

Особливості оцінки економічної ефективності корпоративного управління

У статті досліджено підходи до оцінки ефективності корпоративного управління та застосовано системний підхід, що дозволив класифікувати підходи до оцінки ефективності корпоративного управління в основні групи: порівняльні методи, методи оцінки ризику корпоративного контролю, методи аналізу фінансового стану і методи оцінки ринкової вартості.

Ключові слова: якісні та кількісні методики, оцінка капіталізації доходу корпорації, оцінка курсової вартості акцій корпорації, методики оцінки ризиків корпоративного управління.

В статье исследованы подходы к оценке эффективности корпоративного управления и применен системный подход, позволивший классифицировать подходы к оценке эффективности корпоративного управления в основные группы: сравнительные методы, методы оценки риска корпоративного контроля, методы анализа финансового состояния и методы оценки рыночной стоимости.

Ключевые слова: качественные и количественные методики, оценка капитализации дохода корпорации, оценка курсовой стоимости акций корпорации, методики оценки рисков корпоративного управления.

In this paper the approaches to evaluating the effectiveness of corporate governance and applied a systematic approach, allowing the classification of approaches to evaluating the effectiveness of corporate governance in groups: comparative methods, methods of risk assessment for corporate control, methods of financial analysis and methods of assessing the market value.

Keywords: qualitative and quantitative methods, evaluation of the capitalization of corporate income, the assessment corporation's share price, methods of risk assessment of corporate governance.

Постановка проблеми. Стійкі кризові процеси в економіці в чи малій мірі пов'язані з проблемами адаптації до сучасних реалій корпоративних відносин. Найбільш яскравими проявами подібної ситуації є наявність серйозних суперечностей, які перешкоджають їхньому динамічному економічному розвитку, які пов'язані з відсутністю контролю за менеджментом корпорацій, що, своєю чергою, є серйозною перешкодою для залучення іноземних інвестицій, виходу на зовнішні ринки, тощо. Еволюція форм взаємин між власниками підприємств і менеджерів не тільки не вирішила проблему підвищення ефективності діяльності промислових підприємств, а навпаки, загострила проблеми, що існували ще при плановій економіці. Ключовою проблемою в даному

випадку, на думку автора, є проблема відсутності адекватних механізмів оцінки ефективності корпоративного управління, що сприятимуть чіткому позначенню ролі і внеску кожного з учасників корпоративних стосунків і, відповідно, розбудові ефективних комунікацій, допоможуть поставити конкретні завдання перед менеджментом та контролювати їх реалізацію на основі дієвих стимулів.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Вивчення праць зарубіжних і вітчизняних учених показало, що практично всі їхні роботи зосереджені на проблемах створення і розвитку корпоративних стосунків. Зокрема, окремі аспекти вдосконалення механізму корпоративних відносин вивчалися А.Є. Воронковою, В.А. Євтушевським, Г.В. Козаченко; питання побудови організаційної структури управління корпораціями і систем менеджменту – О.Є. Кузьмінім, Г.В. Назаровою, Є.М. Палігою; проблеми оцінки результативності діяльності підприємств корпоративного сектору – І.О. Бланком, О.М. Вакульчиком, Г.С. Волінським, О.С. Іваніловим, М.Г. Чумаченьком.

Метою статті є критичний аналіз та систематизація методів економічної оцінки ефективності корпоративного управління.

Виклад основного матеріалу. Теоретичний аналіз досліджень в області оцінки ефективності корпоративного управління дозволяє нам зробити висновок про існування якісних і кількісних методів оцінки. В групі якісних методик варто зупинитися на методиках, що найбільш наближені до використання в сучасних умовах, а це – порівняльний метод і метод оцінки ризиків корпоративного управління. Кількісні методики оцінки ефективності корпоративного управління ґрунтуються на аналітичних методах господарської діяльності корпорації – оцінки фінансового стану і оцінки ринкової вартості.

Порівняльний метод оцінки ефективності корпоративного управління полягає в порівнянні його механізмів, в різних умовах господарювання корпорації. Даний підхід є неформалізованим і дозволяє порівнювати умови розвитку корпоративного управління в різних країнах. У даному випадку вдаються до експертної оцінки розвиненості законодавства країн в області корпоративного управління, ступеню його виконання, розвиненості фондового ринку (порівнюється капіталізація), механізму банкрутства (порівнюється ступінь простоти процедури банкрутства і частоти його застосування) – це оцінка зовнішніх механізмів корпоративного управління. При оцінці внутрішніх механізмів корпоративного управління оцінюється діяльність ради директорів (співвідношення внутрішніх і зовнішніх директорів, чисельність ра-

ди, методика оцінки ефективності управління радою директорів роботою менеджерів та інші показники, залежно від специфіки діяльності ради директорів в конкретній країні і цілей оцінки) і побудова системи винагороди менеджерів (оцінюється, наскільки система оплати зближує інтереси менеджерів і власників) [1, с. 43].

Конкретніший погляд на проблему оцінки ефективності корпоративного управління знайшов віддзеркалення в іншому підході. Єдністю методик даного підходу є розуміння того, що ефективна фінансово-господарська діяльність корпорації і є підтвердженням ефективності корпоративного управління. Даний підхід реалізується в таких основних методах. Перший – це оцінка ринкової вартості корпорації, другий – оцінка фінансового стану корпорації, визначальним моментом якої є розрахунок ймовірності банкрутства. Останні методи в сучасних умовах набувають особливої актуальності.

Серед методик оцінки ймовірності банкрутства прийнято виділяти методи, засновані на аналізі фінансових даних, що включають операцію деякими коефіцієнтами: Z-коефіцієнтом Альтмана (США), коефіцієнтом Таффлера, (Великобританія), методи порівняння даних по збанкрутілих компаніях із відповідними даними компанії, що досліджується.

Методи, засновані на аналізі фінансової звітності, в даний час найбільш поширені. Хоча, на думку деяких дослідників, існують об'єктивні недоліки даних методик, що пов'язані з ризиком фальсифікації даних, а отже й недостовірності аналізу.

Однією з простих моделей прогнозування ймовірності банкрутства вважається двофакторна модель, яка ґрунтується на двох визначальних показниках (наприклад, показнику поточної ліквідності і показнику частки позикових коштів чи рівень і тенденцію зміни рентабельності проданої продукції), від яких залежить ймовірність банкрутства підприємства. Зважаючи на те що для виведення факторної моделі використовуються вагові значення коефіцієнтів, які в різних країнах обґрунтовані в різних межах, дана модель не може бути універсальною.

Інший кількісний метод був запропонований в 1968 році відомим західним економістом Альтманом (Edward I. Altman). Індекс кредитоспроможності побудований за допомогою апарату мультиплікативного аналізу (Multiple-discriminant – MDA) дискримінанта і дозволяє розділити господарюючі суб'єкти на потенційних банкрутів і не банкрутів.

У загальному вигляді індекс кредитоспроможності (Z) має вигляд:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + X_5,$$

- де X_1 – оборотний капітал/сума активів;
- X_2 – нерозподілений прибуток/сума активів;
- X_3 – операційний прибуток/сума активів;
- X_4 – ринкова вартість акцій/заборгованість;
- X_5 – виручка/сума активів [2].

Результати численних розрахунків по моделі Альтмана показали, що узагальнений показник Z може набувати значень у межах [-14, +22], при цьому підприємства, для яких $Z > 2,99$, потрапляють до числа фінансово стійких, підприєм-

ства, для яких $Z < 1,81$, є неспроможними, а інтервал [1,81–2,99] складає зону невизначеності.

Z-коефіцієнт має загальний серйозний недолік: по суті, його можна використовувати лише відносно великих компаній, що котирують свої акції на біржах і для яких можна отримати об'єктивну ринкову оцінку власного капіталу.

У 1983 році Альтман отримав модифікований варіант своєї формули для компаній, акції яких не котирувалися на біржі:

$$K = 8.38X_1 + X_2 + 0.054X_3 + 0.63X_4,$$

тут X_4 – балансова, а не ринкова вартість акцій.

Коефіцієнт Альтмана належить до найбільш поширених.

Відомі інші подібні критерії. Так, модель Таффлера (Z-score чи T-score) називають тестом Таффлера (R.J. Taffler), або моделлю банкрутства Таффлера, яка вперше була опублікована в 1977 році. При її розробці використовувався аналіз багатовимірною дискримінанта, завдяки якому можна побудувати модель платоспроможності, визначаючи часткові співвідношення для визначення деяких вимірювань діяльності корпорації: прибутковості, відповідності оборотного капіталу, фінансового ризику і ліквідності. Типова модель для аналізу компаній, акції яких котируються на біржах, набуває форми:

ZT (Z-score) = $0.53 \times X_1 + 0.13 \times X_2 + 0.18 \times X_3 + 0.16 \times X_4$,
де x_1 – прибутковість = прибуток від продажів / короткострокові зобов'язання (до 1 року);

x_2 – стан оборотного капіталу = оборотні активи / загальна сума зобов'язань (13%);

x_3 – фінансовий ризик = довгострокові зобов'язання / загальна сума активів (18%);

x_4 – ліквідність = загальна сума активів / виручка від продажів (16%) [7].

Для посилення прогнозуючої ролі моделей можна трансформувати Z-коефіцієнт у PAS-коефіцієнт (Performans Analysys Score) – коефіцієнт, що дозволяє відстежувати діяльність компанії в часі. Якщо Z-коефіцієнт може свідчити про те, що компанія перебуває в зоні ризику, то PAS-коефіцієнт відображає історичну тенденцію і поточну діяльність на перспективу. Сильною стороною такого підходу є те, що PAS-коефіцієнтом можна швидко оцінити фінансовий ризик, пов'язаний із даною компанією, і відповідно варіювати умови операції. Додатковою особливістю цього підходу є використання «рейтингу ризику» з метою виявлення в подальшому прихованого ризику.

Існуючі підходи оцінки ефективності управління з погляду ринкової вартості корпорації включають різні методики. Серед основних можна відзначити визначення ринкової вартості на основі оцінки капіталізації доходу корпорації, інша – на основі курсової вартості акцій корпорації.

При першому підході ціна підприємства визначається капіталізацією прибутку як відношення очікуваного прибутку до виплати дивідендів, відсотків по позиках до середньозваженої вартості пасивів фірми. Зниження ціни підприємства означає зниження його прибутковості або збільшення середньої вар-

МАКРОЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ

тості зобов'язань (вимоги банків, акціонерів і інших вкладників коштів). Прогноз очікуваного зниження вимагає аналізу перспектив прибутковості і відсоткових ставок.

Методика оцінки ризиків корпоративного управління розроблена Brunswick UBS Warburg, відповідно до якої реально існуючі і потенційні ризики, що пов'язані з корпоративним управлінням, поділяють на вісім категорій і 20 підкатегорій, кожній з яких відповідають певний коефіцієнт ризику і вказівки по його застосуванню. Оцінка кожного з видів ризиків проводиться шляхом присудження штрафних балів (див. табл.).

Відповідно, чим вище рейтинг тієї або іншої корпорації за сукупністю набраних нею балів, тим більший ступінь ризику і, отже, нижче рівень ефективності корпоративного управління. Присудження штрафних балів по категоріях виглядає таким чином.

Докладніше розглянемо категорії оцінки ризиків корпоративного управління та методику їх оцінки:

1) непрозорість – передбачається використання чотирьох чинників, що пов'язані з інформаційною непрозорістю компанії, – ведення фінансової звітності по західних стандартах, наявність програми АДР (штрафи надаються при відсутності намірів по випуску АДР), своєчасне повідомлення про проведення зборів акціонерів, загальна репутація і відвертість компанії (бере до уваги наявність в компанії і ефективність діяльності відділу по роботі з акціонерами);

2) розмивання акціонерного капіталу – один із найбільш серйозних чинників ризику. Наявність великої кількості

оголошених акцій, які можуть бути випущені за рішенням ради директорів, часто засвідчує про високу ймовірність майбутньої емісії, що веде до розмивання акціонерного капіталу. Аби відрізнити обґрунтований додатковий випуск акцій від недобросовісного, необхідно визначити, чи має розміщення акцій чітко поставлені цілі, чи містить статут компанії заходи захисту від розмивання акціонерного капіталу і чи можуть міноритарні інвестори заблокувати рішення про нові емісії;

3) виведення активів/трансфертне ціноутворення передбачає присвоєння штрафів щодо фактів маніпуляцій з активами і застосування зухвалих сумнівних методів встановлення цін. Практика показує, що ці прийоми не завжди помічаються інвесторами, але призводять до найбільш серйозного зниження вартості компанії;

4) злиття/реструктуризація – штрафи, пов'язані з виникненням ризику втрати активів або застосуванням несправедливих умов, що підвищує невпевненість у короткостроковій перспективі;

5) банкрутство передбачає спроби ініціювання банкрутства, активне скуповування на ринку боргів компанії, а також велика заборгованість по податках або прострочена кредиторська заборгованість;

6) деякі компанії мають обмеження на придбання і володіння акціями або на права голосування на загальних зборах для міноритарних та іноземних акціонерів;

Методика оцінки ризиків корпоративного управління [9]

Найменування категорії	Максимальний бал
Непрозорість:	14
Фінансова звітність за US GAAP/IAS	6
Репутація відвертості	4
Програма АДР	2
Повідомлення про річні/позачергові загальні збори акціонерів	2
Розмивання акціонерного капіталу:	13
Оголошені, але не випущені акції	7
Блокуючий пакет акцій у портфельних інвесторів	3
Наявність захисних заходів в статуті	3
Виведення активів/трансфертне ціноутворення:	10
Акціонери з контрольним пакетом акцій	5
Трансфертне ціноутворення	5
Злиття/реструктуризація:	10
Злиття	5
Реструктуризація	5
Банкрутство:	12
Прострочена кредиторська заборгованість або проблеми із заборгованістю по розрахунках з бюджетом	5
Заборгованість	5
Фінансове управління	2
Обмеження на покупку і володіння акціями	3
Обмеження на володіння іноземців акціями або на їх участь в голосуванні	3
Ініціативи в області корпоративного управління	9
Склад ради директорів	3
Хартія корпоративного управління	2
Наявність іноземного стратегічного партнера	1
Дивідендна політика	3
Реєстроутримувач	1
Якість	1
Разом	72

7) ініціативи в області корпоративного управління – це узагальнена оцінка готовності керівництва ділити прибуток із сторонніми акціонерами і відноситися до них справедливо;

8) склад ради директорів – передбачає членство меншості акціонерів або відомих незалежних експертів у раді директорів, що допомагає вселити відчуття впевненості в тому, що меншості акціонери будуть, принаймні, проінформовані про діяльність ради, а їхні проблеми будуть почуті;

9) Кодекс корпоративного управління – передбачає призначення штрафів за відсутність даного документу в корпорації;

10) стратегічне партнерство з іноземними інвесторами – передбачає наявність стратегічного іноземного партнера, який працює в тісній співпраці з керівництвом, підвищує шанси того, що компанія дотримуватиметься цивілізованої політики;

11) дивідендна політика оцінює не тільки сам факт наявності чітко певної дивідендної політики, а й адекватність розміру дивідендів і своєчасність їх виплати;

12) якість і надійність реєстроутримувачів – штрафний бал за використання послуг «кишенькових» фірм – реєстроутримувачів замість крупніших професійних компаній.

Відповідно до моделі корпорації, що отримали більше 35 штрафних балів, визнаються надзвичайно ризикованими і, отже, характеризуються низьким рівнем корпоративного управління, а компанії з рейтингом нижче 17 вважаються відносно безпечними, з високим рівнем управління.

Висновки

Розглянуті методики оцінки ефективності корпоративного управління свідчать про різний підхід до проблеми, що вивчається. Це пояснюється тим, що, по-перше, корпоративне управління – це досить багатогранна категорія і дослідники при оцінці її ефективності можуть переслідувати різні цілі, які вимагають використання різних методик; по-друге, наяв-

ність безлічі методик говорить про те, що жодна з них не є панацеєю від усіх проблем корпоративного управління.

Список використаних джерел

1. Хессель, Мейрес. Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники акционерного общества. – М.: Прогресс, 1992. – С. 47.

2. Altman E.I. Financial Ratios. Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy // Journal of Finance, September 1968.

3. Altman E.I., Haldeman R.G., Narayanan P. Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporation // Journal of Banking and Finance, June 1977.

4. Beaver W.H. Financial Ratios and Predictions of Failure // Empirical Research in Accounting Selected Studies, Supplement to Journal of Accounting Research, 1962.

5. Храброва И.А. Корпоративное управление: вопросы интеграции. Аффилированные лица, организационное проектирование, интеграционная динамика. – М., 2000. – 198 с.

6. Жданов В.Ю. Механизм диагностики риска банкротства промышленного предприятия [Текст] / В.Ю. Жданов // Актуальные вопросы экономики и управления: материалы междунар. заоч. науч. конф. (г. Москва, апрель 2011 г.). Т. II. – М.: РИОР, 2011. – С. 95–97.

7. Бланк И.А. Управление финансовой стабилизацией предприятия. – К.: Эльга, Ника-Центр, 2003. – 484 с.

8. Леонов Д. Индекс рівня корпоративного управління в Україні: Звіт з науково-дослідної роботи «Дослідження індексу корпоративного управління в Україні» [Електрон. ресурс]: Український інститут розвитку фондового ринку // Режим доступу до матеріалів: <http://www.corporation.com.ua/library/publication/pub.php?id=32>.

9. Рейтинг корпоративного управління Brunswick UBS Warburg // Анализ корпоративного управления, 13 марта 2002 г. [Електрон. ресурс]: Корпоративное управление в России // режим доступу до матеріалів: <http://www.corp-gov.ru/projects/rating/BUBSW-Rus.pdf>

Д.Д. БУРКАЛЬЦЕВА,
к.е.н., доцент

Рейдерство як загроза економічній безпеці держави

У статті йдеться про форми та види рейдерства. Відображена методика оцінки ризику рейдерської атаки. Наведені аспекти економіко-організаційного механізму протидії рейдерству з метою посилення економічної безпеки держави.

Ключові слова: рейдерство, антирейдерський економіко-організаційний механізм, економічна безпека держави.

В статье речь идет о формах и видах рейдерства. Отображена методика оценки риска рейдерской атаки. Приведены аспекты экономико-организа-

ционного механизма противодействия рейдерству с целью усиления экономической безопасности государства.

Ключевые слова: рейдерство, антирейдерский экономико-организационный механизм, экономическая безопасность государства.

The article refers to the shape and type of economical raid. The methods of risk assessment of raiders attack are shown. The aspects of economic and institutional mechanism to counter raiding for strengthenin the economic security of the state are offered.