

УДК 334.722.8:35.073.515.4

О.Є. Андрощук, здобув.

ДВНЗ «КНЕУ ім. Вадима Гетьмана»

Фінансова комунікація акціонерних товариств: теорія і практика

В статті визначена сутність фінансової комунікації, обґрунтовано причинно-наслідкові зв'язки між фінансовою комунікацією, корпоративним управлінням та вартісно-орієнтованим управлінням, наведено механізм впливу фінансової комунікації на ринкову вартість акціонерних товариств, запропоновано порядок кількісної оцінки фінансової комунікації та обґрунтовано принцип раціонально-діючого інвестора як критерію інсайдерської інформації.

фінансова комунікація, корпоративне управління, вартісно-орієнтоване управління, ринкова вартість, акціонерне товариство

Фінансова комунікація акціонерних товариств є важливою складовою корпоративного управління. Існують тісні причинно-наслідкові зв'язки між фінансовою комунікацією та приростом ринкової вартості компанії як критерієм оцінки ефективності діяльності підприємства.

Актуальність проблематики фінансової комунікації зумовлена недооцінкою ролі інформаційної складової як фактора впливу на ринкову капіталізацію акціонерних товариств. У зв'язку з цим нагальною є необхідність формування теоретико-методичного забезпечення фінансової комунікації як складової управління корпоративними фінансами. Ефективна фінансова комунікація сприятиме мобілізації резервів збільшення ринкової капіталізації вітчизняних підприємств, підвищить інформаційну прозорість, ліквідність та рівень стабільності фондового ринку України в цілому.

Теоретичним підґрунтям фінансової комунікації можна вважати фундаментальні дослідження питань зменшення інформаційної асиметрії, здійснені Дж. Акерлофом, К. Ерроу, М. Спенсом, Д. Стігліцом, М. Дженсенем, М. Бреннаном. Серед вітчизняних науковців, в працях яких вирішуються окремі питання корпоративного управління, підвищення інформаційної прозорості та удосконалення управління вартістю компаній, слід відмітити С. Голова, І. Івасіва, О. Мендрула, В. Суторміну, О. Терещенка, А. Турила, В. Федосова, М. Чумаченка.

Водночас, у працях як вітчизняних, так і зарубіжних вчених недостатньої уваги приділяється визначенню місця фінансової комунікації в системі управління вартістю компанії. Метою запропонованої статті є дослідження теоретичних та практичних аспектів фінансової комунікації та обґрунтування на цій основі висновків і пропозицій щодо удосконалення системи фінансової комунікації акціонерних товариств.

Хоча термін „фінансова комунікація” широко вживається у зарубіжній теорії і практиці управління фінансами, у вітчизняній науково-практичній літературі ця дефініція ще не знайшла широкого застосування, не представлена в підручниках з фінансового менеджменту та у економічних словниках. Вживання цього терміну окремими авторами не супроводжується відповідними поясненнями та обґрунтуваннями. У цьому зв'язку значної актуальності набуває дослідження сутності фінансової комунікації, її необхідності та складових елементів, а також місця в системі управління фінансами.

Термін „комунікація” (від лат. „communico” – „спілкуватися”) означає спільну діяльність учасників комунікації (комунікантів), у процесі якої виробляється єдиний (до певної межі) погляд на ті чи інші події, чи об’єкти. Під фінансовою комунікацією ми розуміємо заходи підприємства, спрямовані на інформаційне забезпечення фінансово-інвестиційних рішень учасниками ринку капіталів. У результаті заходів із фінансової комунікації зацікавлені сторони мають сформувані певне уявлення щодо фінансової ситуації на підприємстві та перспектив зміни його вартісних параметрів. Цей напрямок фінансово-економічної роботи включає в себе складання специфічних видів звітності, зокрема, звіту про вартість підприємства, розрахунок та оприлюднення фінансових показників, які мають визначальне значення для прийняття інвестиційних рішень, комплекс заходів щодо забезпечення прозорості фінансово-господарської діяльності з одночасним відокремленням фінансової інформації, яка має ознаки комерційної таємниці. Важливою характеристикою фінансової комунікації є забезпечення зворотного зв’язку з ринком капіталів. Зворотній зв’язок дає можливість керівництву визначити реальне місце підприємства на ринку, не обмежуючись думкою та впливом окремих ключових інвесторів. Таким чином, об’єктом фінансової комунікації є як зовнішні (інвестори, фінансові посередники, фінансові аналітики та медіа), так і внутрішні (менеджмент, персонал) цільові групи.

Фінансова комунікація є складовою інформаційно-комунікаційної політики підприємства. Однією з основних форм здійснення фінансової комунікації підприємства є Investor Relations (інвестор рілейшнз). Інвестор рілейшнз (ІР) у перекладі з англійської означає «відносини з інвестором» і позначається також як „фінансові відносини” або „фінансовий PR”. Слід зазначити, що єдиного визначення терміну „інвестор рілейшнз” не існує, оскільки теоретична база фінансової комунікації знаходиться на стадії становлення. Аналіз численних публікацій з проблематики фінансової комунікації дозволяє зробити висновок, що більшість авторів вважає, що в ІР тісно переплітаються інструменти фінансового менеджменту, контролінгу та маркетингу.

Фінансова комунікація сучасного підприємства – це комунікація з інвесторами (банками, приватними та інституційними інвесторами, фінансовими аналітиками, рейтинговими агенціями, фондовими біржами тощо), а також комунікація з державними органами та іншими групами інтересів, які мають відношення до підприємства (постачальники, споживачі, страхові компанії тощо). Отже, інвестор-рілейшнз має бути спрямований на вирішення проблематики інформаційної асиметрії між суб’єктами фінансових відносин. Пріоритетами ІР є інформаційне забезпечення нинішніх та потенційних власників корпоративних прав, налагодження довірливих відносин з банками, постачальниками, клієнтами, страховими компаніями.

Як напрямок фінансово-економічної роботи фінансова комунікація включає в себе складання специфічних видів звітності, зокрема, звіту про вартість підприємства, розрахунок та оприлюднення фінансових показників, які мають визначальне значення для прийняття інвестиційних рішень, комплекс заходів щодо забезпечення прозорості фінансово-господарської діяльності з одночасним відокремленням фінансової інформації, яка має ознаки комерційної таємниці.

Серед вітчизняних науковців досить поширеною є думка про те, що інформаційно-комунікаційна політика, фінансова комунікація, інвестор рілейшнз не є предметом дослідження фінансової науки. Прихильники такого підходу зводять фінансову комунікацію до функціонування інформаційних технологій, тобто до інформатики. Хибність такого розуміння інформаційно-комунікаційної політики підтверджується як теорією, так і практикою. Так, Бенджамін М. Коул визначає

відносини з інвесторами як управлінську функцію стратегічного характеру, яка має безпосереднє відношення до фінансів, комунікації та маркетингу [1].

Відомий російський дослідник питань корпоративного управління та фондового ринку В Клейнер виокремлює два типа взаємовідносин між компанією та фондовим ринком: спрямовані від акціонерів до компанії управлінські потоки і спрямовані в обидва боки інформаційні та фінансові потоки. Інформаційні потоки від фондового ринку до компанії характеризують оцінки та очікування ринку щодо результатів діяльності підприємства. Інформаційний потік від компанії до фондового ринку покликаний задовольнити управлінські та контрольні запити інвесторів та сформулювати позитивні очікування щодо компанії [2]. Мова йде саме про фінансову комунікацію між підприємством та учасниками фондового ринку, яку в даному випадку можна трактувати як складову системи фінансових відносин між фондовим ринком та підприємством.

Відомі представники вітчизняної школи фінансів (Федосов В., Опарін В. та Львовчкін С.) у своїй спільній праці аргументовано доводять, що „інформаційні послуги”, поряд з фінансовим консалтингом, аудиторськими перевірками, фінансовою аналітикою відіграють надзвичайно важливу роль у функціонуванні фінансової системи і фінансовій діяльності окремих суб'єктів господарювання. Тому їх, безперечно, слід відносити до фінансової інфраструктури як обслуговуючу складову [3]. Такі типові продукти фінансової комунікації, як інформаційні збірники, рейтинги, аналітичні огляди, поряд з акціями, кредитами, податками та зборами і т.і., ці автори відносять до категорії інструментальної фінансової інфраструктури. Остання являє собою сукупність фінансових інструментів, які використовуються суб'єктами організаційної інфраструктури. Отже, якщо інформаційне забезпечення учасників ринку капіталів належить до фінансової інфраструктури, то фінансову комунікацію можна з повним правом віднести до предмету дослідження фінансової науки.

Враховуючи основні завдання, які ставляться перед інформаційно-комунікаційною політикою (підвищення вартості компанії та ринкової капіталізації, зменшення волатильності, зниження ціни залучення капіталу та покращення структури капіталодавців, підвищення інвестиційної привабливості), фінансову комунікацію можна вважати інструментом стратегічного фінансового контролінгу, який спрямований на підвищення ефективності управління ризиками та вартістю підприємства.

Вплив інформаційно-комунікаційної політики на фінанси підприємств проявляється переважно через зменшення витрат на залучення власного капіталу. Завдання зменшення вартості залучення капіталу тісно корелює із завданням збільшення вартості підприємства, відповідно, підвищення ринкового курсу корпоративних прав підприємства. Отже, позитивні ефекти фінансової комунікації вимірюються у зменшенні ціни залучення власного капіталу, підвищенні вартості корпоративних прав підприємства та ринкової вартості підприємства в цілому.

Завдяки фінансовій комунікації можна реалізувати комплекс переваг (для підприємства-емітента, його власників, потенційних інвесторів), що пов'язані з публічним розміщенням цінних паперів на фінансових ринках (ІРО). Домінуючою мотивацією здійснення ІРО є підвищення ринкової вартості компанії та залучення фінансових ресурсів на сприятливих умовах. Для стабілізації курсу щойно розміщених акцій у перші тижні їх обігу на фондовому ринку, менеджер розміщення (емісійний банк) та компанія-емітент має забезпечити ряд стабілізаційних заходів, до яких у першу чергу відноситься активна інформаційно-комунікаційна робота.

Структурно-логічні зв'язки між фінансовою комунікацією як елементом корпоративного управління та показниками оцінки ефективності діяльності

підприємства наведено на рис. 1. Для оцінки зазначених зв'язків слід вирішити два завдання:

- провести кількісну оцінку якості фінансової комунікації та
- підібрати адекватний критерій оцінки ефективності діяльності компанії.

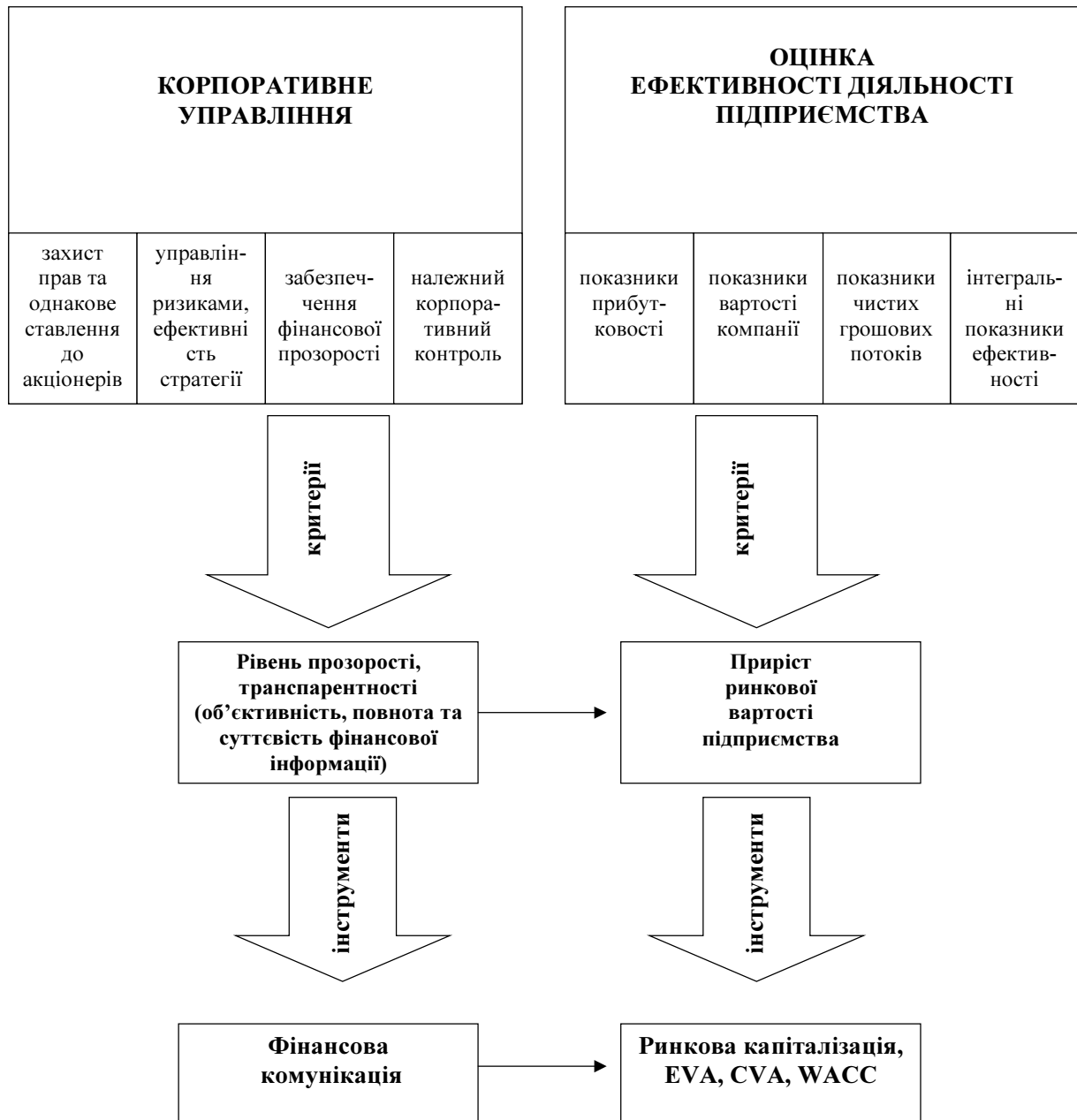


Рисунок 1 - Механізм впливу фінансової комунікації на ринкову вартість підприємства

Результати дослідження основних засад управління вартістю компанії дають підстави стверджувати, що найбільш адекватним показником, що характеризує результати діяльності підприємства є приріст його вартості. Для обґрунтування цієї тези скористаємося наступною логікою. Не підлягає сумніву та обставина, що інвестори вважатимуть підприємство ефективно працюючим лише у тому разі, якщо доходи за відповідними вкладеннями будуть зростати згідно з їх очікуваннями. Причому раціонально діючий інвестор прагне максимізувати свої доходи за

інвестиціями в довгостроковому періоді. Ці доходи включають в себе дивіденди, курсові різниці та інші виплати на користь власників підприємства (безоплатні акції, доходи від реалізації переважних прав). Водночас, позитивна курсова різниця можлива лише у разі приросту ринкової вартості компанії.

Таким чином, основним фактором прийняття рішення інвесторами щодо вкладання коштів у підприємство, а також пріоритетним критерієм оцінки ефективності діяльності менеджменту та суб'єкта господарювання в цілому мають бути показники доданої вартості. У зазначених показниках знаходять свій вираз як очікувані доходи від володіння акціями підприємства так і можливі ризики інвестування коштів у відповідні цінні папери [4].

Для підприємств, корпоративні права яких мають обіг на фондовому ринку пріоритетним є показник ринкової капіталізації, оскільки саме він є основним індикатором зростання доходів інвесторів. Рівень інформаційної прозорості є одним із факторів, яким можна пояснити неспівпадання динаміки показників ефективності підприємства, розрахованих на базі показників звітності з показниками ринкової капіталізації.

Для побудови моделі залежності вартості підприємства від рівня фінансової комунікації необхідно провести кількісну оцінку інформаційної прозорості, відповідно, якості фінансової комунікації, а також визначити найбільш прийнятний для оцінки вартості фінансовий показник. Наукова проблема полягає у підборі адекватного індикатора, який давав би можливість оцінити якість фінансової комунікації та у розробці методики визначення зазначеного індикатора. На даний час серед економістів немає єдності щодо однозначних критеріїв оцінки якості інформаційно-комунікаційної діяльності компанії. Більшість наукових робіт із даної проблематики присвячено дослідженню якості корпоративного управління, що передбачає також оцінку прозорості діяльності підприємств або ж якості звітності про вартість компанії.

Для оцінки якості фінансової комунікації та рівня інформаційної прозорості використовується здебільшого рейтинговий підхід. Суть цього підходу полягає у тому, що спочатку підбирається система критеріїв оцінки якості фінансової комунікації, потім по кожному критерію виставляється умовна оцінка. Загальний рейтинг розраховується як середньоарифметичне значення відповідних оцінок, зважене на відповідні ваги. Так, рейтингове агентство Standard & Poor's (S&P) при здійсненні відповідних розрахунків використовує систему ваг, за якою сам факт наявності інформації у відкритому доступі дає 80 відсотків від максимального балу по відповідному пункту анкети. Решта 20 відсотків додаються у разі наявності інформації про підприємство у інших, заздалегідь визначених джерелах та обсягах.

На наш погляд, найбільш прийнятним для вітчизняних умов є бальний підхід до визначення інтегрального показника інформаційної прозорості. Згідно з пропонованою методикою, якість фінансової комунікації оцінюється на основі анкетування підприємств та експертного аналізу окремих елементів фінансової комунікації. До основних проблем оцінки впливу фінансової комунікації на вартісні параметри підприємства належать:

- складність оцінки якості роботи з фінансової комунікації на окремих підприємствах;
- наявність значного числа факторів, що впливають на вартісні параметри підприємства;
- значний рівень мультиколінеарності (тобто висока кореляція) між основними вартісними параметрами підприємства, такими як ринкова капіталізація, вартість залучення власного капіталу, волатильність;
- нерозвиненість ринку капіталів в Україні.

Результати дослідження наслідків впливу фінансової комунікації на ситуацію підприємства на ринку капіталів засвідчуюють, що існує високий рівень залежності між інформаційною відкритістю підприємства та поведінкою фінансових аналітиків, професійних інвесторів і фінансових посередників. Що краща фінансова комунікація, тим більш точними будуть прогнози щодо майбутніх результатів діяльності емітента, тим активніше буде стимулюватися попит на корпоративні права відповідного емітента. Низький рівень інформаційної прозорості підприємства може інтерпретуватися учасниками ринку капіталів як свідчення незадовільного фінансового стану та високого ризику інвестування коштів, оскільки компанії, з поганими фінансовими кондиціями схильні до меншої транспарентності та інформаційної закритості.

Проведене дослідження дозволяє констатувати, що висновки відносно впливу якості корпоративного управління на вартісні параметри підприємства корелюють з результатами досліджень взаємозв'язків між інформаційною відкритістю та якістю фінансової комунікації з показниками економічної ефективності. Таким чином, ефективна фінансова комунікація дозволяє до певної межі компенсувати слабкість національних законодавчих та виконавчих інститутів. Зростання впливу фінансової комунікації на показники ринкової капіталізації підприємств на ринках, що розвиваються пояснюється зростанням рівня інвестиційних ризиків на цих ринках.

Важливим індикатором якості фінансової комунікації емітента та ефективності функціонування національного фондового ринку є наявність однакового доступу всіх учасників ринку до фінансової інформації та заборона на здійснення угод з використанням так званої інсайдерської інформації. Таким чином, питання фінансової комунікації та інформаційної відкритості компаній тісно пов'язане з проблематикою інсайдерської (від англ. „*inside*” – зсередини, в середині) діяльності. Використання інсайдерської інформації шкодить діловій репутації відповідної компанії та підриває довіру до національного ринку цінних паперів у цілому. На наш погляд, саме інсайдерський характер вітчизняного фондового ринку є причиною його низької ліквідності та нестабільності.

Ключовим економічним критерієм віднесення неоприлюдненої інформації до інсайдерської є можливість „значного впливу на ринкову вартість цінних паперів”. Науково-практична проблема полягає у складності оцінки „значного впливу”. Законодавче встановлення певного відсотку відхилення ринкового курсу, після якого угоду слід відносити до категорії інсайдерської мало б суб'єктивний характер, оскільки цінні папери різних емітентів мають певні галузеві особливості, різний рівень волатильності та різну чутливість до ринкових індексів.

Проблему інтерпретації значного впливу інсайдерської інформації на вартість цінних паперів можна до певної міри вирішити на основі формулювання каталогу (переліку) обставин, подій та чинників, які у будь-якому разі мають характер інсайдерської інформації. Недоліком такого підходу до визначення інсайдерської інформації є те, що неможливо сформулювати вичерпний перелік всіх обставин та подій, які можуть суттєво вплинути на курс цінних паперів. Саме тому, встановлений нормативно-правовими актами перелік випадків інсайдерської інформації та діяльності слід трактувати лише як типові приклади.

Для визначення факту „значного впливу на вартість цінних паперів” слід залучати експертів, а також незалежних фінансових аналітиків, які займаються постійним моніторингом відповідних цінних паперів. При цьому слід виходити з того, що істотний вплив на курс цінних паперів має місце, якщо зміни курсу в результаті інсайдерської діяльності перевищують рівень їх волатильності. Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку доцільно дати роз'яснення щодо порядку інтерпретації значного впливу

на курс цінних паперів, згідно з яким, слід керуватися принципом раціонально-діючого інвестора. Зміст принципу: раціонально-діючий інвестор з високим рівнем ймовірності буде використовувати як вирішальну складову інформаційного забезпечення інвестиційних рішень інформацію, яка істотно впливає на ринкову вартість цінних паперів. Інсайдерською інформацією, яка підлягає обов'язковому оприлюдненню, буде вважатися нова неоприлюднена інформація, володіючи якою, інвестор буде приймати рішення щодо купівлі чи продажу цінних паперів, оскільки, за нових обставин, актуальний курс цінних паперів не відображає їх реальної вартості.

Висновки

Під терміном „фінансова комунікація” слід розуміти систему заходів підприємства, спрямованих на інформаційне забезпечення фінансово-інвестиційних рішень учасників ринку капіталів та на забезпечення відповідного зворотного зв'язку. Об'єктом фінансової комунікації є як зовнішні (інвестори, фінансові посередники, фінансові аналітики та медіа), так і внутрішні (менеджмент, персонал) цільові групи.

З функціонального боку, фінансова комунікація компанії спрямована на підвищення інформаційної прозорості підприємства і є повноцінною складовою системи управління фінансами. В інституційному плані, фінансова комунікація є елементом фінансової інфраструктури.

Для інтеграції фінансової комунікації в систему управління фінансами необхідно запровадити прогресивні підходи до оцінки ефективності діяльності підприємств, зокрема, показники, що характеризують вартість компанії та її зростання.

Питання фінансової комунікації та інформаційної відкритості компаній тісно пов'язане з проблематикою інсайдерської діяльності. У цьому контексті слід підкреслити, що важливим критерієм віднесення неоприлюдненої інформації до інсайдерської є принцип раціонально-діючого інвестора. Згідно з цим принципом, інформацію слід вважати інсайдерською і такою, що істотно впливає на ринкову вартість цінних паперів, якщо раціонально-діючий інвестор з високим рівнем ймовірності буде використовувати її як вирішальну складову інформаційного забезпечення інвестиційних рішень.

Список літератури

1. Новые подходы к отношениям с инвесторами / Под ред. Бенджамина М. Коула. М., 2005. – С. 30 – 31.
2. Клейнер В. Корпоративное управление и эффективность деятельности компаний. // Вопросы экономики. – 2008. – №10. – С. 35.
3. Федосов В., Опарін В., Львовчкін С. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи // Економіка України. - 2008. — №11. – С.65.
4. Терещенко О.О., Стецько М.В. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту // Фінанси України. - 2007. — №3. – С.92.

В статье определена сущность финансовой коммуникации, обоснованы причинно-следственные связи между финансовой коммуникацией, корпоративным управлением и управлением стоимостью, представлен механизм влияния финансовой коммуникации на рыночную стоимость акционерных товариществ, предложен порядок количественной оценки финансовой коммуникации и обоснован принцип рационально-действующего инвестора как критерий инсайдерской информации.

In the article there were determined the substance of financial communication, proved the cause and effect relationships between financial communication, corporate governance and value oriented management, cited the mechanism of influence of financial communication on the market value of the joint-stock companies, proposed the procedure of quantitative assessment of financial communication, and grounded the rational investor principle as the criteria for attributing the unpublished information to the insider's one.

Одержано 20.03.09