

КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ: СТРУКТУРА, ІНСТРУМЕНТИ РЕАЛІЗАЦІЇ ТА ОСОБЛИВОСТІ ДЛЯ КОМПАНІЙ КРАЇН, РИНКИ ЯКИХ РОЗВИВАЮТЬСЯ

**Альвіна
Селютіна**
здобувач кафедри
фінансові ринки
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»

В основі сучасної ринкової економіки України знаходиться корпоративний сектор, який являє собою переважно акціонерні товариства та їх інтеграційні структури. На сьогодні, акціонерна форма організації підприємств посідає чільне місце серед інших організаційно-правових форм здійснення підприємницької діяльності, оскільки вона має ряд переваг, а саме: високий ступінь мобілізації фінансових ресурсів; обмеженість відповідальності учасників часткою акцій у статутному капіталі; колегіальність прийняття основоположних рішень загальними зборами акціонерів як найдемократичнішою формою управління бізнесом та інші.

Ключовою проблемою у сфері корпоративної власності є проблема корпоративного управління, суть якої полягає у забезпеченні захисту прав і інтересів усіх учасників акціонерних товариств, передусім акціонерів як співвласників товариства [3]. Світова фінансова криза вказала на слабкі місця в структурах корпоративного управління промислових компаній та фінансових, такі як надмірні ризики, неефективні стимули в компенсації топ-менеджерів і надання переваги досягненню короткострокових цілей замість довгострокових. В Україні система корпоративного управління знаходиться в кризовому стані і тому являє собою гостру проблему, що стримує економічне зростання країни. У зв'язку з цим дане питання потребує детального розгляду з точки зору визначення існуючих проблем, основних інструментів реалізації та основних відмінностей для акціонерних товариств країн, що розвиваються.

Проблеми корпоративного управління та функціонування акціонерних товариств досліджували такі вчені як І.Л. Сазонець, А.А. Пересада, О.М. Ястремська, О. Кібенко, О. Костюк, Г. Назарова та інші. Основою для становлення розвитку корпоративних відносин в Україні стали фундаментальні

роботи зарубіжних вчених, таких як У.Шарп, У. Гордон, Е. Брігхем, Д. Йенер, та інших.

Незважаючи на наявність досліджень стосовно даного питання, залишається ряд актуальних проблем, що потребують вирішення. До них можна віднести наступні: ефективне використання акцій як інструмента корпоративного управління, підвищення ефективності компенсаційної політики топ-менеджерам, створення комплексної фінансової системи управління підприємством, за якої корпоративне управління знаходиться у взаємозв'язку зі стратегічним менеджментом. Зазначені питання потребують дослідження та систематизації отриманих результатів. Крім того, метою даної статті є визначення особливостей корпоративного управління в компаніях країн, ринки яких розвиваються, особливо в контексті тих проблем, що стоять перед більшістю українських акціонерних товариств.

Поняття корпоративного управління є відносно новим, тому існує багато його інтерпретацій. Згідно з Принципами корпоративного управління ОЕСР, корпоративне управління - це комплекс відносин між правлінням товариства, радою директорів, акціонерами та іншими зацікавленими особами; окрес-

лює межі, в яких визначаються завдання товариства та засоби виконання цих завдань та здійснення моніторингу діяльності товариства. [1]

Демір Йенер вважає, що корпоративне управління по суті є необхідним набором управлінських дій, які повинна проводити компанія для досягнення встановлених цілей. Ці дії сприятимуть створенню позитивного reputation capital (гудвіл), а також підкріплять довіру інвесторів до компанії. На макрорівні ефективна практика корпоративного управління гарантуватиме захист прав інвесторів, збільшить конкурентоздатність і сприятиме залученню вітчизняних та іноземних інвестицій. [4]

Гіллан і Старкс визначають корпоративне управління як систему законів, правил і чинників, які контролюють операції в компанії. [5]

Шлейфер та Вішні вважають, що корпоративне управління, насамперед, має справу з засобами, за допомогою яких інвестори підкріплюють свою впевненість у отриманні доходу від інвестицій. [7]

Виходячи з визначення корпоративного управління у вузькому розумінні цього поняття, можна говорити про те, що в контексті розв'язання його завдань основна увага приділяється питанням врегулювання інвестування у акції лістингових компаній. Це такі питання, як: вимоги щодо лістингування, обмеження щодо розповсюдження інсайдерської інформації, прозорість компанії та розкриття інформації, захист міноритарних інвесторів.

В більш широкому розумінні корпоративне управління стосується механізму діяльності компанії при відокремленні управління від права власності. Схоже визначення використовує Адріан Кедбері, голова комітету з фінансових аспектів корпоративного управління у Великобританії, який визначає корпоративне управління як систему, що керує та контролює компанію. Отже, корпоративне управління включатиме відносини між компанією та акціонерами, фінансовим ринком, робітниками та менеджерами.

Взаємодію суб'єктів корпоративного менеджменту в зовнішньому і внутрішньому корпоративному середовищі представлено на рис. 1.

В дослідженні, проведеному і опублікованому Міжнародною Фінансовою Корпорацією [8] у 2012 році, йдеться про те, що інвестори, які бажають вкласти кошти у ринки країн, що розвиваються, приділяють значну увагу корпоративному управлінню, бо воно відіграє вирішальну роль при прийнятті інвестиційних рішень. Тож, розвиток корпоративного управління в Україні може стати запорукою підвищення інвестиційної привабливості країни в цілому. Загальними висновками зазначеного вище дослідження є наступні:

1. На глобальному рівні:

- світова фінансова криза підтвердила важливість і необхідність ефективного корпоративного управління;

- конкретні реформи у сфері корпоративного управління могли б зробити країну більш привабливою для інвестицій;

2. На рівні компанії:

- низький рівень корпоративного управління, недостатність розкриття інформації є причинами відмови інвестора вкладати кошти в певну компанію;

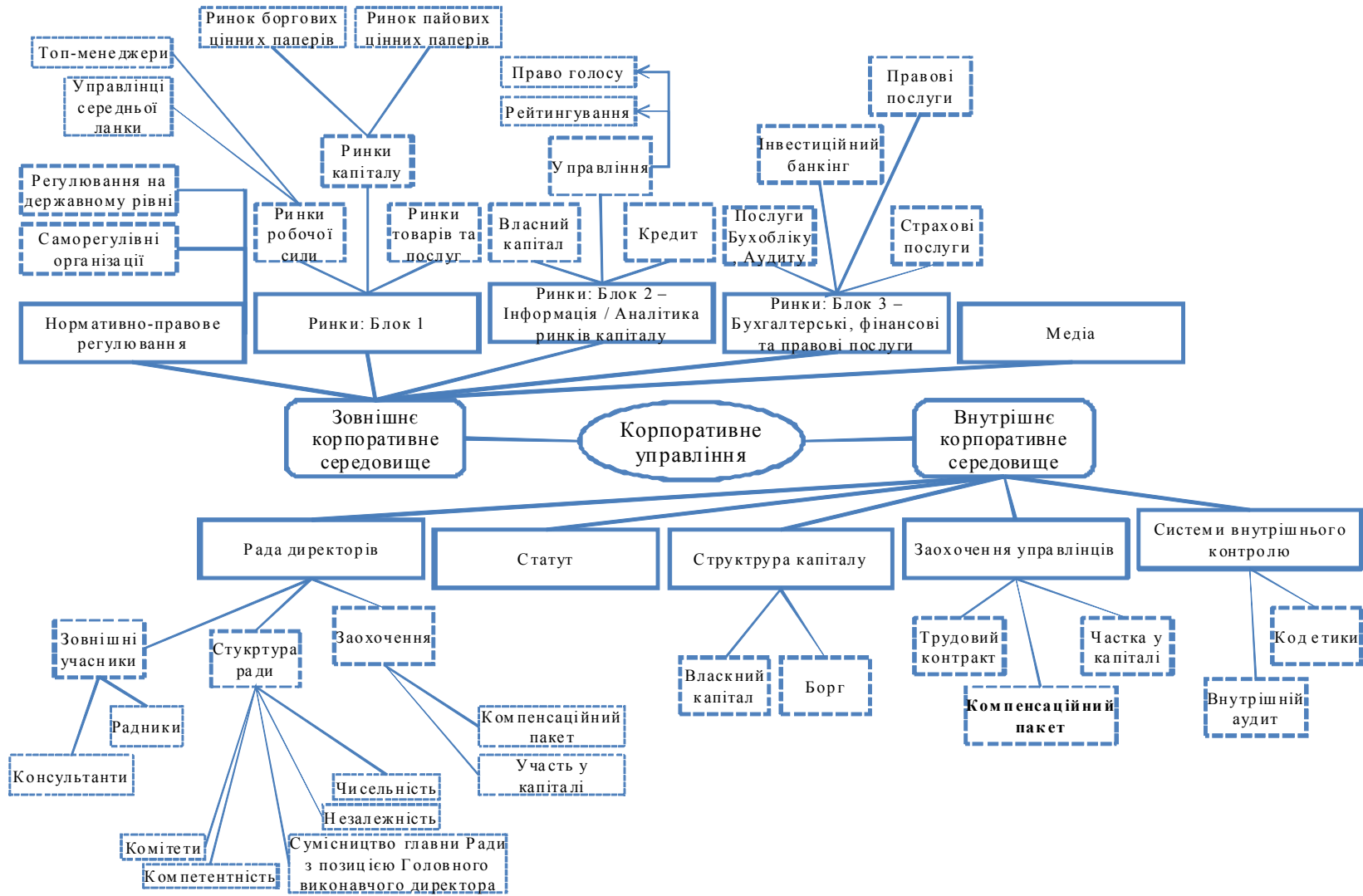
- інвестори готові платити премію за умови кращого корпоративного управління.

Провівши опитування, дослідники встановили, які критерії є найважливішими у системі корпоративного управління компаній ринків країн, що розвиваються, при прийнятті інвестиційних рішень (рис. 2).

Отже, як бачимо з рис. 2, для всіх інвесторів, що прийняли участь у даному дослідженні надзвичайно важливим є якість розкриття інформації та вмотивованість менеджерів. Більше половини опитуваних зазначили, що вони приділяють велику увагу структурі компенсаційного пакету в компанії.

Звичайно, акціонери та майбутні інвестори завжди зацікавлені в тому, щоб компанія наймала таких менеджерів, які б приймали тільки ті рішення, які спрямовані на максимізацію зростання ціни акції. Однак з огляду на те, що менеджер переважно «інвестує» увесь свій людський капітал в одну компанію, від успіху якої залежатиме його майбутній дохід, не маючи можливості диверсифікувати ризики, він не

Рис. 1 Загальна схема корпоративного управління



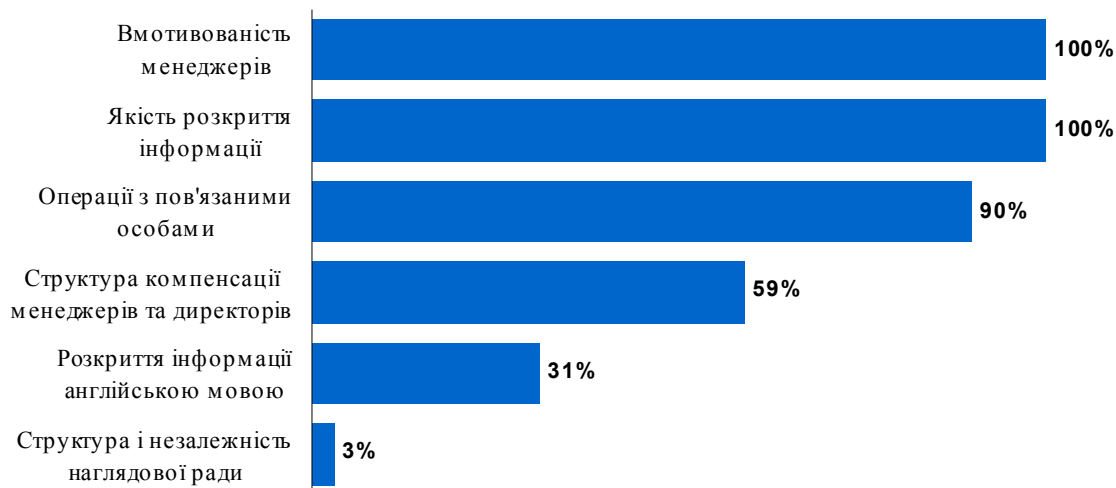


Рис. 2. Основні характеристики корпоративного управління компаній на ринку країн, що розвиваються (побудовано автором за даними дослідження МФК [8])

бажає приймати рішення, яким прихильним високим ступенем ризикуваності. Тож вкрай важливим є вмотивування топ-менеджерів до прикладання максимуму зусиль задля збільшення вартості акцій компанії, а корпоративне управління якраз є набором правил і процедур, що гарантують те, що керівники компанії будуть на практиці слідувати принципам вартісно-орієнтованого менеджменту, тобто діяти в інтересах акціонерів.

Загалом, є два методи корпоративного управління щодо мотивування менеджерів:

1) загроза зміщення (threat of removal), тобто звільнення менеджера зі свого місця за рішенням ради директорів або в разі ворожого поглинання компанії. Якщо ж менеджери домагаються підвищення вартості компанії, вони тим самим знижують ризик втратити роботу;

2) компенсація. Якщо менеджер отримує тільки фіксовану заробітну плату, в нього майже відсутні стимули підвищувати вартість компанії. Однак ситуація може суттєво змінитися, якщо компенсацію прив'язати до ефективності діяльності компанії, особливо до зростання ціни на акції.

Розглянемо детальніше метод мотивування менеджерів через компенсацію. Проаналізувавши систему компенсаційної політики в різних країнах Європи, ми можемо зробити висновок, що в більшості успішних компаній компенсація складається з фіксованої грошової частини (заробітної плати) та зі змінної частини, яка може виплачува-

тися як готівкою, так і опціонами, акціями чи іншими правами. Про це, зокрема, свідчить досвід країн із розвиненими фондовими ринками (США, Німеччина, Швейцарія та ін.). При створенні такої системи винагороди, яка б виключала суб'єктивний чинник оцінки роботи, слід прив'язати винагороду до результатів компанії. Тому розмір змінної частини компенсації менеджера визначається певними критеріями, деякі з яких відображають діяльність компанії за останній період часу (наприклад, залежать від прибутку на акцію за звітний рік). Інші залежать від результатів діяльності компанії за більш довгий період (від 3 до 10 років). Але головним показником є ринкова ціна акцій компанії, що дозволяє співставити інтереси власників і найманих працівників (директорів, менеджерів та інших), націлених на зростання ціни (підвищення вартості бізнесу) в коротко- і довгостроковому періоді.

В основі довгострокових планів стимулювання менеджерів можуть лежати різні інструменти, що пов'язані з ціною акцій компанії. Як свідчить світова практика, це можуть бути акції з обмеженнями (restricted stock units); відкладені акції (deferred stock units); заблоковані акції (blocked shares), акції, прив'язані до ефективності бізнесу (performance shares); грошові еквіваленти, відповідного приросту вартості акцій з урахуванням дивідендних виплат (phantom shares). Тож, як бачимо, компанія може обирати інструменти, які вигідні саме для неї та будуть

найбільш ефективними для досягнення її цілей.

Як зазначалося вище, інвестори перш за все зацікавлені в отриманні максимального доходу від акцій компанії, в яку вони інвестують. Але окрім цього, приймаючи інвестиційні рішення, раціональний інвестор велику увагу приділятиме ризику, прийнятний рівень якого залежать від схильності даного інвестора до ризику.

Показником доходності для акцій у світовій практиці найчастіше виступає повний дохід акціонерів (далі TSR, Total shareholders return). TSR це розрахована за певний проміжок часу (наприклад 1 рік, 3 роки, 10 років) відсоткова зміна ціни акції, скорегованої на виплати дивідендів, що відбулись за обраний проміжок часу (рис. 3)

Очевидною перевагою TSR є те, що даний показник певним чином враховує обидві складові доходності акцій: дивіденди та зміну вартості цінного паперу, - а отже може бути застосований для оцінки доходності компаній, серед яких можуть бути як компанії, що регулярно або нерегулярно виплачують дивіденди, так і компанії, що взагалі не виплачують дивіденди.

У європейській практиці корпоративного управління TSR часто використовується як визначальний критерій компенсації менеджера. Розглянемо компенсаційну структуру 75 найбільших швейцарських компаній, що котируються на швейцарській біржі (Swiss Stock Exchange). Швейцарія має одну з найрозвиненіших систем корпоративного управління в Європі. Згідно вимогам до розкриття інформації, всі публічні компанії в Швейцарії мають публікувати звіт з компенсаційної політики.

Проведений нами аналіз свідчить, що у більшості компаній компенсація топ-менеджерів складається з грошової виплати та виплати у вигляді фінансових інструментів, вартість яких прив'язана до ціни акцій компанії (далі equity-based compensation). Тобто, менеджери, так само як і акціонери, зацікавлені у

зростанні вартості компанії, бо від цього залежить їх власний дохід. Лише 21% компаній з вибірки не здійснюють виплат у вигляді equity-based compensation. У 65% компаній, такі виплати займають 10-50% всієї компенсації.

Компенсаційні плани, що передбачають частку equity-based compensation у структурі компенсаційного пакету, яка перевищує 50%, можуть мати негативні наслідки: під час спаду економічної активності ціна акцій компанії може стрімко знижуватись незалежно від того, які рішення приймає її менеджер; у такій ситуації менеджер по суті втрачає контроль над ситуацією, а отже не може впливати на вартість акцій, до ціни яких прив'язана значна частка його компенсації; з іншого боку, під час стадії спаду ділової активності зазвичай вкрай важко досягнути внутрішніх цілей, від яких також може залежати частина компенсаційного пакету управління, а отже менеджер, розуміючи, що він скоріш за все не отримує бажану винагороду, втрачає стимул до досягнення першочергової цілі максимізації вартості компанії для акціонерів. Іноді, навіть можлива ситуація, коли менеджер свідомо вчиняє дії, направлені на зниження ціни акції, з метою знизити базу для постановки цілей у майбутніх компенсаційних планах. Розглянемо TSR на прикладі Топ 75 швейцарських компаній відносно частки equity-based compensation у загальному розмірі компенсації за 2012 р. (рис. 4).

Як видно з наведеного вище рисунку, у компаній, у яких в структурі компенсації відсутня equity-based compensation, зростання доходності акцій відносно набагато нижче, ніж у компаній, у яких частка equity-based compensation становить 10-30% всієї компенсації. З цього можна зробити висновок, що виплата equity-based compensation (акцій або інструментів, вартість яких прив'язана до ціни акцій) є ефективним методом мотивування менеджерів до прагнення підвищувати вартість компанії, а разом з тим задовольняти інтереси акціонерів.

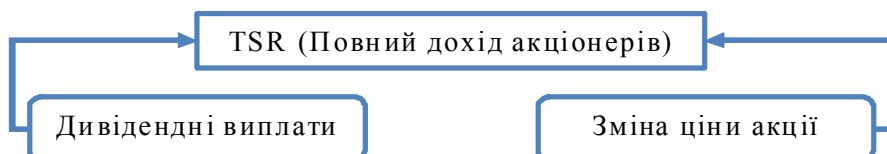


Рис. 3 Складові TSR (повного доходу акціонера)

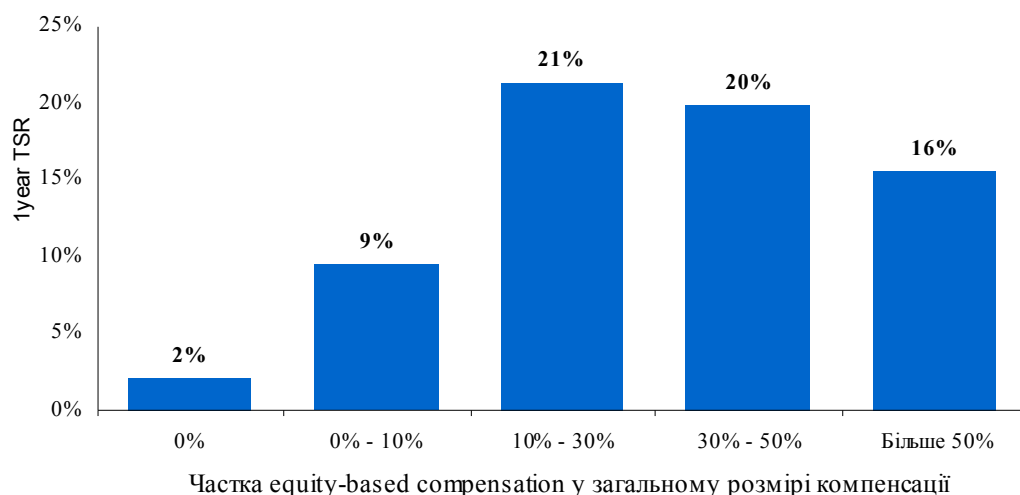


Рис. 4. TSR Top 75 швейцарських компаній відносно частки equity-based compensation у загальному розмірі компенсації за 2012 р. (побудовано на основі даних, проаналізованих автором)

Щодо ситуації компенсаційної політики на українських підприємствах, то в умовах нашої країни, коли лістинг на фондових біржах пройшла невелика кількість акціонерних товариств, а фондовий ринок не може забезпечити необхідну ліквідність, TSR не може широко використовуватися, тому краще застосовувати систему компенсації, орієнтовану на продуктивність та результат, оскільки орієнтація на вартість бізнесу має певні обмеження з точки зору практичної реалізації.

Розглядаючи українські компанії, які здійснили IPO на зарубіжних фондових біржах, удосконалення корпоративного управління та компенсаційної політики могло б стати вирішальним фактором при залученні інвестицій. На даний момент, більшість цих компаній не мають в структурі компенсації інструментів, вартість яких базувалася б на ціні акцій компанії. При цьому річний TSR індексу українських компаній на Варшавській фондовій біржі станом на 1 січня 2013 року становить лише 6,8%, що майже на половину менше за TSR компаній з вибірки Top-75 швейцарських компаній, частка equity-based compensation у планах яких варіюється від 1% до 10% та втричі менше за TSR компаній з вибірки, частка equity-based compensation у планах яких варіюється від 10% до 50%.

Близько десяти зареєстрованих за кордоном компаній з активами в Україні вже міркують можливість подвійного

лістингу. Це сприятиме стабільності і зниженню ризиків для емітента, а для інвесторів - можливість арбітражу. Також, це можливість залучити кошти вітчизняних інвесторів, за умови, якщо ці компанії матимуть очевидні переваги над тими, що вже торгуються на українському фондовому ринку. Такими перевагами можуть стати прозорість, якість розкриття інформації, високий рівень корпоративного управління.

З точки зору задоволення інтересів акціонерів та залучення нових інвесторів, ефективність корпоративного управління компанії у розрізі компенсаційної політики є вкрай важливою.

Проаналізувавши світові практики та ситуацію в Україні, запропонуємо такі заходи покращення корпоративного управління українських компаній:

- компенсацію та її структуру для менеджерів компанії мають затверджувати загальні збори акціонерів або рада директорів;
- у структурі компенсації має бути передбачена не тільки фіксована заробітна плата, а й змінна частина, яка буде залежати від ефективності роботи менеджера та певних показників діяльності компанії (прибутку, ліквідності, ціни акцій тощо);
- компенсаційна політика має бути опублікованою на сайті компанії аби усі потенційні інвестори мали змогу з нею ознайомитися. Це підвищить довіру інвесторів і акціонерів до компанії.

Таким чином, побудова правильної компенсаційної політики щодо менеджерів компанії є надзвичайно важливим для будь-якого акціонерного товариства. Розміри та структура компенсаційного пакету мають бути прив'язані до конкретних показників діяльності компанії, що сприятиме подальшому зростанню компанії та підвищенню її інвестиційної привабливості. Питання взаємозв'язку рівня корпоративного управління та інвестиційної привабливості потребує подальшого дослідження.

ЛІТЕРАТУРА

1. Принципи корпоративного управління ОЕСР (OECD Principles of Corporate Governance)
2. Рішення НКЦПФР Про затвердження Принципів корпоративного управління від 11.12.2003 № 571
3. Сірко А.В. Інституційно-правове забезпечення діяльності корпорацій та їх проблеми в Україні [Електронний ресурс] / А. В. Сірко, Н. М. Найдич. Режим доступу: http://www.library.dgtu.donetsk.ua/fem/vip89-2/89-2_18.pdf.
4. Dr. Demir Yener. 2002. Developing effective corporate governance practices: A Brief Overview of Policy Initiatives
5. Gillan, Stuart, and Laura Starks. 2003. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Corporate Finance* 13: 422.
6. Jackie Krafft, Yiping Qu, Francesco Quatraro, and Jacques-Laurent Ravix. 2013. Corporate governance, value and performance of firms: New empirical results on convergence from a large international database
7. Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52: 73783.
8. Vikramaditya Khanna and Roman Zyla 2012. Survey Says ... Corporate Governance Matters to Investors in Emerging Market Companies. Режим доступу: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/dbfd8b004afe7d69bcb6bdb94e6f4d75/IFC_EMI_Survey_web.pdf?MOD=AJPERES
9. OECD official page: <http://www.oecd.org>
10. IFC official page: <http://www.ifc.org>
11. SIX Swiss Exchange: www.six-swiss-exchange.com/
12. Warsaw Stock Exchange http://www.gpw.pl/portfele_indeksow_en#WIG-Ukraine

РІЦНУ