

УДК 334.72

**Рудинская Е.В.,**

*кандидат экономических наук, доцент,*

*доцент кафедры экономики и управления*

*Одесского национального университета имени И.И. Мечникова*

## **МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В УКРАИНЕ**

Необходимость корпоративного управления обусловлена тем, что бизнес как собственность принадлежит принципалам (собственникам, инвесторам), а права управления этим имуществом делегированы агентам – совету директоров и менеджменту, что порождает асимметрию информации и связанные с ней агентские издержки, выражающиеся в действиях менеджмента, не направленных на удовлетворение интересов собственников [1]. Профессиональный менеджмент должен максимально эффективно разрешить этот конфликт интересов между собственниками, наёмными руководителями и коллективом работников, фактически создающим прибавочную стоимость.

Основная проблема корпоративного управления – необходимость распределения собственности и управления компанией – была поставлена и рассмотрена в фундаментальной работе А.Берле и Г. Минза «Современная корпорация и частная собственность» еще в 1932 г. [2]. Поиск эффективных механизмов корпоративного контроля стал первой задачей корпоративного управления, которая не потеряла своей актуальности и в начале третьего тысячелетия [2, с.369–381]. В дальнейшем, развитием школы корпоративного управления занимались последователи идей А. Берле и Г. Минза, в частности Р. Коуз, который представил теорию фирмы и принцип остаточного контроля [3, с.386–405], П. Друкер с его теорией управленческого авторитаризма [4], М. Дженсен, который выступил основателем теории агентских расходов [5, с.301–325]. Значительный вклад в разработку современной теории корпоративного управления внесли работы Р. Виши, Р. Ла–Порта, Дж. Стиглица, А. Шляйфера [7].

Разные концептуальные позиции для решения вышеупомянутых проблем привели к формированию диаметрально противоположных моделей корпоративного управления, которые можно сгруппировать согласно отдельным признакам классификации:

- по степени концентрации собственности: инсайдерская и аутсайдерская;
- по функциональному назначению Совета директоров: англо–саксонская, континентальная и японская;
- по структуре наблюдательных и исполнительных органов корпоративного управления: унитарная модель и модель двойных советов.

Наиболее общая классификация моделей корпоративного управления касается степени концентрации собственности. Согласно инсайдерской модели корпоративного управления, структура собственности имеет высокую степень концентрации, то есть акционерами корпорации является небольшое количество владель-

цев (инсайдеров). Для примера, если инсайдеры владеют в совокупности их участия контрольным пакетом акций, который в Украине определяется как владение долей 50 % уставного капитала + 1 акция, то в данной компании имеет место инсайдерская модель корпоративного управления. Соответственно, если контрольным пакетом акций в совокупности долей в акционерном капитале владеют мелкие акционеры, то есть аутсайдеры, то в корпорации имеет место аутсайдерская модель корпоративного управления.

Американская и немецкая системы корпоративного управления представляют собой полярные подходы к корпоративному управлению, между которыми располагается широкий спектр форм организации корпоративного управления, которые существуют в других странах. Японская модель корпоративного управления несмотря на то, что является унитарной, при этом имеет четко выраженные инсайдерские черты. Законодательство, общественное мнение и индустриальные группы поддерживают финансово–промышленные группы, которые объединены общим владением и управлением, которые в Японии называются кейретцу [7, с.29–58].

В Украине, однозначно, складывается инсайдерская модель корпоративного управления, что связано с высокой концентрацией власти, как промышленной, так и финансовой, в экономике страны. Поэтому было бы логично использовать опыт развитых стран, использующих инсайдерскую модель корпоративного управления. Кроме того, инсайдерская модель подразумевает присутствие в структуре акционерного капитала крупных собственников – инсайдеров – владельцев стратегическими пакетами акций (как простых, так и привилегированных). Тогда, эффективность корпоративного управления в рамках инсайдерской модели можно идентифицировать с эффектом синергии от совместного владения (имеются ввиду стратегические пакеты акций от 10% акционерного капитала и выше).

Так или иначе, но в конечном итоге, именно от владельцев зависит, каким образом будет внедряться механизм корпоративного управления в организациях, поскольку процесс внедрения станет добровольным и ожидаемым, если это будет нести с собой определенные выгоды, а не втягивать в неоправданные расходы. В подтверждение этой позиции приведем мысль П. Друкера, о том, что «дух организации формирует ее высшее руководство» [8, с. 18]. Оценивая ситуацию с этой точки зрения, можно констатировать, что в большей части предприятий реального и финансового секторов Украины пока отсутствует такая мотивация, которая бы непосредственно связывала показатели экономической эффективности деятельности предприятия с уровнем корпоративного управления в нем. Так, по мнению специалистов Украинского института развития фондового рынка, основным стимулом усовершенствования корпоративного управления в промышленных и финансовых организациях является не столько экономическая результативность хозяйственной деятельности, сколько конкуренция за сегмент рынка, клиентов и поставщиков, средства кредиторов и вкладчиков, которая подтверждается практикой.

Спорным вопросом в теории корпоративного управления является его объективная привязка к акционерному капиталу. Дело в том, что законодательство развитых стран (англо–американское, немецкое и др.) рассматривает корпоративные отношения как отношения по поводу формирования, управления и реорганизации

акционерного капітала. Українське законодавство по корпоративному управлінню також робить акцент на управління акціонерним обществом і акціонерним капіталом.

Так, українська методическа база в соответствии с «Концепцией развития корпоративного управления в Украине» предполагает оценку эффективности корпоративного управления на уровне рейтинговых показателей.

Интегральный Индекс корпоративного управления в Украине (CGI) рассчитывается как суммарный показатель индексов CGI-1, CGI-2 и CGI-3, с учетом определенного в Методике исчисления этого индекса соотношения (веса) каждой составляющей по формуле 1:

$$CGI = CGI-1 \times 1/3 + CGI-2 \times 1/3 + CGI-3 \times 1/3 \quad (1)$$

где: CGI-1 – значение Индекса уровня развития корпоративного права в Украине, вычисленного на соответствующую дату расчетов;

CGI-2 – значение Индекса уровня регуляторного влияния уполномоченных органов власти на процесс корпоративного управления в Украине, вычисленного на соответствующую дату расчетов;

CGI-3 – значение Индекса уровня корпоративного управления в акционерных обществах, вычисленного на соответствующую дату расчетов.

Значение Интегрального Индекса корпоративного управления в Украине (CGI) не может превышать показателя полного соответствия (+1) или быть меньшим показателя полного несоответствия (-1) действующей в Украине системы корпоративного управления принципам корпоративного управления ОЕСР.

Нормативная база рейтинговой оценки индексов CGI-1, CGI-2 и CGI-3 формируется методом анкетирования по статистической выборке предприятий – акционерных обществ. Относительная субъективность этого метода очевидна, поскольку в оценочной базе используется даже не мнение экспертов (метод экспертного оценивания не используется, хотя был бы более уместен по уровню объективности), а мнение менеджеров предприятий – участников статистической выборки. Таким образом, можно сделать вывод о том, что данная методическая оценка, безусловно нужна и важна (кстати, разработки выполнены в соответствии с международными нормами и на базе методики агентства S&P), но не отражает полную картину уровня развития, состояния, и, главное – экономической эффективности корпоративного управления в Украине.

Существует распространённый методический подход, в соответствии с которым, эффективность менеджмента корпорации идентифицируется с эффективностью корпоративного управления. Согласно логике подхода оценки эффективности корпоративного управления на основе рыночной стоимости корпорации, высокий уровень корпоративного управления должен характеризоваться постоянным повышением рыночной стоимости корпорации (т.е. рыночной цены простых акций на фондовой бирже).

Преимуществом этого подхода является получение возможности оценивать эффективность корпоративного управления в корпорациях, формально не обладающих оцененной реальной рыночной стоимостью, т.е. в корпорациях, акции

которых не котируются на фондовом рынке в организованной системе ПФТС. Достоинством является также его простота и доступность для применения как реальными собственниками корпорации, так и потенциальными. Простота заключается в том, что, не затрачивая больших усилий, возможно оценивать эффективность корпоративного управления во многих корпорациях и за значительный промежуток времени, что особенно важно для инвесторов, которые желают выбрать корпорацию для вложения своих средств. К ограничениям модели оценки рыночной стоимости корпорации можно отнести относительное значение получаемого показателя. Этот метод не учитывает спекулятивных операций на бирже, которые могут спровоцировать значительные колебания рыночной цены акций исключительно спекулятивным способом.

Таким образом, необходимо при формировании методической базы для оценки уровня корпоративного управления учитывать все факторы влияния:

- отраслевую специфику деятельности корпорации,
- интересы собственников инвесторов,
- структуру акционерного капитала,
- результаты хозяйственной деятельности компании и т.д.

Таким интегрированным показателем в теории и практике корпоративного менеджмента является показатель эффекта синергии.

Необходимо уточнить, что эффект от совместной деятельности в корпоративных объединениях (разных форм собственности, не только акционерной), то есть эффект синергии как результат интеграции производственно–торговой, финансово–экономической, инвестиционной и профессионально–кадровой деятельности предприятия может быть получен не обязательно при наличии акционерной формы собственности. В этой связи я придерживаюсь точки зрения российского учёного Багова В.П. [9], который в своей работе «Корпоративный менеджмент» выделяет 5 уровней корпоративного управления: глобальный (межнациональный, ТНК), национальный (корпорации, банки национального уровня), региональный, местный (областной, предпринимательский (внутрикорпоративный)). И на каждом уровне объектом корпоративного управления выступают соответствующие организационные структуры различных форм собственности. Акционерная форма собственности преобладает на 2, 3, 4–ом уровнях, поскольку соответствует цивилизованным и устоявшимся в глобальной экономике механизмам перераспределения капитала и собственности на этот капитал. Наиболее эффективно акционерная форма собственности выполняет свои функции на рынках с максимально доступной и прозрачной информацией.

Однако, украинский фондовый рынок по разным причинам, не относится к прозрачным и привлекательным рынкам, поэтому, соответственно, акционерная форма перераспределения капитала не выполняет в полной мере свою инвестиционную функцию. В украинской экономике наряду с акционерной, превалирует также паевая форма собственности (организационная форма ООО), которая также является объектом корпоративного управления и нуждается в детальной методической базе для оценки эффекта синергии.

В научной литературе проблемы оценки эффекта синергии часто интерпретируются с процедурой слияний, поглощений, актуальной для современной гло-

бальной экономики. Так, Ф. Эванс и Д. Бишоп утверждают, что большинство сделок, обладающих потенциальным синергетическим эффектом, создаются покупателем, а не продавцом, поэтому не следует платить продавцу за стоимость, создаваемую покупателем, однако так и происходит в большинстве случаев, поскольку покупатель не знает, сколько стоят синергии, создаваемые его компанией в результате слияния (поглощения), а, следовательно, не знает, каким должно быть первоначальное предложение о цене [10].

Цель данной статьи состоит в том, чтобы обосновать тот факт, что эффект синергии – это эффект любой формы совместной деятельности хозяйствующих субъектов любой формы собственности. И поиск методических подходов к оценке должен происходить с позиций универсальности данного показателя. На сегодняшний день сложились 3 основных методических подхода к оценке эффекта синергии:

- методы экономико–математического моделирования, изложенные в «Синергетической экономике» В.–Б. Занга [11];
- методы англо–американской школы стратегического менеджмента (желаемый уровень, пороговых значений, наиболее вероятного выбора, ожидаемого значения, комбинированных значений и т.д.) [12];
- методы финансового анализа. Наиболее часто используются в немецкой экономике, российской и украинской науке и практике [13].

Естественно, чтобы получить максимально объективный результат оценки эффекта совместной деятельности по всем направлениям менеджмента (корпоративного управления, производственно–торговой, финансово–экономической, инвестиционной и профессионально–кадровой) рекомендуется использовать комплекс методов. Однако, для принятия решений такое сложное и громоздкое экономико–математическое обоснование не всегда необходимо.

Сравнительный анализ подходов и методов оценки эффекта синергии показал, что существующие в настоящее время модели оценки имеют существенные недостатки.

У методов 1 группы – экономико–математического моделирования основные недостатки состоят в их сложности (необходимости профессионально–подготовленных специалистов – аналитиков) и неточности результатов. Ни один метод экономико–математического моделирования не даёт результата с вероятностью выше 70%. а оставшиеся 30% – это достаточно высокая погрешность вычислений (вероятность ошибки), которая в финансовом выражении для современных глобальных денежных потоков может обернуться банкротством для достаточно крупных компаний.

У методов 2 группы недостатки для украинской экономики проявляются в их неадаптивности к нашим условиям фондового рынка и отношениям по поводу распределения и управления акционерным капиталом. В большинстве методов оценки эффекта синергии учитываются лишь выгоды, которые получит покупатель от приобретения компании–цели, но не учитываются затраты, понесенные во время осуществления сделки: премия, выплачиваемая на акции компании–цели, дополнительные инвестиции на реструктурирование (модернизация, оплата долгов приобретенной компании, расходы по выводу ее из финансового кризиса) и

затраты, понесенные в ходе поглощения (государственная регистрация, оплата услуг консультантов по налоговым и юридическим вопросам и оценке, расходы по проведению сделки). Между тем, индустрия, созданная для поддержки заключения корпоративных сделок, стремительно растет, и такой рост приписывается полученным в этой сфере огромным прибылям: при сделках, сумма которых превышает 1 млрд. долларов США, обе компании платят инвестиционным банкам примерно 1,8% от стоимости сделки; для сделок на сумму от 100 млн. долларов США комиссионные достигают 2,5% с каждой стороны плюс счета от адвокатов и бухгалтеров [10]. Такие существенные затраты нельзя не принимать во внимание при оценке эффекта синергии от сделок M&A. Эванс и Бишоп отмечают, что, когда покупатель выплачивает премию акционерам компании-цели, текущая стоимость любых выгод, приносимых объединенным предприятием, должна быть уменьшена на эту премию. Таким образом, чем выше уплаченная премия, тем ниже потенциальные выгоды покупателя. Следовательно, использование в модели оценки эффекта синергии переменных, учитывающих затраты по проведению сделок слияний и поглощений (M&A), позволит получить его более достоверную оценку и заблаговременно выявить неперспективные сделки (когда с учетом затрат на M&A эффект синергии окажется отрицательным).

Предлагаемые модели оценки в качестве переменных, влияющих на величину синергии, рассматривают лишь количественные факторы (рост доходов, снижение затрат), но не учитывают качественные преимущества M&A, наиболее значимым из которых, на наш взгляд, является эффект командной синергии как результат объединения управленческих способностей менеджеров или профессиональных навыков сотрудников. Большинство сделок M&A, признанных неудачными и завершившихся разделением объединенной компании, оказались таковыми вследствие противодействия менеджеров приобретенной компании или невозможности преодоления социально-культурных различий между сотрудниками [14]. Структура и характер сделки также серьезно влияют на ее цену и прочие условия. Не все M&A осуществляются на добровольных началах, в случае враждебных M&A издержки на реализацию сделки могут существенно превысить ее выгоды.

Поэтому остановимся на 3-ей группе методов – универсальных подходах и разработках методов финансового анализа, уже получивших широкое внедрение в практике украинского корпоративного бизнеса. Существующие методики оценки эффективности интеграции не дают возможности оценить ее преимущества и негативные последствия. Отсутствие универсальной методики оценки эффекта синергии не позволяет эффективно управлять процессами реорганизации и интеграции. Это свидетельствует об актуальности заявленной проблемы.

Т. Коупленд, Т. Колер и Дж. Муррин считают, что «оценка синергии должна иметь конкретное количественное выражение – как мера воздействия на стоимость» [14]. Эванс и Бишоп утверждают: анализ компании-цели должен начинаться с измерения синергетического эффекта как важного элемента создания стоимости [10]. Итак, каждое слияние, как результат совместной деятельности, должно оцениваться в свете вероятности достижения синергетических эффектов. Сегодня существует необходимость разработки комплексного метода оценки эф-

фекта синергии, учитывающего все аспекты сделок по реорганизации и интеграции бизнеса. Для достижения поставленной цели следует рассмотреть возможность применения доходного, рыночного и затратного стоимостных подходов, традиционно используемых в оценке с помощью методов финансового и инвестиционного анализа.

Наиболее часто в практике оценки используются методы доходного подхода, учитывающие проявление эффекта синергии как прирост дисконтируемых денежных потоков (ДДП). Доходный подход наиболее объективен и информативен: в его основе лежит принцип ожидания, согласно которому любой актив, приобретаемый с целью извлечения доходов, стоит столько, сколько прибыли Он принесет в будущем с учетом фактора времени. Метод ДДП позволяет наиболее точно оценить каждый из источников синергии и затраты на интеграцию.

Для усовершенствования существующих подходов к оценке эффекта синергии [10, 13, 14] необходимо ввести дополнительные переменные: 1) премия, выплачиваемая при поглощении компанией–покупателем акционерам компании–цели (P); 2) затраты компании–покупателя в ходе процесса поглощения (E); 3) прирост доходов/экономия на расходах вследствие объединения управленческих способностей команды ( $\Delta L$ ). Премия, выплачиваемая при поглощении компанией–покупателем акционерам компании–цели (P) и затраты покупателя в ходе процесса поглощения (E) рассматриваются нами как единовременные, которые покупатель несет непосредственно в момент заключения сделки, поэтому они в предлагаемой модели не дисконтируются. Эффект от проявления командного синергизма ( $\Delta L$ ) рассчитывается как величина, на которую снизятся затраты ( $-L$ ) по обучению персонала (разработка программы обучения, оплата услуг пм обучению), а также как преобразованные в денежный эквивалент показатели качества работы персонала (сумма, на которую снизятся штрафы и пени, начислявшиеся ранее предприятию по причине ошибок персонала). Учитываются и выгоды ( $+L$ ), обусловленные использованием управленческих способностей менеджеров объединенной компании (управленческого «ноу–хау», оптимизации бизнес–процессов или перестройки структуры компании, в результате чего снизятся ее расходы).

Так как ценность знаний сотрудников для компании состоит в возможности их применения, а значит, в результатах, которых можно добиться с их помощью, необходимо установить взаимосвязь между изменением уровня знаний сотрудников и динамикой результативности их работы. В денежный эквивалент преобразуются показатели, характеризующие производительность, качество, временные затраты. Например, можно оценить стоимость ошибки бухгалтера, общую сумму штрафов и пеней, начисленных за некорректное ведение бухгалтерского и налогового учета, несвоевременную сдачу отчетности. Для объективной оценки сбор данных должен производиться до, во время и после объединения компаний. Для исключения влияния внешних факторов используется трендовый анализ предшествующих периодов [14].

Итак, более достоверно величину эффекта синергии можно рассчитать на основе показателя «чистый приведенный эффект синергии» (NPVS). Предлагаемая формула расчета выглядит следующим образом: [15]

$$NPVS = \frac{Cn}{(1+i)^n} - P - E ; \quad [2]$$

где:

*NPVS* (Net present value synergies) – чистый приведенный эффект синергии;  
*Cn* – поток денежных средств в период времени после интеграции (слияния);  
*n* – расчетный период времени;  
*P* (premium) – премия, выплачиваемая при поглощении компанией-покупателем акционерам компании-цели;  
*E* (expenses) – затраты покупателя в ходе процесса поглощения.

$$Cn = [PNn + PAn + EEn + En \pm \Delta L \dots \dots] \quad [3]$$

где:

*PNn* – расчетная дополнительная прибыль от расширения масштабов деятельности;  
*PAn* – расчетная дополнительная прибыль от снижения риска за счет диверсификации деятельности КС;  
*EEn* – экономия текущих производственных издержек;  
*En* – экономия налоговых платежей;  
 $\pm \Delta L$  (*labor*) – прирост доходов (+)/экономия на расходах (–) вследствие объединения управленческих способностей команды;

$$E = (In + Tn + Io) \quad [4]$$

где:

*In* – дополнительные инвестиции на реконструкцию и расширение;  
*Tn* – прирост налоговых платежей;  
*Io* – инвестиции в начальный момент поглощения.

Предложенный методический подход позволяет максимально учесть финансовые и инвестиционные выгоды и потери в процессе интеграции деятельности отдельных компаний и фирм. Этот метод применим для организационных структур любых форм собственности (не только акционерной). Формулы [3] и [4] могут изменяться в зависимости от дополнительных параметров влияния на процедуру интеграции. С помощью такого метода можно оценить эффект синергии любой процедуры совместной деятельности вне привязки к процедуре слияний или поглощений.

Именно этот методический подход рекомендуется для использования в украинской практике оценки эффективности корпоративного управления в комплексе с существующими вышеперечисленными: рейтинговым анализом в соответствии с Концепцией развития корпоративного управления в Украине и оценкой рыночной стоимости компании в соответствии со стандартными международными методиками.

## Литература

1. Корпоративное управление [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://ru.wikipedia.org/wiki/Корпоративное\\_управление](http://ru.wikipedia.org/wiki/Корпоративное_управление)
2. Berle A. The Modern Corporation and Private Property / Berle A., Means G. – New York: Macmillan, 1932. – 418 pp.
3. Donaldson L. The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory / Donaldson L. // Academy of Management Review. – 1990. – №15.
4. Coase R. The Nature of the Firm / Coase R. // Economica. – 1937. – №4. – p.386–405.
5. Mallin C. Corporate Governance / Mallin C. – London: Oxford University Press, 2004. – 217 p.
6. Fama E., Jensen M. Separation of ownership and control / Fama E., Jensen M. // Journal of Law & Economics. – 1983. – №26.
7. Івасів І. Б. Формування вітчизняної моделі корпоративного управління в банках // Ефективна економіка [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua>
8. Друкер П., Макьярелло Дж. Друкер на каждый день. 366 советов по мотивации и управлению временем. // Друкер П., Макьярелло Дж. – М. Вильямс. – 2007. – 416 с.
9. Багов В.П. Корпоративный менеджмент / В.П. Багов.–М: РЭА им. Плеханова.– 2008.–378с.
10. Эванс Ф. Ч., Бишоп Д. М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф.Ч.Эванс, Д.М. Бишоп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с.
11. Занг В.Б. Синергетическая экономика / В.Б.Занг –М.:МИР, 1999.
12. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия / И.Ансофф–СПб.: ПИТЕР, 2006.
13. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса / С.В. Валдайцев – М.: Велби, Изд-во Проспект, 2004. 360 с.
14. Ищенко С.М. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний // Вестник НИЦ корпоративного права Сыктывкарского гос. университета.–№7.–2011, С.129.
15. Рудинская Е.В., Яромич С.А. Корпоративный менеджмент.–К.: КНТ, Эльга–Н. 2008, С.170.

## Аннотация

### **Рудинская Е.В. Методические подходы к оценке эффективности корпоративного управления в Украине. – Статья.**

В статье рассматривается проблема обеспечения эффективного корпоративного управления. Автором классифицируются модели корпоративного управления согласно отдельным признакам классификации: по степени концентрации собственности; по функциональному назначению Совета директоров; по структуре наблюдательных и исполнительных органов корпоративного управления.

**Ключевые слова:** корпоративное управление, совместная деятельность, методика оценки.

## Анотація

### **Рудінська Є.В. Методичні підходи до оцінки ефективності корпоративного управління в Україні. – Стаття.**

У статті розглядається проблема забезпечення ефективного корпоративного управління. Автором класифікуються моделі корпоративного управління за окремими ознаками класифікації: за ступенем концентрації власності; за функціональ-

ним призначенням Ради директорів; за структурою спостережних і виконавчих органів корпоративного управління.

**Ключові слова:** корпоративне управління, спільна діяльність, методика оцінки.

### **Annotation**

**Rudinskaya E.V. Methodological approaches to evaluating the effectiveness of corporate governance in Ukraine – Article.**

The problem of providing of effective corporate management is examined in the article. The author classified model of corporate governance according to individual characteristics of classification: the degree of concentration of ownership; functional purpose of the Board of Directors; the structure of the supervisory and executive bodies corporate governance.

**Key words:** corporate management, joint activities, methods of estimation.