

УДК 658.155

Семенов В.В., Гамолін А.В.

**ОСОБЛИВОСТІ АНАЛІЗУ ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ
КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР**

Проведено аналіз функціонування корпоративних структур, а також особливості взаємовідносин між підприємствами, що входять до їх складу. Запропоновано механізм адаптації методики фінансово-економічного аналізу підприємств-учасників корпоративної групи й групи в цілому.

The analysis of corporate structures functioning as well as features of enterprises, which are part of those structures, has been conducted. The mechanism of adaptation of methodic of financial and economic analysis of participating enterprises of the corporate group and a group as a whole has been proposed.

У сучасних розвинених ринкових економіках об'єднання (інтеграція) акціонерного та пайового капіталу в межах великих корпоративних структур (корпоративних об'єднань, корпоративних груп, корпорацій¹) стає закономірним явищем. Об'єктивною основою такого процесу є складні технологічні ланцюжки виробничих відносин, обумовлені поглибленням суспільного поділу праці та глобалізації світової економіки, а також інвестиційна масштабність і висока наукомісткість сучасних інноваційних проектів, які важко впроваджувати окремими підприємствами поодиночі. Інтегровані корпоративні структури являють собою об'єднання юридично або господарчо самостійних підприємств (організацій), створених на основі консолідації активів або реалізації договірних відносин для здійснення спільної діяльності й досягнення загальних цілей [1, с.6]. Основними формами таких об'єднань виступають холдинги, засновані на системі взаємної участі в капіталі, і консорціуми, концерни, ФПГ, ТНК – договірні об'єднання, як зі статусом юридичної особи, так і без нього.

У перехідних економіках процес створення інтегрованих корпоративних структур найбільш пов'язаний з такою формою трансформації державної власності як приватизація – роздержавлення власності та передача її до рук приватних власників. Приватизаційні процеси протікають одночасно з формуванням законодавчої бази, що регламентує створення й функціонування корпоративних об'єднань. Але, як показує практика становлення корпоративного сектору України, корпоративне законодавство (Досі не ухвалений Закон України «Про акціонерні товариства», в той час як саме акціонерні товариства є основним структурним елементом великих корпоративних структур) істотно відстає від темпів корпоративного «будівництва» і тому прозорість відносин власності або договірних відносин, що лежать в основі українських корпоративних структур, залишає бажати кращого. До того ж, існує безліч питань щодо корпоративного управління, не відрегульованих на законодавчому рівні [2]. Як результат, існуючі методики фінансово-економічного аналізу не завжди дозволяють провести об'єктивну оцінку ефективності діяльності корпоративних структур.

Проте, питання про комплексний аналіз функціонування об'єднань підприємств все частіше підіймається сучасними дослідниками, такими як Г.В. Уманців, Е.В. Ленський, С.Б. Гальперін, В.В. Македон. Найчастіше мова йде про застосування показників, покликаних оцінити ефективність діяльності групи підприємств як єдиного цілого, з погляду, так званого, ефекту синергії (показники доцільності інтеграції, коефіцієнти диверсифікації, показники ефективності внутрішньокорпоративного управління, показники взаємодії).

¹ Усі наведені визначення терміну „корпоративна структура” в межах статті розглядаються як тотожні.

На наш погляд, комплексний аналіз корпоративної структури може бути здійснений і з використанням «класичних» показників ефективності, але з деякою адаптацією відносно особливостей взаємовідносин, що протікають між учасниками об'єднання. До таких особливостей можна віднести наступне:

- трансфертна форма перерозподілу доходів і видатків між учасниками корпоративного об'єднання. Оперативний перерозподіл інвестиційних ресурсів усередині корпорації допомагає досягти стратегічних цілей корпоративної групи без залучення зовнішньокорпоративного фінансування. За допомогою системи відносин власності між учасниками об'єднання корпоративний центр має можливість "переливати" капітал у місця його найбільш очікуваної прибутковості. Використання трансфертних цін на товари та послуги при здійсненні внутрішньогрупових операцій також може використовуватися з метою оптимізації оподаткування;
- децентралізація внутрішньокорпоративної організації. Даний механізм передбачає делегування повноважень самостійного ведення бізнесу окремими структурними підприємствами (підрозділами) і досягається за допомогою введення розрахункових відносин між учасниками об'єднання такими ж, як і з зовнішніми покупцями та постачальниками. Таким чином, відповідальність за ефективне використання корпоративного капіталу лежить не тільки на корпоративному центрі, але й розподіляється серед усіх структурних одиниць;
- специфічна форма конкуренції, що протікає між учасниками корпоративного об'єднання як у рамках корпорації, так і за її межами. Внутрішньокорпоративні структури конкурують між собою за право одержання інвестиційних ресурсів з боку корпоративного центра за можливість надання різних послуг центру, спрямованих на досягнення загальнокорпоративних цілей. У той же час кожний учасник корпоративного об'єднання конкурує із зовнішніми (некорпоративними) представниками ринку з метою реалізації своїх тактичних інтересів. Підтримка конкурентного середовища всередині корпорації плідно впливає на реалізацію загальнокорпоративної стратегії об'єднання.

Одним з основних напрямків комплексного аналізу є діагностика підприємства (групи підприємств) за допомогою системи фінансових коефіцієнтів [4, с.74]:

- показники операційного аналізу,
- показники аналізу операційних витрат,
- показники ефективності управління активами,
- показники ліквідності,
- показники прибутковості (рентабельності),
- показники структури капіталу,
- показники обслуговування боргу,
- ринкові показники.

Як приклад, зупинимося докладніше на таких показниках рентабельності, як:

- рентабельність активів (ROA),
- рентабельність власного капіталу (ROE).

На наш погляд, а також на думку інших авторів [4, с.94; 5, с.223], що досліджували проблему комплексного фінансово-економічного аналізу, ці показники є одними з найбільш важливих для оцінки рентабельності підприємства. Більше того, важливою характеристикою ефективності діяльності підприємства є зіставлення показників рентабельності його активів і рентабельністю власного капіталу.

Рентабельність активів оцінюється шляхом зіставлення чистого прибутку із загальною сумою активів за балансом, використовуючи наступну формулу:

$$ROA = \frac{2 \times (\text{Чистий прибуток} + \text{Відсоткові платежі} \times (1 - \text{Податкова ставка}))}{(\text{Активи на початок року} + \text{Активи на кінець року})} \quad (1).$$

Сутність показника рентабельності активів полягає в тому, наскільки ефективно було використано кожен гривню коштів, залучених для формування активів підприємства незалежно від джерела залучення (власного або позикового).

Рентабельність власного капіталу характеризує ефективність використання тільки власних джерел фінансування підприємства, тому при розрахунку даного показника використовується чистий прибуток у співвідношенні з величиною власного капіталу підприємства:

$$ROE = \frac{2 \times \text{Чистий прибуток}}{(\text{БК на початок року} + \text{БК на кінець року})} \quad (2),$$

де БК - власний капітал.

І в першій, і в другій формулах для розрахунків використовується чистий прибуток після оподаткування, але відсоткові платежі виключаються тільки в першому випадку, оскільки в чисельнику дробі повинні бути присутніми як винагорода власників власних джерел фінансування, так і позикових, а відсоткові платежі були враховані при формуванні чистого прибутку. При характеристиці ефективності використання власного капіталу відсоткові платежі не виключаються, оскільки в тому числі оцінюється той факт, наскільки менеджмент підприємства здатний ефективно залучати та використовувати позикові ресурси. Інакше кажучи, залучаючи позиковий капітал, керівництво підприємства підвищує ефективність використання коштів власників підприємства. Це, відповідно, є наслідком:

- ефекту податкової економії позикового капіталу (віднесення відсотків по кредитах на собівартість продукції),
- відносно низької ціни (відсоткової ставки) позикових коштів.

І якщо перший фактор є об'єктивним і присутній завжди, то другий залежить від майстерності фінансового директора або менеджера компанії при його роботі з потенційними джерелами позикових фінансових ресурсів.

Викладений вище ефект має назву «ефекту фінансового важеля». Ефект фінансового важеля має місце тільки в тому випадку, коли компанія залучає позикові фінансові ресурси. Цей ефект є позитивним, тобто відбиває інтереси власників компанії, якщо рентабельність власного капіталу вище рентабельності активів. У протилежному випадку цей ефект стає негативним, і це є наслідком високої ціни позикових фінансових ресурсів, які залучені компанією [4, с.96].

Застосовуючи вищевказані показники для оцінки діяльності корпоративних структур, можна виділити два напрямки комплексного аналізу корпоративних структур:

- аналіз ефективності функціонування дочірніх підприємств або учасників корпоративного об'єднання,
- аналіз загального фінансового стану холдингу або корпоративної структури.

Проводячи аналіз рентабельності окремих підприємств, що входять у корпоративну групу, з боку, в першу чергу, головного (материнського) підприємства, не завжди вдається достовірно визначити розмір власного капіталу кожного з них, оскільки механізм внутрішньокорпоративного «переливання» капіталу (як власного, так і позикового), а також та інші особливості взаємовідносин, що протікають між учасниками корпоративної

структури (в тому числі й непрозорість відносин власності), про що було сказано раніше призводять до «змішування» джерел формування активів учасників корпорації. Чистий прибуток, одержаний одним підприємством, може з'явитися у вигляді внутрішньокорпоративної заборгованості в іншого підприємства групи, що приймає фінансування. До того ж, не завжди залучення позикових коштів, якщо з'являється така потреба, здійснює підприємство групи, яке потребує фінансування. Дана функція може бути винятково прерогативою головної компанії. Навіть в умовах чіткого контролю за фінансовими потоками й грамотно побудованої облікової політики всередині групи, учасник корпорації не впливає на ухвалення рішення про джерело фінансування його активів у кожний окремо взятий момент часу: чи то за рахунок чистого прибутку, заробленого іншими учасниками групи, якого до речі може і не бути, чи то за рахунок кредитних ресурсів, що надаються комерційними банками або покупцями, готовими оплатити заздалегідь майбутню поставку товарів або послуг.

У зв'язку з вищесказаним, а також через наявність об'єктивної можливості впливати на величину своїх активів (на відміну від джерел їх фінансування) з боку кожного підприємства корпоративної групи, вважаємо більш доцільним застосовувати для аналізу рентабельності (у рамках оцінки ефективності діяльності окремих підприємств групи) саме показник рентабельності активів. Для оцінки рентабельності в рамках аналізу загального фінансового стану холдингу або корпоративної структури пропонуємо використовувати показник рентабельності активів разом з показником рентабельності власного капіталу та з наступним виведенням ефекту фінансового важеля. Вплив кожного учасника групи на рентабельність власного капіталу корпоративної групи в цілому можна визначати за допомогою механізму факторного аналізу загальнокорпоративної рентабельності активів, коли факторами будуть виступати показники рентабельності кожного з підприємств, що входять до складу корпоративної структури.

Література

1. Гальперин С.Б., Дороднева М.В., Мишин Ю.В., Пухова Е.В. Экономическое обоснование и оценка эффективности проектов создания корпоративных структур. / Под ред. д.э.н. С.Б.Гальперина. – М.: «Издательский дом «НОВЫЙ ВЕК», Институт микроэкономики, 2001. – 56 с.
2. Румянцев С. Проект Закона «Про акціонерні товариства»: шляхи розв'язання конфлікту інтересів, газета „Цінні папери України”.
3. Македон В.В. Ефективність управління корпоративною власністю в умовах транзитивної економіки: Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.02.03 / Дніпропетровський університет економіки та права. – Д., 2005. – 24 с.
4. Савчук В.П. Финансовый менеджмент предприятий: прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций. – К.: Издательский дом «Максимум», 2001. – 600 с.
5. Уманців Г.В. Холдингові компанії та промислово-фінансові групи у сучасній економіці. – К.: ВІРА-Р, 2002. – 429 с.

*Рекомендовано до публікації
д.е.н., проф. Ковальчуком К.Ф. 12.07.06*

*Надійшла до редакції
31.05.06*