

СУЧАСНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

У статті розглядається комплексна методика оцінки економічної ефективності корпоративного управління з акцентом на якісні та кількісні методи оцінки. Розглядаються основні категорії управління ризиками. Досліджено внутрішні механізми корпоративного управління і запропоновано проводити аналіз господарської діяльності підприємства через оцінку його фінансового стану.

In this article is considered a complex method of estimating the economic efficiency of corporate governance with an emphasis on qualitative and quantitative evaluation methods. The main categories of risk management. Investigated the internal mechanisms of corporate governance and prompted an analysis of economic activity through an assessment of its financial condition.

Ключові слова: корпоративне управління, методи оцінки корпоративного управління, банкрутство, акціонерний капітал.

Keywords: corporate governance, methods of assessment of corporate governance, bankruptcy, equity.

Розвиток корпоративного сектору в Україні та економіки загалом вирішальним чином залежить від ефективності системи корпоративного управління. На сьогодні формування корпоративних інтегрованих структур, регіональних кластерів в умовах поглиблення конкуренції також вимагає підвищення ефективності корпоративного управління та адекватних методологічних засад та механізмів його оцінювання. Вони дозволили б чітко визначити роль і внесок кожного з учасників корпоративних відносин і створити ефективні комунікації між акціонерами, інвесторами, персоналом та іншими заінтересованими особами.

У процесі еволюції світової економіки великий вклад у вирішення питання оцінки ефективності корпоративного управління внесли такі зарубіжні та вітчизняні науковці як Ансофф І., Баюра Д.О., Воронкова А.Е., Демб А., Друкера П., Дем'яненко П.В., Євтушевський В.А., Козаченко Г.В., Момот Т.В., Небава М.І., Нойбауер Ф., Паунда Дж., Черваньов Д.М., Філюк Г.М.. Всебічне вивчення їх наукових праць засвідчує, що практично всі вони зосереджені на проблемах створення і розвитку корпоративних відносин. Питання ж оцінки їх економічної ефективності відійшли на другий план, в цьому контексті визначення економічної ефективності корпоративного управління є актуальною і малодослідженою проблемою.

Метою даної статті є аналіз сучасних методичних підходів до оцінки економічної ефективності корпоративного управління, які б дозволили вітчизняним компаніям мінімізувати ризики та підвищити конкурентоспроможність на міжнародних ринках.

Аналіз підходів до оцінювання ефективності корпоративного управління та їх систематизація дозволив запропонувати комплексні методичні підходи до оцінки економічної ефективності корпоративного управління (рис.1.).



Рис.1. Методи оцінки ефективності корпоративного управління

Джерело: Складено автором на основі даних [1]

Усі методи оцінки ефективності корпоративного управління можна поділити на якісні і кількісні. Серед якісних методів оцінки варто виділити порівняльний метод і оцінки ризику корпоративного управління, що максимально наближені до використання в сучасних вітчизняних умовах. Кількісні методи оцінки ефективності корпоративного управління ґрунтуються на аналізі господарської діяльності корпорації, дивідендній політиці, котируванні акцій та ринкової ціни їх продажу. Причому дана група також розподіляється на методи оцінки фінансового стану і методи оцінки ринкової вартості.

Порівняльний метод оцінки ефективності корпоративного управління полягає в порівнянні його механізмів в різних умовах господарювання корпорацій, ефективності роботи наглядових рад та органів управління. Даний підхід є неформалізованим і дозволяє порівнювати умови розвитку корпоративного управління в різних країнах.

Методика оцінки ризиків корпоративного управління систематизована і представлена у табл. 1. При цьому різноманітні реально існуючі і потенційні ризики, пов'язані з корпоративним управлінням, розподіляються на вісім категорій і 20

підкатегорій, кожній з яких відповідає чітко визначений коефіцієнт ризику і рекомендації щодо його використання.

Таблиця 1. Оцінка ризику корпоративного управління

| Найменування категорії | Макс. к-сть балів |
|--|-------------------|
| 1. Непрозорість: | 12 |
| - фінансова звітність за US GAAP/IAS | 6 |
| - репутація і відкритість | 4 |
| - повідомлення про річні/позачергові загальні збори акціонерів | 2 |
| 2. Розпорощення акціонерного капіталу: | 13 |
| - оголошені, але не випущені акції | 7 |
| - блокуючий пакет акцій у портфельних інвесторів | 3 |
| - наявність захисних заходів в статуті | 3 |
| 3. Висновок активів/трансфертне ціноутворення: | 10 |
| - акціонери з контрольним пакетом акцій | 5 |
| - трансфертне ціноутворення | 5 |
| 4. Злиття/реструктуризація: | 10 |
| - злиття | 5 |
| - реструктуризація | 5 |
| 5. Банкрутство: | 12 |
| - прострочена кредиторська заборгованість або проблеми із заборгованістю по розрахунках з бюджетом | 5 |
| - заборгованість | 5 |
| - фінансове управління | 2 |
| 6. Обмеження на покупку і володіння акціями | 3 |
| 7. Обмеження на володіння іноземців акціями або на їх участь у голосуванні | 3 |
| 8. Ініціативи в сфері корпоративного управління | 9 |
| - склад органів управління компанією | 3 |
| - хартія корпоративного управління | 2 |
| - наявність іноземного стратегічного партнера | 1 |
| - дивідендна політика | 3 |
| - реєстратор | 1 |
| - якість | 1 |
| Разом | 72 |

Джерело: Brunswick UBS Warburg[7]

Оцінка кожного з видів ризиків проводиться шляхом присудження штрафних балів. Відповідно, чим вище рейтинг тієї або іншої корпорації по сукупності набраних балів, тим більший ризик і, отже, нижче рівень ефективності корпоративного управління.

Розглянемо категорії ризиків корпоративного управління і методику їх оцінки.

1. Непрозорість: максимальна кількість балів – 12. Дані чинники, пов'язані з інформаційною непрозорістю компаній, розбиті на чотири підкатегорії: ведення фінансової звітності за західними стандартами, своєчасне повідомлення про проведення зборів акціонерів і загальна репутація і відкритість компанії.

Ведення бухгалтерського обліку згідно принципам US GAAP/IAS: максимальна кількість балів – 6. Кількість балів варіюється від шести для компаній, не охочих (як правило, з цілком зрозумілих причин) вести фінансову звітність за міжнародними стандартами, до нуля для організацій, які вже впродовж довгого періоду ведуть бухгалтерський облік відповідно до вищезазначених стандартів.

Репутація і відкритість: максимальна кількість балів – 4. Це достатньо суб'єктивна оцінка, що бере до уваги наявність в компанії і ефективність діяльності відділу по роботі з акціонерами, відкритість керівництва і наявність інформації про компанію, необхідну для побудови оптимальних моделей її розвитку.

Повідомлення про проведення загальних зборів акціонерів: максимальна кількість балів – 2. Компанії, які не надають своїм акціонерам порядку денного загальних зборів акціонерів, отримують два бали; компанії, які нерегулярно і несвоєчасно повідомляють про загальні збори, заробляють півтора бали.

2. Розпорошення акціонерного капіталу: максимальна кількість балів – 13. Загроза розпорошення акціонерного капіталу вважається одним з найсерйозніших чинників ризику. Наявність великої кількості оголошених акцій, які можуть бути випущені, часто свідчить про високу імовірність майбутньої емісії, що веде до розпорошення акціонерного капіталу.

Оголошені, але не випущені акції: максимальна кількість балів – 7. Кількість штрафних балів залежить від відношення кількості оголошених акцій до кількості акцій в обігу і від ступеня впевненості інвесторів в тому, що задекларована планова емісія відповідає меті компанії та інтересам акціонерів.

Портфельні інвестори, які володіють блокуючим пакетом акцій: максимальна кількість балів – 3. Додається три штрафні бали, якщо сторонні акціонери нездатні заблокувати рішення щодо емісії акцій, що тягне за собою негативні наслідки.

Заходи по захисту, включені в статут: максимальна кількість балів – 3. Відсутність в статуті положень, що регламентують переважні права покупки акцій або, що містять інші заходи захисту від розпорошення акціонерного капіталу, означає три штрафні бали.

3. Висновок активів/трансфертне ціноутворення: максимальна кількість балів – 10. Нерідко буває важко довести факти маніпуляцій з активами і застосування сумнівних методів встановлення цін, проте іноді їх можна виявити шляхом ретельного аналізу фінансової звітності і способів укладання контрактів.

Акціонери, які володіють контрольним пакетом акцій: максимальна кількість балів – 5. Нарховується п'ять штрафних балів компаніям, контрольні акціонери яких проявили себе з негативної сторони в плані корпоративного управління. Якщо власником контрольного пакету акцій є держава (тобто компанія може діяти на користь держави, а не своїх акціонерів), то вона отримує три бали.

Трансфертне ціноутворення: максимальна кількість балів – 5. Незрозуміла ситуація з укладанням контрактів або широке використання офшорних компаній

підвищує ризик, пов'язаний зі встановленням цін на активи; як наслідок компанії отримують від одного до п'ять балів.

4. Злиття/реструктуризація: максимальна кількість балів – 10. Якщо компанія знаходиться на порозі злиття або реструктуризації, виникає ризик втрати активів або використання недобросовісних методів, що підвищує невпевненість в короткостроковій перспективі.

Злиття: максимальна кількість балів – 5. Компанії, які не планують злиття, отримують нуль балів; компанії, що оголосили про злиття, заробляють два бали; а ті компанії, злиття яких швидше за все матиме негативний ефект для інвесторів, отримують п'ять балів.

Реструктуризація: максимальна кількість балів – 5. Оцінюється на основі доступності і доцільності плану реструктуризації і аналізу фактичних дій керівництва по реалізації програми.

5. Банкрутство: максимальна кількість балів – 12.

Прострочена кредиторська заборгованість або проблеми із заборгованістю по податках: максимальна кількість балів – 5. Даний чинник враховує такі події, як спроби ініціювати банкрутство, активна скупка на ринку боргів компанії, а також велика заборгованість по податках або прострочена кредиторська заборгованість.

Заборгованість: максимальна кількість балів – 5. Штрафні бали нараховуються залежно від здатності компанії обслуговувати в майбутньому свою фінансову заборгованість. Максимальна кількість штрафних балів (п'ять), отримують компанії, що допустили дефолт за своїми борговими зобов'язаннями.

Фінансове управління: максимальна кількість балів – 2. Якість управління фінансовою діяльністю відображається на здатності компанії виходити із складних боргових ситуацій і уникати загрози банкрутства.

6. Обмеження на придбання і володіння акціями компанії і голосування: максимальна кількість балів – 3. Деякі компанії встановлюють обмеження на придбання і володіння акціями або на права голосування на загальних зборах для міноритарних і іноземних акціонерів. На нашу думку, в рамках рейтингової системи було б доречним нараховувати штрафні бали таким компаніям, оскільки неможливість акціонерів впливати на прийняття рішень підвищує імовірність порушення прав міноритарних інвесторів.

7. Ініціативи в сфері корпоративного управління: максимальна кількість балів – 9. Це узагальнена оцінка готовності керівництва ділити прибуток із сторонніми акціонерами і відноситися до них справедливо, а також можливості інвесторів доводити свої проблеми до органів управління компанією.

Склад органів управління: максимальна кількість балів – 3. Членство міноритарних акціонерів або незалежних експертів в органах управління компанією звичайно допомагає вселити відчуття впевненості в тому, що міноритарні акціонери будуть, принаймні, проінформовані про діяльність Правління та Наглядової ради, а їх проблеми будуть почуті.

Кодекс корпоративного управління: максимальна кількість балів – 2. Якщо компанія виступає з ініціативою про прийняття кодексу корпоративного управління, в якому чітко висловлюється її політика відносно сторонніх акціонерів, то це звичайно позитивно сприймається ринком; подібна компанія отримує нуль балів.

Стратегічне партнерство з іноземними інвесторами: максимальна кількість балів – 1. Наявність стратегічного іноземного партнера, що працює в тісній співпраці з керівництвом, підвищує шанси того, що компанія дотримуватиметься більш цивілізованої політики.

Дивідендна політика: максимальна кількість балів – 3. Даний показник оцінює не тільки сам факт наявності чітко визначеної дивідендної політики, але також і адекватність розміру дивідендів і своєчасність їх виплати.

Якість і надійність реєстратора: максимальна кількість балів – 1.

Відповідно до методики оцінки ризику (табл.1) корпорації, що отримали більше 35 штрафних балів, є надзвичайно ризикованими і, відповідно, характеризуються низьким рівнем корпоративного управління, а компанії з рейтингом нижче 17 вважаються відносно безпечними і володіють професійним менеджментом.

Більш конкретний погляд на проблему оцінювання ефективності корпоративного управління знайшло відображення в іншому підході. Єдністю методик даного підходу є розуміння того, що ефективна фінансово-господарська діяльність корпорації і є підтвердження ефективності корпоративного управління. Даний підхід реалізується в наступних основних методах. Перший – це оцінка ринкової вартості корпорації, другий – оцінка фінансового стану корпорації, ключовим моментом якої є розрахунок імовірності банкрутства. Останні методи в сучасних умовах нашої країни є особливо актуальними, оскільки багато підприємств перебувають в кризовому стані.

Найбільш відомою моделлю оцінки фінансового стану з акцентом на банкрутство підприємства є двофакторна модель діагностики фінансового стану підприємства Е. Альтмана, яка розроблена за допомогою апарату множинного дискримінантного аналізу. У моделі враховуються тільки два індикаторних показники: коефіцієнт покриття й коефіцієнт фінансової залежності [2; 6]. Для США дана модель виглядає в такий спосіб:

$$КПБ = - 0,3877 - 1,0736 КПЛ - 0,0579 КФЗ ,$$

де КПБ – комплексний показник банкрутства; КПЛ – коефіцієнт поточної ліквідності; КФЗ – коефіцієнт фінансової залежності (позикові кошти/загальна величина пасивів).

Класифікація підприємства, відповідно до значення КПБ, має такий вигляд:

– якщо $КПБ > 0$, то ймовірність банкрутства більше 0,5;

– якщо $КПБ = 0$, то ймовірність банкрутства дорівнює 0,5;

– якщо $КПБ < 0$, то підприємство вважається фінансово стійким, імовірність банкрутства менше 0,5.

Чим більше КПБ, тим вище ймовірність банкрутства. Необхідно, відзначити, що подібні оцінки фінансового стану справедливо критикуються в науковій літературі за свою невизначеність. У даній моделі критеріальний рівень $КПБ = 0$ відповідає 50 %

ймовірності банкрутства, що дає мало інформації про поточний фінансовий стан підприємства. Крім того, використані в даному методі вагові коефіцієнти отримані в результаті статистичного аналізу за великою групою подібних підприємств США. Зрозуміло, що ці коефіцієнти можуть бути іншими для економіки України. Перевагою двофакторної моделі Е. Альтмана є її простота й можливість застосування в умовах обмеженого обсягу інформації. Проте вона вважається недостатньо точною, тому що не враховує впливи інших важливих показників, таких як рентабельність, забезпеченість власними коштами, показників ділової активності. Згідно зі структурою моделі, вона може бути адекватною, коли всі останні фінансові показники є суттєво меншими нормативних значень, що означає практичне припинення функціонування підприємства.

У 1983 р. Е. Альтман запропонував п'ятифакторну модель прогнозування банкрутства для підприємств, яка не котирує свої акції на біржі [5, с. 316] і яка може бути використана в Україні. "Z-рахунок" Альтмана в цій моделі розраховується в такий спосіб:

$$Z = 0,717 K1 + 0,847 K2 + 3,107 K3 + 0,42 K4 + 0,995 K5,$$

де $K1$ – оборотний капітал/сума активів; $K2$ – нерозподілений прибуток/сума активів; $K3$ – прибуток до сплати відсотків/сума активів; $K4$ – балансова вартість власного капіталу/позиковий капітал; $K5$ – виторг від продажів/сума активів.

Якщо $Z < 1,23$, то це означає високу ймовірність банкрутства, тоді як значення $Z > 1,23$ свідчить про малу його ймовірність.

Переваги цієї моделі – більша адекватність, що підтверджує порівняльний аналіз моделей для конкретних підприємств. Інколи двофакторна модель дає більш достовірну оцінку. Слід зауважити, що обидві моделі використовують повністю різні економічні показники, тобто висвітлюють різні сторони фінансової діяльності. Якщо обидві моделі дають узгоджені результати в певній економічній ситуації, то вони можуть складати синтетичну модель, яка оцінює економічну ситуацію більш адекватно. Крім того, спільна множина показників, які найбільш впливають на ситуацію, розширюється.

Багатофакторні моделі Е. Альтмана стали основою для наступних досліджень прогнозування банкрутства й оцінки рівня фінансового стану. У 1972 р. британський економіст В. Ліс розробив чотирифакторну модель оцінки фінансового стану:

$$ZЛ = 0,063 K1 + 0,692 K2 + 0,057 K3 + 0,601 K4,$$

де $K1$ – оборотний капітал/сума активів; $K2$ – прибуток від реалізації/сума активів; $K3$ – нерозподілений прибуток/сума активів; $K4$ – власний капітал/позиковий капітал. При $ZЛ > 0,037$, рівень фінансового стану вважається високим, а ймовірність банкрутства невеликою [5].

Слід наголосити на розробці британських економістів – моделі Тафлера і Тішоу [3; 5], які в 1977 р. апробували підхід Альтмана на британських підприємствах і побудували чотирифакторну прогнозну модель оцінки платоспроможності:

$$ZТ = 0,53 K1 + 0,13 K2 + 0,18 K3 + 0,16 K4,$$

де $K1$ – прибуток від реалізації/короткострокові зобов'язання; $K2$ – оборотні активи/сума зобов'язань; $K3$ – короткострокові зобов'язання/сума активів; $K4$ – виторг від продажів/сума активів. При $ZT > 0,3$, рівень фінансового стану вважається високим, а ймовірність банкрутства невелика. При $ZT < 0,3$ рівень фінансового стану вважається низьким, а ймовірність банкрутства – високою.

Аналіз цих моделей показує, що для підприємств різних галузей вони можуть давати як узгоджені з моделями Альтмана результати, так і суперечливі. При цьому вони обидві використовують повністю різні економічні показники, які, до речі, не співпадають ані з показниками двофакторної моделі Альтмана, ані з показниками п'ятифакторної моделі.

У випадку узгодженості результатів між цими моделями множина економічних показників, які суттєво впливають на фінансовий стан підприємства, стає суттєво більшою, ніж та, яка використовується в кожній окремої моделі. Крім того, така система показників залежить від того, які саме моделі узгоджуються в досліджуваній економічній ситуації.

Для успішного функціонування економіки країни в цілому в умовах ринкової трансформації важливе значення має розвиток корпоративного сектору в Україні. Розглянуті методи оцінки економічної ефективності корпоративного управління свідчать про різний підхід до вирішення проблеми. Використано при дослідженні комплексну методичку оцінки економічної ефективності корпоративного управління із виділенням якісних і кількісних методів оцінки. Запропоновано проводити аналіз господарської діяльності підприємства через оцінку його ринкової вартості і фінансового стану. Це пояснюється тим, що, по-перше, корпоративне управління – це достатньо багатогранна категорія і експерти при оцінці її ефективності можуть переслідувати різні цілі, які вимагають використання різних методик; по-друге, наявність безлічі методик говорить про те, що жодна з них не є панацеєю.

Література

- 1.Баюра Д.О. Система корпоративного управління в Україні: стан та перспективи розвитку: монографія/ Д.О.Баюра// - К.: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2009. – 288с.
- 2.Бланк И. А. Основы финансового менеджмента / И. А. Бланк. – К. : Ника-центр, 1999. – Т. 1. – 592 с.
- 3.Ковалев В. В. Анализ финансового состояния и прогнозирование банкротства / В. В. Ковалев. – СПб. : Аудит-Ажур, 1994. – 162 с.
- 4.Небава М.І. Теорія корпоративного управління: вузлові питання/М.І. Небава. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 295 с.
- 5.Любушин Н. П. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности / Н. П. Любушин. – 2-е изд. перераб. и доп. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2005. – 448 с.
- 6.Altman E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy / E. I. Altman // Journal of Finance. – 1968. – Vol. 23. – P. 589–709.
7. Brunswick UBS Warburg [Електронна адреса доступу]- <http://www.corp-gov.ru>