розширення виробничо-господарських операцій, забезпечення розвитку виробничих процесів тощо» [7, с. 141]. Очевидно, що, незважаючи на кардинальну відмінність цих двох підходів до означення капіталізації, в дійсності не існує суперечностей між ними, оскільки вони стосуються абсолютно різних економічних категорій. Тому наполягати на принциповій правильності одного з варіантів не коректно.

У рамках цього дослідження нас цікавить перш за все поняття «ринкова капіталізація». Проаналізуємо визначення терміна «капіталізація», запропоноване законодавством України, та порівняємо його із поняттям «ринкової капіталізації». У статті 1 Закону України «Про оцінку земель» зазначено: «Капіталізація – визначення вартості об'єкта оцінки на підставі чистого операційного або рентного доходу від його використання» [1]. У цьому нормативному акті це визначення є досить конкретним і використовується при грошовій оцінці вартості земельних ділянок експертами з оцінки. Проте таке визначення має певні недоліки. Перш за все, слід зазначити, що воно недостатньо відображає принцип, який лежить в основі оцінки вартості активів – визначення вартості активу на підставі майбутніх вигод від його використання. Крім того, не зрозумілим залишається і питання щодо періодів (майбутніх чи минулих) використання об'єкта, про який іде мова у визначенні. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту № 1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав» дає дещо точніше визначення поняття «капіталізація»: «Капіталізація – визначення вартості об'єкта оцінки на підставі очікуваного доходу від його використання. Капіталізація може здійснюватися із застосуванням ставки капіталізації (пряма капіталізація) або ставки дисконту (непряма капіталізація чи дисконтування)» [2]. Звернімося до Правил лістингу та делістингу Першої фондової торговельної системи, що пропонують таке означення терміна «капіталізація»: «Капіталізація – показник поточної ринкової вартості цінних паперів емітента, що розраховується на основі середньозваженої ціни останніх трьох угод або найкращої ціни купівлі в Першій фондовій торговельній системі» [4]. Приходимо до висновку, що це визначення прямо стосується акціонерних товариств, причому відображає воно саме той тип вартості, в обсягах якого найбільш зацікавлені акціонери, менеджмент та потенційні інвестори. Аналогічне визначення надає Українська міжбанківська валютна біржа у Правилах допуску (лістингу) цінних паперів, котирування та вилучення їх з обігу

на українській міжбанківській валютній біржі (розд. Глосарій) № 30 від 16.07.97: «Капіталізація – похідний показник від поточної ринкової вартості цінних паперів емітента, випущених в обіг. Він розраховується як поточна ринкова вартість цінних паперів помножена на кількість цінних паперів, випущених у публічний обіг» [3].

Слід зазначити, що Закон України «Про акціонерні товариства» не містить визначення ринкової капіталізації, незважаючи на той рівень важливості цієї категорії з погляду сторін, зацікавлених у діяльності акціонерного товариства.

Сутність оцінки діяльності підприємства на реальному ринку є відмінною від оцінки цього ж підприємства на фондовому ринку, оскільки ціна акцій значною мірою залежить від очікувань акціонерів та потенційних інвесторів щодо майбутніх результатів діяльності підприємства, аніж від минулих показників його фінансово-економічного стану. Тобто, оцінці акціонерного капіталу підприємства притаманний певний рівень суб'єктивності, що має значний вплив на курс акцій [5, с. 729].

Після того, як компанія проводить відкрите акціонування (продає свої акції широкому колу інвесторів, які потім можуть торгувати ними на організованому ринку), ціна її акцій встановлюється в процесі взаємодії (в процесі реалізації торговельних угод) між інвесторами та біржовими спекулянтами. Ціна акцій визначається тим, що думають інвестори з приводу їх вартості. Кожен інвестор вирішує для себе, скільки повинні коштувати акції, і вступає в торги, виходячи з того, вище чи нижче поточна ціна акцій його власної оцінки від їх справжньої вартості. Дійсна вартість акцій, у свою чергу, визначається здатністю компанії генерувати в майбутньому грошовий потік або прибуток. По суті, це означає, що інвестори платять за ті результати, яких вони очікують від компанії в майбутньому, а не за те, чого компанія досягла в минулому, та не за її активи на цей момент часу.

Варто звернути увагу на той факт, що в такому контексті мова йде про капіталізацію акціонерного капіталу публічного чи приватного акціонерного товариства. Для завдань цього дослідження послуговуватимемося таким визначенням поняття «капіталізація»: «Капіталізація акціонерного капіталу, або акціонерної участі в компанії, визначається як максимальна грошова сума, за яку інвестори згодні стати акціонерами цієї компанії. А отже, капіталізація акціонерного товариства є сумою капіталізації акціонерної участі та відсоткової кредитної заборгованості» [7, с. 142].

До основних функцій капіталізації акціонерного товариства, як критерію забезпечення ефективності розвитку українських акціонерних товариств, належать:

- акумуляція вільних фінансових ресурсів, зокрема за рахунок власних та позикових коштів;
- індикатор економічного розвитку підприємства, який виявляється в попиті та пропозиції акцій підприємства на фондовому ринку;
- перетворення капіталу в доход шляхом інвестування фінансових ресурсів у фіктивний капітал акціонерного товариства;
- організаційна функція, яка забезпечує організацію фінансової роботи, покращання якості корпоративного управління, інвестиційної та емісійної політики;
- забезпечення розвитку міжнародного співробітництва, зокрема міжнародними фінансовими організаціями та фондовими біржами.

Ринкова капіталізація компанії має значення і як рейтингоутворюючий показник. Б.Д. Гаврилишин, С.В. Мочерний, О.А. Устанко вважають ринкову капіталізацію компанії найпридатнішим засобом утворення рейтингу цієї корпорації як форми організації підприємства [5, с. 729]. Щодо інших організаційних форм (партнерство, приватне підприємництво), а також корпорацій, які не мають вільного обігу акцій на фондовому ринку, то ці структури не підпадають під визначення показником капіталізації. Але, зважаючи на провідну роль, яку відіграють корпорації в економіці як розвинених західних

країн, так і України й світу загалом, такою обмеженістю показника ринкової капіталізації можна знехтувати, тобто це явище не носить негативний характер.

Передумовою зростання капіталізації компанії є ефективна система корпоративного управління. Однак фактична інформація, яка б підтвердила вплив якості роботи топ-менеджменту корпорації на її капіталізацію, в багатьох випадках відсутня. З метою визначення наявності та сили зв'язку між рівнем корпоративного управління та ринковою капіталізацією корпорацій, всесвітньо відома консалтингова компанія McKinsey провела в різних регіонах світу цілий ряд досліджень та опитувань.

Гіпотеза про позитивний вплив ефективної системи корпоративного управління на фінансову результативність була підтверджена результатами досліджень. Зазначимо, серед досліджуваних регіонів були як країни із розвинутими економіками, так і країни, ринки яких розвиваються, на кшталт економіки України. Сутність опитування полягала у тому, щоб зрозуміти, чи вважають інвестори за доцільне платити премії до цін на акції компаній з системою ефективного корпоративного управління, що забезпечує дотримання їхніх інтересів. Інший аспект дослідження полягав у запитанні, чи згодні інвестори збільшити розмір вищезгаданої премії у випадку зростання нестабільності загального економічного середовища.

Експерти з McKinsey відзначають, що ці питання є особливо актуальними для компаній з ринків, що розвиваються, де навіть незначне поліпшення корпоративного управління може справити відчутний вплив на фінансові показники компанії. Зараз, коли мова йде про роль корпоративного управління в країнах, що розвиваються, експерти часто схиляються до думки про незастосовність англо-американської моделі, орієнтованої на зростання вартості акціонерної власності.

У країнах Азії причинами називають велику частку компаній, контрольованих родинами або кланами, в пострадянських країнах як яскравий приклад наводять великі компанії, контрольовані одним власником, який і займається оперативним керівництвом. Однак результати проведеного McKinsey дослідження корпоративного управління на ринках, що розвиваються, показали, що створення чіткої системи корпоративного управління навіть за цих умов дає пряму фінансову вигоду. Глобальні та локальні інвестори готові платити значно більше за акції компаній, в яких прийняті жорсткі стандарти корпоративного управління. З одного боку, це свідчить про те, що ринки, що розвиваються, прямують у руслі глобальної тенденції останніх років. Впливові акціонери все активніше примушують корпорації удосконалювати управлінські структури і корпоративне управління. З другого боку, в країнах, що розвиваються, які пережили руйнівні фінансові кризи кінця 90-х, починає зміцнюватися думка про необхідність встановлення контролю над діяльністю великих корпорацій. Виявилось, що їхніми заявами про обрану стратегію розвитку можна знехтувати, якщо бізнес непрозорий, а менеджери не несуть відповідальності перед акціонерами і не збільшують вартість акціонерної вартості.

Вищезгадане опитування показало, що 76 % інвесторів в азіатські компанії стурбовані методами роботи рад директорів цих компаній не менше, ніж безпосередньо фінансовими показниками їх діяльності. В ході опитування інвестори заявили, що в деяких країнах величина такої премії може досягати 30 % [6, с. 27].

Щоб перевірити наявність зв'язку між ринковою вартістю компанії і рівнем її корпоративного управління, експерти McKinsey вивчили 188 компаній, що працюють на ринках шести країн з економікою, що розвивається. Кожна компанія була оцінена на відповідність принципам корпоративного управління, прийнятим Організацією економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР). Для забезпечення порівнянності результатів рейтингів розроблено однозначні критерії присвоєння рейтингових оцінок. Результати дослідження повністю підтвердили гіпотезу про наявність прямого зв'язку між

рівнем корпоративного управління та капіталізацією компанії. Корпорації, які отримали високі показники в рейтингу, мають також більш високе відношення ринкової ціни акції компанії до балансової вартості її активів (англ. price-to-book ratio). Важливим є той факт, що гіпотеза залишилася справедливою і після того, як було вивчено фінансову результативність компаній (виміряну показником прибутковості капіталу), розмір компанії та інші характеристики діяльності. Інвестори більше довіряють компаніям, що демонструють готовність захищати права акціонерів, регулярно публікують фінансові звіти, мають незалежну раду директорів, що контролює роботу менеджерів, і готові платити премію за ці переваги. Цей висновок виявився незмінним навіть з урахуванням відмінностей у методах і пріоритетах корпоративного управління в різних компаніях. Розміри надбавки до ціни акції можуть бути дуже значними. Дослідження показало, що компанія будь-якої галузі і будь-якої країни походження може розраховувати на зростання капіталізації у 10-12 % за умови ефективної реалізації будь-якого з 15 принципів добре організованої системи корпоративного управління. Це цілком суттєва надбавка, навіть незважаючи на те, що вона нижча розмірів премій, зазначених інвесторами в опитуванні.

Наприклад, балансова вартість активів мексиканського виробника продуктів харчування Alsea SA у кінці 1999 р. складала 720 млн песо (близько 160 млн. дол США), а капіталізація – 1440 млн песо. При цьому у компанії був найнижчий з можливих рейтинг у категорії «Захист від можливого поглинання» через надто жорсткі захисні механізми. Згідно з моделлю навіть невелике поліпшення за цим показником може збільшити капіталізацію компанії на 10-12 %. Таким чином, підвищення ефективності корпоративного управління може розглядатися як основна стратегія компаніями, які намагаються обійти своїх конкурентів на фінансових ринках.

Впровадження ефективної системи корпоративного управління може допомогти компанії в конкурентній боротьбі. Експерти McKinsey вивчили діяльність 11 компаній з семи країн, яким вдалося домогтися значних поліпшень у практиці корпоративного управління. Як і очікувалося, показники зростання їх капіталізації після проведених змін також помітно покращилися, динаміка курсу їхніх акцій в період з травня 2000 по травень 2001 р. на 20 % перевищувала фондові індекси країни [6, с. 31].

Висновки і пропозиції. Зважаючи на вищенаведене, приходимо до висновку, що ефективна система корпоративного управління є своєрідним фундаментом, на якому засноване вартісне управління компанією, а отже, така система є передумовою до ефективного та раціонального управління ринковою капіталізацією компанії.

Список використаних джерел

1. Про оцінку земель: Закон України від 11.12.2003 №1378-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 15. – Ст. 229.
2. Про затвердження Національного стандарту № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав”: Постанова Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003 р. № 1440.
3. Правилах допуску (лістингу) цінних паперів, котирування та вилучення їх з обігу на українській міжбанківській валютній біржі (розд. Глосарій) № 30 від 16.07.97.
4. Правила лістингу та делістингу Першої фондової торговельної системи від 29.07.97 № 3.
5. Гаврилишин Б. Д. Економічна енциклопедія: у 3 т. Т. 1 / Б. Д. Гаврилишин, С. В. Мочерний, О. А. Устанко. – К.: ВД «Академія», 2002. – 863 с.
6. Кампос К. Особенности корпоративного управления на развивающихся рынках / К. Кампос, Р. Ньюэлл, Г. Уилсон // McKinsey On Finance. – 2002. – № 1. – С. 25-31.
7. Миськів Г. В. Деякі аспекти визначення сутності ринкової капіталізації акціонерних промислових підприємств / Г. В. Миськів, Н. В. Шевченко // Європейський вектор економічного розвитку. – 2010. – № 1 (8). – С. 141-145.