

УДК 658.147

Волошко Н.О.*кандидат економічних наук,
доцент кафедри економіки підприємства та міжнародного бізнесу
Дніпропетровського університету імені Альфреда Нобеля***УПРАВЛІННЯ АКЦІОНЕРНИМ КАПІТАЛОМ: ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ**

Визначено джерела фінансування розвитку акціонерного товариства, а саме: власні фінансові ресурси корпорації, кошти приватних інвесторів; залучені фінансові ресурси інституціональних інвесторів. Встановлено основні критерії їх оцінки. До яких відносяться: доступність джерела фінансування; потенційна місткість джерела; рівень ризику використання джерела; вартість капіталу, що залучається; вплив на прийняття управлінських рішень. Визначення джерел фінансування розвитку акціонерного товариства є одним з найважливіших етапів формування корпоративних відносин.

Ключові слова: акціонерне товариство, корпоративні відносини, корпоративне управління, акціонерний капітал, джерела залучення коштів, структура капіталу.

Волошко Н.А. УПРАВЛЕНИЕ АКЦИОНЕРНЫМ КАПИТАЛОМ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ

Рассмотрена сущность корпоративных отношений и корпоративного управления. Определены источники финансирования развития акционерного общества: собственные финансовые ресурсы корпорации, средства частных инвесторов, привлеченные финансовые ресурсы институциональных инвесторов. Установлены основные критерии их оценки, к которым относятся: доступность источника финансирования, потенциальная емкость источника, уровень риска использования источника, стоимость, привлекаемого капитала, влияние на принятие управленческих решений. Определение источников финансирования развития акционерного общества является одним из главнейших этапов формирования корпоративных отношений.

Ключевые слова: акционерное общество, корпоративные отношения, корпоративное управление, акционерный капитал, источники привлечения средств, структура капитала.

Voloshko N.O. EQUITY MANAGEMENT: THEORETICAL ASPECTS

Essence of corporate relations and corporate management is considered. Defined sources of development of joint-stock company, namely their own financial resources, private investors; involved financial resources of institutional investors. The basic criteria of their estimation are set. Which include: the availability of funding sources; potential capacity sources; risk source use; the capital cost; influence on decision-making. Identifying of company financing sources the is one of the most important stages in the corporate relations formation.

Keywords: joint-stock company, corporate relations, corporate management, equity, sources of bringing in of money, capital structure.

Постановка проблеми. Великі корпорації, які на цей час посідають провідне місце у ринковій економіці, демонструють найбільшу динаміку економічного зростання. Переважна частина інновацій у сучасній світовій економіці створюється саме групою великих міжнародних корпорацій, які здійснюють широко-масштабні наукові дослідження і мають можливість проведення багатоцільових наукових пошуків одночасно в декількох галузях. Домінування корпорацій у ринкових економічних відносинах в першу чергу обумовлюється широкими можливостями залучення великих обсягів капіталу, що обумовлюються особливостями акціонерної форми організації бізнесу. Тим не менш, реалізація всього спектру переваг акціонерної форми можлива за умови вирішення кола проблем як внутрішньоорганізаційного, так і зовнішнього характеру.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вітчизняні та зарубіжні вчені І. Бланк, А. Воронкова, А. Гойко, В. Євтушевський, В. Македон, Г. Козаченко, Ф. Модільяні, Ю. Петруня, М. Рудик, Т. Теплова, К. Хопт зосередили свої дослідження на окремих питаннях організації фінансового менеджменту, визначенні ефективності інвестицій, захисту прав та інтересів акціонерів, розподілу корпоративного контролю, запобігання загостренню корпоративних конфліктів тощо, але недостатньо уваги приділяється саме питанням вдосконалення системи управління акціонерним капіталом.

Постановка завдання. Завдання дослідження полягає у визначенні особливостей корпоративного управління в обґрунтуванні оптимальної структури акціонерного капіталу та вибору відповідних джерел, визначення умов залучення необхідних ресурсів.

Виклад основного матеріалу. Акціонерне товариство є складною організаційно-правовою формою господарювання, особливість якої полягає у сполученні внесків учасників для забезпечення їх індивідуальних інтересів, джерелом задоволення яких виступає отримання належних очікуваних результатів колективної підприємницької діяльності.

За нашою думкою, звичайне отождолення в економічних та правових дослідженнях змісту понять «корпорація» та «акціонерне товариство» насамперед обумовлено тим, що останнє є найбільш досконалою формою корпоративного підприємства, за якою притаманні корпорації властивості набувають повного та найяскравішого розвитку.

Характерною особливістю акціонерної форми господарювання є створення та розвиток в ході співпраці та співробітництва осіб, зацікавлених у корпорації, особливого виду корпоративної зв'язаності між учасниками. При цьому слід зазначити, що соціально-економічна природа, стан і тенденції розвитку корпоративних відносин вирішальною мірою визначають успіх корпоративного співробітництва, а значить – ефективність функціонування корпорації у цілому. Проте до цього часу питання вивчення змісту корпоративних відносин не дістало достатнього висвітлення, що в першу чергу обумовлюється складністю та розмаїттям корпоративних відносин як об'єкту дослідження. Таким чином, система специфічних корпоративних відносин, що виникають між певними суб'єктами та групами осіб, зацікавлених у діяльності корпорації насамперед є основним джерелом виникнення переваг і недоліків, якими визначається корпоративна форма організації підприємства.

Корпоративні відносини слід розглядати як інституціоналізовану (контрактну або організаційну) форму отримання синергетичного ефекту спільної діяльності учасників корпорації, які сумісно здійснюють фінансове та нефінансове інвестування в її діяльність, а саме – інсайдерів, взаємодія яких здійснюється у межах корпоративної суспільної угоди (ієрархічними елементами якої є норми акціонерних відносин, правила і процедури розподілу корпоративного контролю, нормативні та культурні норми регулювання трудових відносин), та аутсайдерів, відносини яких з внутрішніми учасниками ґрунтуються на засадах соціального партнерства. Ключовими елементами, що визначають конкретні прояви корпоративних відносин насамперед є характеристики всіх учасників корпорації, пов'язані з видами їхнього внеску до корпоративного співробітництва, характером інтересів у корпорації, цілями учасників у корпоративних відносинах.

Складність відносин і зв'язків учасників акціонерного товариства, обумовлюють необхідність розбудови не менш складного та розмаїтого механізму управлінського регулювання корпоративних відносин – корпоративного управління.

Проте в цілому при визначенні сутності корпоративного управління спостерігається ще більше розмаїття поглядів, ніж при вивченні природи корпоративних відносин.

Узагальнення теоретичних підходів до визначення змісту корпоративного управління [1-5, 8, 9 та ін.], дозволяє визначити декілька найважливіших аспектів цього процесу: управлінська діяльність в межах повноважень, наданих вищим органам управління акціонерного товариства; регулювання відносин між акціонерами та акціонерним товариством, уособлення якого виступають посадові особи товариства; встановлення норм і правил взаємодії учасників корпорації.

Одним з головних факторів, що обумовлюють стабільність корпоративних відносин та ступінь захисту інтересів їх учасників за будь-якою системою корпоративного управління, є правила і норми взаємовідносин між акціонерами та вищим керівництвом акціонерного товариства. Належне корпоративне управління має забезпечити високий ступінь погодженості прагнень власників та найманих вищих керівників, від чого залежатиме можливість досягнення корпорацією задовільних фінансових результатів. Проте саме ці результати можуть ставати приводом для виникнення корпоративних конфліктів.

Більшість науковців пояснюють економічну природу взаємовідносин акціонерів та найманих вищих керівників через дві основні концепції: сигнальну (інформаційну) та агентську.

Обидві концепції виходять з передумови про відокремлення прав власності та функцій управління в корпорації. З цієї точки зору акціонери вважаються портфельними інвесторами, що вкладають кошти до капіталу корпорації в розрахунок на отримання в подальшому частини її прибутку у виді дивідендів.

Відповідно до існуючих моделей формування портфелю інвестицій [10, 11] акціонер для скорочення систематичного ризику буде зацікавлений у формуванні широко диверсифікованого інвестиційного портфелю цінних паперів багатьох корпорацій, тобто мотивація втручання інвестора до діяльності певного акціонерного товариства буде обмежуватися через рівень прибутковості вкладень у його акції. За умови прийнятності доходу акціонера у порівнянні з можливостями альтернативного використання коштів,

акціонер взагалі не буде мати приводу втручатися до діяльності корпорації.

Економічні інтереси вищих керівників акціонерного товариства, навпаки, тісно пов'язано з існуванням певного акціонерного товариства: доходи керівництва не є диверсифікованими; можливості кар'єрного росту обумовлено професійними успіхами та репутацією керівника на час роботи у цій корпорації; соціальний статус керівників великою мірою залежить від репутації акціонерного товариства та громадської думки про його діяльність і т. ін. Тому вище керівництво має бути значно більше за акціонерів зацікавлене в довгостроковому економічному зростанні корпорації, що буде важливою причиною всебічного запобігання можливій волюнтаристській поведінці власників-акціонерів у сферах розпорядження акціонерним капіталом та визначення напрямків використання результатів діяльності акціонерного товариства.

Інформаційна та агентська концепції економічної природи взаємовідносин акціонерів та вищих керівників з різних точок зору пояснюють причини та наслідки існування зазначених обставин.

Інформаційна концепція виходить з передумови існування високого рівня невизначеності при прийнятті інвесторами (насамперед – потенційними акціонерами) інвестиційних рішень та необхідності скорочення цієї невизначеності в процесі корпоративних відносин. Інформація про стан та умови корпоративного співробітництва розподіляється за групами його учасників нерівномірно (асиметрично), при цьому обізнаність акціонерів про поточну діяльність корпорації великою мірою обмежується відомостями, які їм прямо надають вищі керівники. Таким чином, керівництво корпорації (інсайдери) пропонує інвесторам-аутсайдерам цінні папери, справжня доходність яких відома лише інсайдерам. Проте необхідною умовою розширення діяльності корпорації є залучення додаткових інвестицій у її розвиток, тому вищі керівники будуть зацікавлені у виборі таких моделей поведінки, що стануть сигналізувати інвесторам про підвищену привабливість вкладень в акціонерний капітал певної корпорації. Для забезпечення переконання потенційних акціонерів («принципалів») у надійності інвестицій в акції вищі керівники («агенти») вимушені будуть обирати найбільш прийнятну для інвесторів стратегію розвитку корпорації, тобто прагнути до збільшення доходу «принципала». Основними сигналами про вибір такого роду стратегії є стабільне збільшення прибутків корпорації, зростання ринкової вартості акцій, обсягів діяльності та ін.

Економічне стимулювання акціонерів через отримання частини доходів акціонерного товариства за рахунок сплачених дивідендів виступає основним чинником, що спонукає акціонерів до участі в акціонерному капіталі. Тому в цьому напрямку маєся широке поле вдосконалення, що ставить на перше місце вирішення проблеми обґрунтування вибору джерел формування акціонерного капіталу, формування фінансово-інвестиційної стратегії, розробки дивідендної політики тощо.

Формування капіталу в процесі інвестиційної діяльності підприємства виступає одним з найважливіших джерел забезпечення довготривалих конкурентних переваг підприємства. Активна інвестиційна діяльність дозволяє сформувати надійну основу для стійкого економічного зростання корпорації, а від ефективності управління використанням акціонерного капіталу значною мірою залежить стан виробничої

бази акціонерного товариства, технічний рівень основних фондів, якість продукції, що випускається та ін.

Таким чином, визначення доцільності інвестицій і вибір джерел формування акціонерного капіталу корпорації повинні включати проведення оцінки інвестиційних проектів за наступними напрямками: маркетингове і економічне обґрунтування виробничої програми корпорації – одержувача інвестицій; розподіл прибутку і витрат по місцях їх виникнення при реалізації інвестиційного проекту; графік і обсяги збуту по продуктових групах, бюджет руху грошових коштів в асортиментному розрізі; розподіл прибутку від продажів по сегментах ринку, по товарах залежно від стадії життєвого циклу.

Основними джерелами фінансування інвестиційної діяльності акціонерного підприємства є наступні: власні фінансові ресурси корпорації (амортизаційні відрахування, прибуток, різного роду грошові накопичення); кошти приватних інвесторів; залучені фінансові ресурси інституціональних інвесторів (банківські, бюджетні і комерційні кредити; кошти, отримані від емісійної діяльності; бюджетні інвестиційні асигнування). Головними критеріями вибору джерела фінансування для реалізації інвестиційного проекту, як правило, стають умови і вартість залучення інвестиційних ресурсів.

У той же час використання кожного з зазначених джерел фінансування в АТ пов'язане з певними обмеженнями і додатковими вимогами, які виникають в зв'язку з необхідністю залучення й обслуговування інвестиційних ресурсів. Такі обмеження можуть надавати суттєвий вплив на поточну господарську діяльність підприємства, прийняття стратегічних і оперативних управлінських рішень. Обґрунтований вибір джерела фінансування корпоративного розвитку передбачає також повну і всебічну оцінку позитивних і негативних наслідків його використання.

Сукупність рішень щодо вибору джерел фінансування корпоративного розвитку значною мірою відбивається на структурі і порядку формування акціонерного капіталу. Особливості функціонування капіталу в рамках конкретної корпорації пов'язане з трьома основними економічними процесами: формуванням капіталу; використанням капіталу; розподілом результатів використання капіталу. З точки зору вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності особливе значення має процес формування капіталу, який включає в себе залучення інвестиційних ресурсів з різних джерел. При цьому витрати на залученні додаткового капіталу повинні бути обов'язково зіставлені з розміром додаткового ефекту від його використання.

Базовою концепцією формування капіталу підприємства є теорія структури капіталу. Структура капіталу являє собою співвідношення всіх форм власних і позикових фінансових коштів, що використовуються підприємством в процесі своєї господарської діяльності для фінансування активів.

Залучення того або іншого джерела фінансування пов'язане для підприємства з певними витратами. Загальна сума коштів, яку треба сплатити за використання визначеного обсягу фінансових ресурсів, виражена в процентах до цього обсягу, називається ціною капіталу.

Концепція ціни капіталу тісно пов'язана з концепцією структури капіталу, а загалом на основі даних підходів відбувається прийняття більшості фінансових рішень в сфері формування капіталу. При цьому слід враховувати, що ціну капіталу не можна звести тільки до обчислення процентів, які треба

сплатити власникам фінансових ресурсів. Це поняття також характеризує норму рентабельності інвестованого капіталу, яку повинно забезпечувати підприємство, щоб не зменшити свою ринкову вартість (капіталізацію).

Формування стратегії залучення фінансових ресурсів має відбуватися на основі оцінки вартості досягненні загальних цілей економічного розвитку підприємства. Зазначені цілі можуть бути сформовані у виді наступних цільових установок: забезпечення приросту капіталу; зростання рівня прибутковості; зміна пропорцій в формах реального і фінансового інвестування; зміна технологічної та відтворювальної структури капітальних вкладень; зміни галузевої і регіональної спрямованості інвестиційних програм.

Від вибору цілей підприємства у вирішальній мірі залежить вибір і пріоритети використання можливих джерел залучення і витрачання коштів.

Кожне з джерел фінансування інвестиційної діяльності має особливості, що зумовлюють його привабливість (або непривабливість) для підприємства. Розглянемо детальніше ці особливості, маючи на увазі такі критерії оцінки варіантів стратегій, як: доступність джерела фінансування; потенційна місткість джерела; рівень ризику використання джерела; вартість капіталу, що залучається; вплив на прийняття управлінських рішень.

Після проведення порівняння джерела фінансування доцільно розділити на три групи:

1) найпривабливіші і доступніші джерела фінансування (прибуток корпорації, амортизаційні відрахування, кошти цільових фондів корпорації);

2) доступні, але такі, що мають меншу привабливість із-за більшого ризику (збільшення внеску засновників у статутний фонд корпорації, продаж частки майна корпорації, залучення довгострокових кредитів банків, кредитування на умовах лізингу, розміщення облігацій або інших строкових цінних паперів на фондовому ринку, розміщення цільової додаткової емісії акцій серед комерційних партнерів корпорації);

3) залучення, яких ускладнено (залучення цільових державних інвестицій, залучення іноземних інвесторів, розміщення додаткової емісії акцій).

Обґрунтований вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності передбачає також повну і всебічну оцінку позитивних і негативних наслідків його використання. Основними вартісними методами оцінки акціонерного капіталу є методи розрахунку очікуваної прибутковості за моделлю Гордона; методи, в яких використовується модель оцінки фінансових активів (CAPM); кумулятивний метод; метод на основі вартості позикового капіталу. Крім того, існує ряд методів порівняння альтернативних варіантів фінансування, які, проте, не в повній мірі відповідають класичній постановці задачі оптимізації структури капіталу по критерію максимізації ринкової вартості підприємства. Альтернативно можуть розглядатися також два основних підходи, засновані на дотриманні вимоги незбільшення ризику або максимізації прибутку:

1) метод раціонального поєднання комерційного і фінансового ризику на основі фіксування рівня підприємницького ризику;

2) метод EBIT-EPS, що дозволяє вибрати варіант, який максимізує значення показника прибутку на одну акцію.

Також для вибору оптимальної структури капіталу широко використовують компромісну модель структури капіталу, сформовану на основі вдоско-

налення теорії Міллера-Модільяні. Концептуальною основою усіх зазначених методів є переважне використання вартісного критерію оцінки доцільності використання джерел інвестицій. Проте даний критерій (який є єдиним, що піддається повній формалізації і точній кількісній оцінці) не враховує дії цілого ряду чинників (економічних, соціальних, психологічних), вплив яких може привести до значного дорожчання і виникнення суттєвих труднощів при використанні коштів з певного джерела інвестування. Зокрема, вартісні методи оцінки не завжди враховують потенційні можливості альтернативного використання ресурсів, при виборі найбільш дешевого джерела фінансування також не враховується характер впливу використання коштів з певного джерела на структуру капіталу. Крім того, вартісна оцінка, хоч і включає облік чинників ризику, але не завжди дозволяє передбачувати всі можливі несприятливі події. Чинники ризиків дуже схильні до впливу часу: несприятливі події, настання яких представляється малоімовірним або тільки частково враховується при розрахунку вартості капіталу, в майбутньому можуть статися або їх вплив перевищить значення, що прогнозується.

Важливим психологічним чинником, що впливає на вибір джерел залучення коштів, є також потенційна можливість впливу кредиторів і інвесторів на процес корпоративного управління або прийняття небажаних для вищого керівництва рішень в сфері розподілу контролю над корпорацією.

Висновки. При виборі джерел фінансування корпоративного розвитку акціонерного товариства слід враховувати максимально можливу кількість критеріїв і чинників, які впливають на результативність використання фінансових ресурсів.

До основних критеріїв оцінки джерел фінансування корпоративного розвитку відносяться: оптимальне співвідношення результатів і витрат в процесі інвестування; мінімізація ціни капіталу; мінімізація інвестиційних ризиків; відповідність основним положенням інвестиційної політики акціонерного товариства і пріоритетам інвестування; забезпечення довгострокової конкурентоспроможності та високого інноваційного потенціалу корпорації; збереження іс-

нующої структури капіталу акціонерного товариства та розподілу корпоративного контролю над його діяльністю; забезпечення високої міри господарчої самостійності при прийнятті управлінських рішень.

Фактори оцінки джерел фінансування корпоративного розвитку можна розділити на економічні, які в свою чергу поділяються на внутрішні і зовнішні, соціальні і ресурсні-технологічні.

Таким чином, визначення джерел фінансування розвитку акціонерного товариства є одним з найважливіших етапів формування корпоративних відносин, від якого великою мірою залежать результати спільної діяльності їх учасників.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Воронкова А.Е. Корпоративне управління та культура: монограф. / А.Е. Воронкова, М.М. Баб'як, Е.Н. Коренєв, І.В. Мажура. – Дрогобич: Вимір, 2006. – 376 с.
2. Гриньова В.М. Організаційно-економічні основи формування системи корпоративного управління в Україні / Гриньова В.М., Попов О.С. – Харків: Вид. ХДЕУ, 2003. – 340 с.
3. Гойко А. Методи оцінки ефективності інвестицій та пріоритетні напрями їх реалізації. / А.Ф. Гойко – К.: ВІРА-Р, 1999. – С. 320.
4. Гританс Я.М. Корпоративные отношения: Правовое регулирование организационных форм / Гританс Я.М. – М.: Волтерс Клівер, 2005. – 160 с.
5. Євтушевський В. Основи корпоративного управління / Євтушевський В. – К.: Знання-Прес, 2002. – 317 с.
6. Поважний А.С. Трансформационные процессы корпоративного управления / Поважний А.С. – Донецк: ІЭП НАН України, 2001. – 290 с.
7. Пономаренко В.С. Стратегічне управління / Пономаренко В.С. – Харків: Основа, 1999. – 632 с.
8. Розвиток корпоратизму і корпоративних відносин в економіці України. / За ред. чл.-кор. НАН України В.І. Голікова. – К.: Ін-т екон. прогноз., 2002. – 304 с.
9. Румянцев С.А. Українська модель корпоративного управління: становлення і розвиток / Румянцев С.А. – К.: Знання, КОО., 2003. – 149 с.
10. Чуб Б.А. Диверсифицированные корпорации в современной экономике России / Под ред. д.э.н. В.В. Бандурина – М.: БУК-ВИЦА, 2000. – 184 с.
11. Шейн В. Развитие корпоративного менеджмента в России / Шейн В., Жуплев Ф., Володин А. // Современное управление. Специальный ежемесячник современных концепций и методов менеджмента. – 2001. – № 10. – С. 13–24.