

УДК 658.016.7 (075.8)

И.В. Колесова, канд. эконом. наук,

А.Ю. Витько, магистр

Севастопольский национальный технический университет

Студгородок, г. Севастополь, Украина, 99053

E-mail: root@sevgtu14.sebastopol.ua

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА ОСНОВЕ КРИТЕРИЯ ЗАЩИТЫ ИНТЕРЕСОВ СОБСТВЕННИ- КОВ

Рассматриваются особенности корпоративного управления, исследуются подходы и предлагается модель оценки эффективности финансового менеджмента в украинских корпорациях, не котирующих свои акции на вторичном рынке.

Постановка проблемы. В последние годы наблюдается повышенное внимание ученых, экономистов к проблемам корпоративного управления. Это связано с процессами трансформации экономики и объективной необходимостью становления новой системы отношений, основанной на принципах корпоративного менеджмента. Эволюция форм взаимоотношений между собственниками предприятий и менеджерами не только не решила проблему повышения эффективности деятельности компаний, а наоборот, обострила существовавшие еще и в плановой экономике проблемы:

- процесс приватизации, разгосударствления предприятий и создание акционерных обществ, не привели к формированию эффективных собственников в большинстве украинских корпораций;
- не сложился и рынок профессиональных наемных управляющих промышленными предприятиями;
- отсутствует эффективная система контроля менеджмента корпораций, что, по мнению многих иностранных инвесторов, является серьезным препятствием для интеграции отечественных и зарубежных компаний, привлечения иностранных инвестиций, выхода на внешние рынки.

Необходимо отметить то обстоятельство, что большинство украинских корпораций возникли не вследствие эволюции индивидуального бизнеса, а вследствие преобразования государственных структур, что накладывает серьезные национальные особенности.

Современные экономические условия диктуют необходимость поиска новых путей организации управления образованными корпорациями и их ресурсами. Одним из направлений совершенствования корпоративного управления в Украине является улучшение качества финансового

менеджмента корпорации. Именно система финансового менеджмента позволяет создать необходимые условия для эффективной работы корпорации при соблюдении интересов собственников, с учетом краткосрочных и долгосрочных перспектив развития компании.

Анализ последних исследований и публикаций. В экономической науке вопросам корпоративного управления уделяется все более заметное внимание. Наибольший интерес представляют работы таких ученых, как Базилевич Л.А., Бурлакова Л.В., Голубков Д.Ю., Горбунов А.Р., Дементьев В.Е., Круглов М.И., Никологородский Д.Ю., Радыгин А.Д., Храброва И.А., Чиркова Е.В.

Изучение трудов зарубежных и отечественных ученых показало, что практически все они сосредоточены на проблемах создания и развития корпоративных отношений. Вопросы же оценки их экономической эффективности отошли на второй план, несмотря на то, что традиционные методы оценки экономической эффективности управления к корпорациям практически не приемлемы. Следовательно, актуальность имеют научные исследования, посвященные разрешению этой сложной проблемы.

Ключевой проблемой в данном случае, по мнению авторов, является отсутствие адекватных механизмов оценки эффективности корпоративного управления. Такие механизмы позволили бы четко обозначить роль и вклад каждого из участников корпоративных отношений и, соответственно, выстроить эффективные коммуникации, ставить конкретные задачи перед менеджментом, контролировать их реализацию, привязывая к системе мотивации и стимулирования. Борьба за контроль финансовых потоков в условиях общих целей и критериев оценки трансформировалась бы в сотрудничество и способствовала бы росту благосостояния корпорации, собственников и менеджеров.

Цель данной статьи – исследование подходов и разработка модели оценки эффективности финансового менеджмента украинских корпораций.

Изложение основного материала. Для ограничения области исследования корпорация рассматривается как коллективное образование, соответствующее следующим критериям:

- наличие юридического лица;
- институциональное разделение функций управления и собственности;
- коллективное принятие решений собственниками и (или) наемными управляющими.

За основу было взято определение Бланка И.А., трактующее сущность финансового менеджмента «как систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием,

распределением и использованием финансовых ресурсов предприятия и организацией оборота его денежных средств» [1, с. 10].

Необходимо отметить, что до сих пор ни в зарубежной, ни тем более, в отечественной специальной литературе не содержится достаточно полного или хотя бы общепринятого определения корпоративного управления. Наиболее близким к его сути из встреченных авторами в литературе является определение зарубежного специалиста в области корпоративного управления Йинджи Кьяна, трактующего его как «набор институциональных механизмов, регулирующих отношения между несколькими группами соучастников в делах корпорации (инвесторов – как акционеров, так и кредиторов; менеджеров и рабочих) с целью получения экономических выгод от такой коалиции» [2, с. 48].

По мнению российского ученого А.Радыгина, корпоративное управление в узком понимании «заключается в обеспечении деятельности менеджеров по управлению предприятием в интересах владельцев-акционеров», в «в более широкой трактовке корпоративное управление – это учет и защита интересов как финансовых, так и нефинансовых инвесторов, вносящих свой вклад в деятельность корпорации» [3, с. 80].

Таким образом, именно отношения между собственниками и управляющими являются механизмом, характеризующим специфику финансового менеджмента в корпоративном управлении. Эти взаимоотношения заключаются в защите интересов собственников от неэффективной работы управляющих.

Теоретический анализ исследований в области оценки эффективности корпоративного управления позволяет нам сделать вывод о наличии различных подходов к изучаемой проблеме. Это объясняется тем, что, во-первых, корпоративное управление – это достаточно многогранная категория и исследователи при оценке её эффективности могут преследовать различные цели, которые требуют использования различных методик; во-вторых, наличие множества методик говорит о том, что ни одна из них не является панацеей от всех бед корпоративного управления.

Авторами предлагается модель оценки корпоративного управления на основе критерия защиты интересов собственников. Для разработки модели оценки использовались два подхода, дополняющих друг друга, а именно: подход Булатова А.Н., основанный на рыночной оценке стоимости корпорации и подход Якутина Ю.В., позволяющий адаптировать «рыночные» методы оценки корпоративного управления к корпорациям, не котирующим свои акции на рынке ценных бумаг.

Булатов А.Н. в своей работе «Финансовый менеджмент в крупных корпоративных структурах» используя метод классификации, предлагает системообразующую концепцию понятия «защиты интересов собственников», которая представлена на рисунке 1.



Рисунок 1 – Структура содержания понятия «защита интересов собственников»

Интересы собственников корпорации можно подразделить на интересы в получении доходов и интересы в экономическом контроле. Причем и здесь существует сочетание различных задач. Интересы в получении доходов – либо интересы в текущем доходе, либо в перспективном. Интересы в установлении экономического контроля – это получение контроля над различными ресурсами корпорации, причем преимущественно по отношению к другим участникам корпоративных отношений и другим собственникам корпорации. Данные интересы находят свою количественную оценку в системе показателей. Для первой группы интересов, как видно из рисунка – это рост курсовой стоимости акций корпорации и размеры дивидендных выплат. Для второй группы интересов – это доля собственных средств в источниках финансирования корпорации, показатели автономии и доля пакета акций собственника в акционерном капитале корпорации в размере голосующих акций корпорации.

Модель расчета рыночной стоимости корпорации выглядит следующим образом:

$$\text{Кинт} = a_1 \cdot Q_1 / P_0 - D_{\text{д.ср}} + (1 - a_1) \cdot R_{\text{ликв}} \cdot (P_1 - P_0) / P_0 - D_{\text{к.ср}} + \\ + c \cdot \text{СК} / \text{Б} - \text{ОКА} + P_{\text{номинал}} / \text{АК} - P_{\text{контр}} / \text{АК}, \quad (1)$$

где a_1 – степень заинтересованности собственников в получении дохода в виде дивидендов; c – степень участия нефинансовых инвесторов в контроле над корпорацией; Q_1 – сумма дивидендов, полученных на принадлежащий собственнику пакет акций корпорации за промежуток времени i $[0;1]$; P_0 – стоимость пакета акций корпорации при покупке; P_1 – настоящая рыночная стоимость пакета акций корпорации; $D_{\text{д.ср}}$ – средний процент дивидендных выплат по отраслям экономики; $D_{\text{к.ср}}$ – средний доход от прироста курсовой стоимости акций корпорации по отраслям экономики; СК – сумма собственного капитала корпорации; Б – валюта баланса; ОКА – отраслевой коэффициент автономии; $P_{\text{номинал}}$ – номинальная стоимость пакета акций принадлежащего собственнику; $P_{\text{контр}}$ – номинальная стоимость пакета акций принадлежащего собственнику обладание которым было бы достаточным для контроля над корпорацией; $R_{\text{ликв}}$ – ликвидность принадлежащего собственникам пакета акций корпорации; АК – сумма акционерного капитала корпорации в объеме суммы голосующих акций корпорации.

Однако такой подход, основанный на рыночной оценке стоимости корпорации, имеет существенное ограничение в использовании на отечественных корпорациях, а именно, необходимость наличия информации о рыночной стоимости компании.

В отечественной практике корпоративного управления именно определение рыночной стоимости корпорации вызывает наибольшие трудности. Расчет рыночной стоимости корпорации на основе курсовой стоимости её акций или невозможен, так как акции многих корпорации второго

эшелона не котируются на вторичном рынке ценных бумаг, либо необъективен в связи со спекулятивным характером сделок по акциям, их незначительным объемом и низкой частотой.

Это не позволяет реальным и потенциальным собственникам оценивать уровень корпоративного управления в корпорации на основе распространенного и доступного на западе метода анализа рыночной стоимости корпорации.

В условиях украинской экономики, когда невозможно рассчитать реальную рыночную стоимость корпораций целесообразно ввести в систему оценки эффективности корпоративного управления показатель приближенной, или расчетной рыночной стоимости корпорации. Данный подход был разработан на основе работы российского экономиста Якутина Ю.В. «Концептуальные подходы к оценке эффективности корпоративной интеграции» и адаптирован к украинской бизнес-среде.

Таким образом, содержание понятия «защита интересов собственников» можно представить в виде схемы (рисунок 2).

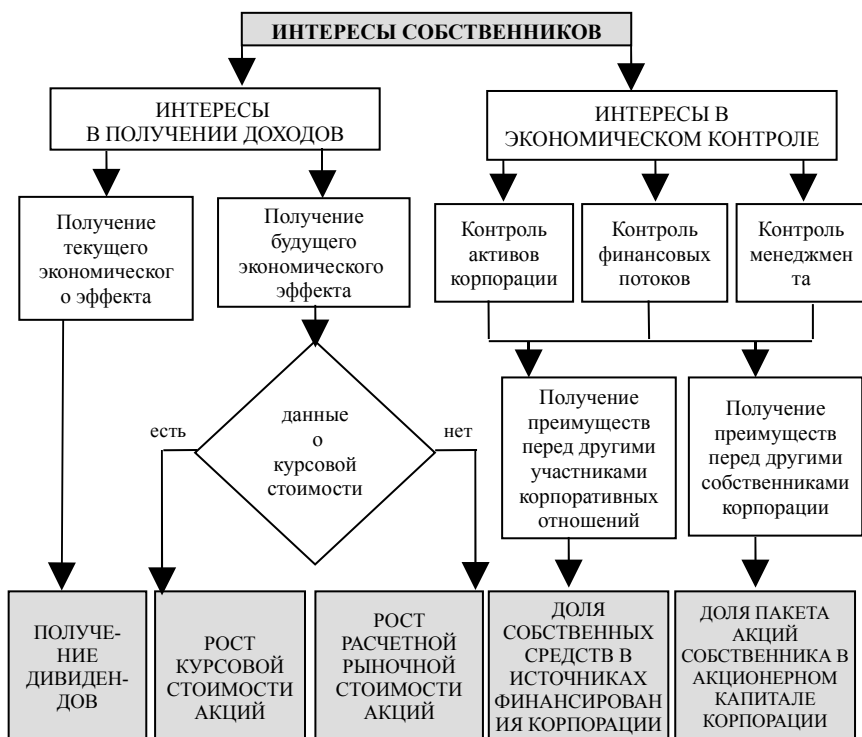


Рисунок 2 – Предлагаемый подход к рассмотрению структуры содержания понятия «защита интересов собственников»

Адаптация модели Якутина Ю.В. к украинской бизнес-среде осуществлена при помощи экономико-статистических методов на основе данных о финансово-хозяйственной деятельности украинских корпораций за 2000-2002 годы и их рыночной стоимости. В число выборки были включены лидеры украинского рынка ценных бумаг: «Укртелеком», «Укрнефть», «Нижнеднепровский трубопрокатный завод», «Никопольских ферросплавный завод», «Западэнерго», «Центральный горно-обогатительный комбинат», «Стирол».

Применяя методы корреляционного и регрессионного анализа, были получены зависимости, характерные для украинских корпораций, между рыночной стоимостью корпорации и чистой выручкой, чистой прибылью, собственным капиталом, долгосрочными обязательствами, необоротными активами, валютой баланса.

Общий вид модели:

$$f(Y) = -5378,02 - 0,036X_1 + 0,5462X_2 + 2,864X_3 -$$

$$-9,354X_4 + 2,965X_5 + 3,1958X_6, \quad (2)$$

где Y – рыночная стоимость корпорации; X_1 – чистая выручка корпорации; X_2 – чистая прибыль корпорации; X_3 – величина собственных средств; X_4 – необоротные активов корпорации; X_5 – величина долгосрочных обязательств; X_6 – валюта баланса.

Преимуществом предлагаемого подхода является получение возможности оценивать эффективность корпоративного управления в корпорациях, формально не обладающих оцененной рыночной стоимостью, т.е. в корпорациях, акции которых не котируются на фондовом рынке.

Предлагаемая модель оценки эффективности корпоративного управления может быть без существенных адаптаций использована в деятельности корпораций, инвестиционных компаний и государственных учреждений. Проведение оценки экономической эффективности корпоративного управления отвечает интересам не только собственников, но и финансовых менеджеров. Оценка эффективности корпоративного управления позволит получить информацию о реальной стоимости пакета акций, определить тенденции развития корпорации и наметить ее перспективы, поможет составить текущий и стратегический план развития, определить степень защищенности отдельных инвесторов и выгодность их вложений по сравнению с акциями других корпораций. Менеджеры посредством такого анализа смогут найти наиболее эффективные пути организации финансового менеджмента, учитывающие интересы собственников.

Среди перспективных направлений дальнейших исследований следует отметить разработку системы мотивации и стимулирования работы финансовых менеджеров, построение эффективной системы оплаты труда менеджеров корпорации.

Библиографический список

1. Бланк И.А. Стратегия и тактика управления финансами / И.А. Бланк. — М.: Итем ЛТД, 1996. — 534 с.
2. Бандурин А. В. Проблемы управления корпоративной собственностью / А.В. Бандурин. — М.: Изд-во "БУКВИЦА", 2002. — 160 с.
3. Радыгин А. Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России / Вопросы экономики. — 1999. — № 8. — С. 76–84.
4. Якутин Ю.В. Концептуальные подходы к оценке эффективности корпоративной интеграции / Ю.В. Якутин. — М.: Изд-во ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999. — 368 с.

Поступила в редакцию 14.04.2004 г.