

## **МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ АКЦІОНЕРНИМ КАПІТАЛОМ**

*Запропоновано нові методологічні підходи щодо управління акціонерним капіталом на основі використання методів дисконтування грошових потоків, оцінки ринкової вартості активів та встановлення раціонального рівня капіталізації прибутку*

**Постановка проблеми.** Перехід до ринкових механізмів корпоративного управління зажадав зміни методологічного підходу до визначення можливості усунення кризових явищ макроекономічного масштабу. Ці можливості можуть бути реалізовані в тому випадку, якщо власник ефективно розпоряджається вкладеним капіталом.

Управління капіталом може вважатися лише тоді ефективним, якщо система має стійкий зв'язок із змінами фінансових і виробничих показників діяльності акціонерних товариств, в рамках обмежень, що накладаються ринковим середовищем. Це викликає потребу переосмислення методологічної бази та подальшої розробки комплексу наукових методів оцінки акціонерного капіталу під впливом тих або інших чинників.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Слід відзначити, що протягом декількох століть представниками різних економічних шкіл капітал вивчався і розглядався з різних позицій і в різних проявах. Неокласичні економічні теорії, викладені в наукових працях Самуельсона П., Андриссена Д., Тиссена Р., Бриггема Ю.Ф., Брейли Р., Майерса С., Дамодаряна А. та ін.[1-5], дозволили сформувати складові механізми управління акціонерним капіталом через появу і переростання його у фінансовий капітал, використання якого приносить дохід.

Критичний аналіз різних визначень сутності капіталу дозволяє розглядати капітал з позицій управління формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів, та дисконтування грошових потоків суб'єкта господарювання.

**Мета статті** полягає у визначенні нових методологічних підходів щодо управління акціонерним капіталом на основі використання методів дисконтування грошових потоків, оцінки ринкової вартості активів та встановлення раціонального рівня капіталізації прибутку.

**Викладення основного матеріалу дослідження.** В класичному визначенні капітал – це вартість, яка здатна приносити додаткову вартість. В практичному сенсі – капітал являє сукупність грошових засобів, яку має в своєму розпорядженні суб'єкт господарювання для здійснення ефективної діяльності. Серед основних характеристик капіталу, що формують його економічну сутність на мікро- і на макрорівнях управління, виділяють: об'єкт власності, об'єкт купівлі-продажу, джерело доходу, інвестиційний ресурс, накопичену цінність, чинник виробництва, генератор ліквідності і ризику, вимірник ринкової вартості підприємства [5 с. 25-30, 11 с. 379].

Якщо звернутися до визначення системи принципів і методів розроблення та реалізації управлінських рішень щодо забезпечення максимального зиску власникам підприємства, то, на нашу думку, найбільш повно капітал підприємства характеризує загальну його вартість в процесі кругообігу його активів у продуктивній, грошовій, і товарній формах.

Спираючись на ділення головних елементів, які відображають форми та напрями обігу капіталу підприємства, автором здійснена спроба надалі розглянути процеси його відтворення в господарській діяльності.

В процесі господарської діяльності капітал послідовно міняє грошову форму на матеріальну, яка в свою чергу змінюється, приймаючи різні форми продукції, товару і іншій, відповідно до умов виробничо-комерційної діяльності

організації. Нарешті, капітал знов перетворюється у грошові кошти і таким чином відбувається постійний його оборот.

Подібний підхід представлений авторами [6, с. 233], які виділяють технічну структуру капіталу у вигляді сукупності коштів, вкладених в активи підприємства. Отже, зміст поняття структури капіталу не може бути обмежений тільки співвідношенням джерел фінансування, а повинен враховувати і співвідношення коштів, вкладених в усі види активів підприємства.

Акціонерний капітал організації як юридичної особи в загальному вигляді визначається вартістю майна, що належить організації. Це так звані чисті активи організації. Власний капітал складається із статутного, резервного і додаткового капіталу, а також нерозподіленого прибутку і цільових (спеціальних) фондів [7 с. 56].

Головною властивістю капіталу, як підтверджує теорія і практика, є те, що він характеризується чистою продуктивністю. Оскільки чиста продуктивність має бути позитивною величиною, доцільно вибрати спосіб виміряти її кількісно. Згідно П. Самуельсону доведено: "загальна сума надходжень повинна бути більше, ніж загальна сума первинних витрат виробництва, інакше не існуватиме ніякої чистої продуктивності капіталу" [1 с. 206]. Остаточний висновок полягає у тому, що необхідно використовувати для цієї мети показник річної норми відсотка. Чистою продуктивністю проекту капіталовкладень є така ринкова норма відсотка, при якій даний проект повинен якраз окупити витрачені на нього засоби.

Відповідно до традиційної теорії капіталу прибутку, або дохід на капітал, не слід ототожнювати з орендною платнею за користування капітальними ресурсами. Звертаючись до висновків П. Самуельсона, відзначимо, що ціна активів, яка капіталізована з ринкової ставки відсотка, дорівнює їх поточній дисконтованій вартості незалежно від тієї або іншої системи грошових одиниць. В умовах, коли перспективи розвитку ринку є абсолютно визначеними, кожен суб'єкт підприємства може одержати будь-яку суму грошей у позику або надати будь-яку суму грошей в позику по існуючій на ринку єдиній конкурентній ставці відсотка.

Кожен вид активів повинен приносити дохід, чисельно рівний ринковій ставці відсотка. Така рівність доходів є слідством самого процесу, в ході якого конкуренти відповідно підвищують або збивають ринкову ціну для будь-якого виду активів, будь то облігація, акція, патент, діюче комерційне підприємство, партія товару на біржі або будь-які інші потоки доходів, створюючи чисту ренту.

Комплексне оцінювання фінансового активу передбачає визначення його основних характеристик – ліквідності, ризиковості, дохідності тощо. При цьому, насамперед, як доводять Андриссен Д., Тиссен Р. [2 с. 124-130] та Коупленд Т., Коллер Т., Мури Дж. [8 с. 36-40] оцінюванню підлягає ринкова вартість активу, яку вона забезпечує гарантований дохід інвестору, або дохід, ставка на той чи інший фінансовий актив має забезпечити інвестору відповідно до його ризиковості та ліквідності.

Дохід по активу визначається очікуваними грошовими потоками по ньому, тобто очікуваними процентними, дивідендними виплатами, а також сумами, отриманими від погашення чи перепродажу фінансового активу іншим

учасникам ринку. Розрізняють два основних види доходу по фінансовому активу: дохід від володіння та дохід від перепродажу активу на вторинному ринку.

Оцінювання фінансових активів здійснюється як на первинному, так і на вторинному ринках. На первинному ринку воно полягає у встановленні такої ставки доходу по фінансовому активу, яка б відповідала ступеню його ризиковості, ринковим процентним ставкам, кредитному рейтингу емітента. На вторинному ринку – це переоцінка фінансового активу, коригування його ринкової ціни так, щоб фінансовий актив певного рівня ризику забезпечував відповідний рівень доходу. В цілому оцінювання ринкової вартості активу складається з обчислення:

- визначеного або оцінювання невизначеного очікуваного грошового потоку та оцінювання ймовірності отримання цього грошового потоку інвестором;

- ставки для дисконтування очікуваного грошового потоку;
- теперішньої вартості грошового потоку з використанням величини грошового потоку та ставки дисконтування.

Очікувані грошові потоки по фінансовому активу можуть бути більш або менш визначені як за величиною, так і за терміном надходження. Тому оцінювання очікуваних грошових потоків по активу полягає в обчисленні визначених або оцінюванні невизначених грошових потоків. В останньому випадку оцінюється не тільки величина очікуваного грошового потоку, а і ймовірність його надходження.

Якщо фінансовий актив є борговим зобов'язанням, ставка дисконтування визначається на основі існуючих процентних ставок по процентних зобов'язаннях і відображає очікувану дохідність фінансового активу. Позитивна величина ринкової ставки відсотка означає, що всі доходи в подальшому періоді повинні бути дисконтовані. Такий вид активів, як облігація, дійсно погашається в розстрочку рівними частками впродовж тривалого періоду часу, і лише після цього надається можливість повернути назад всю суму відданого у позику капіталу.

Відповідно до цього особливо доречно розглядати поточну дисконтовану вартість для кожного активу, одержаного в той або інший термін, розраховувавши окремо поточну вартість кожної частини майбутнього потоку грошових надходжень [9,10]. Одержання капіталізованої ринкової вартості того або іншого виду активів часто називають "поточною дисконтованою вартістю".

Практично рівень процентної ставки є тим інструментом, за допомогою якого фахівці користуються при виборі різних варіантів капіталовкладень. Порівняння процентних ставок дозволяє відібрати самі невідкладні і найекономічніші проекти. Коли рівень відсотка виявляється високим, то в цих умовах можуть реалізуватися лише ті варіанти капіталовкладень, які володіють найвищою чистою продуктивністю.

Поступово, по мірі інтенсивного накопичення відповідно до дії об'єктивного закону убуваючої прибутковості процентні ставки неминуче будуть знижуватися. Це послужить сигналом для здійснення тих проектів капіталовкладень, які характеризуються нижчою чистою продуктивністю. Нижчий відсоток означає вищу поточну дисконтовану вартість, що дозволить в майбутньому окупити первинну вартість дорожчих додаткових варіантів капіталовкладень.

У складі власного капіталу можуть бути виділені дві основні складові: інвестований капітал, тобто капітал, вкладений власниками в підприємство, і накопичений капітал - капітал, створений на підприємстві понад те, що було спочатку авансоване власниками. Інвестований капітал включає номінальну вартість простих і привілейованих акцій, а також додатково сплачений (понад номінальну вартість акцій) капітал.

Накопичений капітал знаходить своє віддзеркалення у вигляді статі, що виникає в результаті розподілу чистого прибутку (резервний капітал, фонд накопичення, нерозподілений прибуток, інші аналогічні статті). Не дивлячись на те, що джерело утворення окремих складових накопиченого

капіталу – чистий прибуток, цілі і порядок формування, напрями і можливості використання кожної його статті істотно відрізняються.

Сучасна господарська практика, що звертається до капіталізації як реального ринкового інструменту, висуває необхідність уніфікації економічної термінології і категоріального апарату. В умовах ринкової економіки визначення капіталізації компанії має найважливіше значення, оскільки вона є грошовою оцінкою корисності компанії.

Ми додержуємося тези: будь-який актив, як фінансовий, так і матеріальний має певну вартість. В принципі оцінити можна будь-який актив, хоча у відношенні одних активів це зробити легше, ніж у відношенні до інших. Наприклад, визначення вартості матеріальних активів потребує іншої інформації, ніж оцінка цінних паперів на фондовому ринку, оскільки параметри оцінки можуть змінюватися в залежності від конкретних передумов.

Між іншим, практика підтверджує, що важливим є не розбіжності в методиках оцінки вартості активів, а ступень схожості основних принципів здійснення процедур оцінювання. Головний принцип оцінювання вартості інвестицій, на наш погляд, найбільш вдало висловив А. Дамодаран: „Ніякий інвестор не платить за актив більше того, ніж він коштує" [с. 1-2].

Сформулюємо проблеми удосконалення методологічної бази оцінки вартості капіталу, з якими стикаються вчені. Що стосується пошуку шляхів їх вирішення, можна стверджувати – наукова думка відносно сприйняття поняття вартості в більшості спирається на оцінці існуючих реалій, тобто ціна за актив сплачується за умовою достатнього відображення майбутніх грошових потоків, які можуть інвестору принести додану вартість.

Згідно сталому методичному принципу, капіталізація як економічний термін має декілька значень, а саме:

- перетворення прибутку або його частини в додатковий капітал;

- оцінка вартості компанії на базі її основного і оборотного капіталу;

- оцінка вартості компанії на основі вартості її акцій і облігацій;

- визначення вартості компанії на базі щорічно одержуваного прибутку.

Трактуючи по-різному одну і ту ж економічну суть оцінюваного об'єкту (корпорації, компанії, бізнесу), мається на увазі одне і те ж - грошова оцінка її корисності. При використанні терміну «ціна компанії» сама компанія приймається за одну господарську одиницю економіки. В цьому випадку під ціною компанії розуміється грошовий вираз її вартості. Проте на практиці, як правило, ці показники по своїй величині можуть відрізнятися один від одного залежно від різних чинників, включаючи і розриви в часі оцінки того або іншого показника (капіталізація, вартість, ціна).

#### **Висновки та перспективи подальших досліджень.**

Важливим завданням управління капіталом є розподіл прибутку підприємства на розвиток виробництва. Розподіл прибутку, з одного боку – це результат ефективності виробництва, з іншого – раціональність капіталізації. Оцінка капіталізації компанії проводиться якщо керівництво компанії зацікавлено у:

- визначенні ефективності оперативного управління компанією і формування напрямів по підвищенню ефективності господарської діяльності;

- розробці стратегії розвитку компанії в цілому або окремих її структурних підрозділів;

- розрахунках вартості цінних паперів у разі купівлі-продажу акцій компанії на фондовому ринку, розподілі сукупної вартості між групами власників або між групами активів;

- визначенні кредитоспроможності компанії, ліквідності її активів і вартості застави при кредитуванні, надійності повернення кредиту і відсотків по кредиту в терміни і умовах, передбачених кредитним договором;

- страхуванні, в процесі якого виникає необхідність визначення вартості активів і їх ліквідності в умовах виникнення страхових випадків;

– переоцінці майна і інших активів компанії, викликані інфляцією і іншими чинниками (політичними, економічними, екологічними і ін.), що роблять істотний вплив на зміну вартості компанії;

– визначенні збитку компанії, викликаного розривом контракту, судовими процесами, упущеною вигодою, тимчасовим або постійним закриттям компанії;

– визначенні бази оподаткування компанії;

– здійсненні інвестиційного проекту, що передбачає розвиток компанії в цілому, або розширення своєї присутності на освоєному їй вже ринку, або для заняття нового сегменту на ринку (у разі диверсифікації виробництва);

– забезпеченні економічної безпеки.

#### **Список використаної літератури:**

1. *Самуельсон П.* Економіка / П. Самуельсон // пер.с англ. Т.2 – М. МГП “Алгон”, 1992 с.332  
2. *Андриссен Д.* Невесомое богатство. Определите стоимость вашей компании в экономике нематериальных активов / Д. Андриссен, Р. Тиссен / Пер. с англ. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2004. – 304 с: ил. 3. *Брейли Ричард.* Принципы корпоративных финансов / Ричард Брейли, Стюарт Майерс: Пер с англ. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 1997. – 1120 с. 4. *Бригхэм Юджин Ф.* Энциклопедия финансового менеджмента / Юджин Ф. Бригхэм: Сокр.пер. с англ. / Ред. кол.: А.М. Емельянов, В.В. Воронов, В.И. Кушлин й др. – 5-ое изд. – М.: РАГС; ОАО “Изд-во “Экономика”, 1998. – 823 с. 5. *Дамодарян А.* Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодарян. Перев. С англ. – 3-е изд. – М. Альпина Бизнес Букс. 2006.–1341 с. 6. *Вине Р.* Математика управления капиталом: Методы анализа риска для трейдеров и портфельных менеджеров / Ральф Вине; Пер. с англ. – 2-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 400 с. 7. *Кольцова И.В.* Практика финансовой диагностики и оценки проектов / И.В. Кольцова, Д.А. Рябых. – М.: ООО “И.Д. Вильямс”, 2007. – 416 с. : ил. 8. *Коупленд Т.* Стоимость компании: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мулин. – 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2008. – 576 с: ил. ISBN 978-5-9693-0119-1 (рус.). 9. *Квач Я.П.* Фінансові важелі та стимули розвитку електроенергетичного комплексу: регіональний аспект. // Я.П. Квач УДУФМТ. Одеськ.ін-т фінансів. Ізмаїл: Вид-во “СМИЛ”, 2008. – 227 с. 10. *Ковалев В.В.* Финансовый анализ: методы и процедуры / В.В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2006. - 560 с: ил. 11. *Фінансово-економічний словник.* – К.: Знання, 2007. – 1072 с. (с. 379).

КВАЧ Ярослав Петрович – кандидат економічних наук, доцент, директор Одеського інституту фінансів Українського державного університету фінансів та міжнародної торгівлі

ДОБРОВОЛЬСЬКИЙ О.І. – аспірант Одеської національної академії зв'язку

-