

ЕКЗОГЕННІ РИЗИКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В УКРАЇНІ

МАЛЯР Д. В.

кандидат економічних наук

Дніпропетровськ

Незважаючи на відносну «незрілість» розгортання відносин корпоративної власності, суперечливість чинного корпоративного законодавства, нерозвиненість фондового ринку в Україні, або навпаки – з означених причин – дослідження проблематики корпоративного управління в українській економічній думці посідає одне з провідних місць. Так, саме фахівці пострадянських країн в особі Бондарчука І., Борисенко З., Горбатенко В., Лессер Б., Петруні Ю. започаткували новий напрям досліджень – формування корпоративних економічних відносин на тлі переходу до ринкової економіки; Єханурова І., Окуневої О. зосередили увагу на процесах приватизації й роздержавлення як таких, що є вихідними та системоутворюючими щодо становлення української моделі корпоративного управління; Воронкової А., Задахайло Д., Євтушевського А., Козаченко Г., Кібенко О. зробили акцент на проблематиці організації роботи корпорацій, розподілі повноважень між відповідними структурними підрозділами товариств.

На думку ЕВА (*European Business Association*), головною проблемою корпоративного управління в Україні залишається неефективне законодавство (наприклад, неузгодженості між Цивільним і Господарським кодексами України), що не сприяє ефективному розв'язанню корпоративних конфліктів. Корупція в українському судочинстві та відсутність розвинутих норм корпоративної етики є підставами для незаконних рейдерських захоплень. Неврегульованим постає також питання прав міноритарних акціонерів, що фактично дає змогу власникам контрольного пакета акцій здійснювати необмежений контроль за компанією без урахування інтересів інших власників [3].

Така множина недоліків корпоративного управління в Україні є основою, підґрунтям для систематизації та узагальнення ризиків, що сполучаються з корпоративним управлінням. У зв'язку з цим метою дослідження постає аналіз ризиків корпоративного управління, їх форм прояву та природи утворення, а також розробка відповідних заходів щодо їх подолання або зменшення. Об'єктом вивчення є система ризиків корпоративного управління, а предметний простір дослідження визначається економічними відносинами між різноманітними суб'єктами корпоративних прав з приводу виникнення ризиків, адаптації до них.

За дослідженнями банку Brunswick Warburg, Rutherford and Costello (США), відокремлюють такі ризики: рівень відвертості, прозорості діяльності компаній; розмивання пакета через додаткову емісію акцій; втрата активів і трансфертне ціноутворення; послаблення вна-

слідок поглинання чи реструктуризації; неадекватне ставлення менеджменту до різних акціонерів; обмеження щодо іноземних акціонерів [2, с. 28].

Даний підхід уявляється виправданим з огляду з'ясування природи корпоративних ризиків і визначення їх інтенсивності, але вбачається досить обмеженим за своєю структурою, а також формулювання самих категорій ризиків. У зв'язку з цим пропонуємо таку класифікацію ризиків, що має відповідну горизонтальну та вертикальну визначеність (рис. 1). Так, за вертикаллю ризики розподілені за суб'єктивним критерієм, тобто на ризики емітенту та інвестора. За горизонталлю – за об'єктивним критерієм (критерієм утворення певного ризику), тобто виходячи із соціально-економічного змісту самого ризику.

Першим серед виділених критеріїв, на наш погляд, постає характер привласнення та відчуження об'єктів корпоративної власності, оскільки саме відносини власності є наріжним каменем, системоутворюючим базисом диверсифікації самого капіталу та відповідно розподілу доходів підприємства. Для інвестора характер привласнення корпоративного майна визначається його вибором купівлі цінних паперів, що засвідчують право участі в акціонерному капіталі й надають відповідні переваги голосу та водночас відповідальності по зобов'язанням товариства. Для емітента даний критерій визначає, по-перше, ризик вибору форми власності при створенні товариства. Від цього залежить, чи буде підприємство приватним або публічним АТ, чи буде воно товариством з обмеженою відповідальністю тощо. Саме від цього залежить характер розпорядження майном певного товариства, ступень привласнення цього майна з боку окремих акціонерів, ступень контролю та відповідальності за результати економічної діяльності. По-друге, для емітента – це ризик рейдерства, що передбачає відносини товариства з інвестором, який виступає «грінмейлером», насправді купуючи цінні папери не для того, щоб отримати прибуток та управляти ним, а для того, щоб примусити емітента викупити у нього акції за завищеною ціною. По-третє, це – ризик емісії, яка не відбулася, що потребує реалізації достатньо чіткої процедури згідно з чинним законодавством, призводить до стрімкого скорочення активів товариства, зниження його рейтингу на ринку.

Відносини власності водночас обумовлюють існування селективного ризику, тобто небезпеки, пов'язаної з неадекватним вибором цінних паперів, що випускаються або купуються. Саме в такий спосіб емітент ризикує сформувати неефективний характер розподілу майна товариства, контролю за його діяльністю, виплати дивідендів, а інвестор ризикує не отримати бажаного контролю та дивідендів.

Для емітента існує ризик вибору невдалого моменту для емісії або відзиви цінних паперів з огляду на

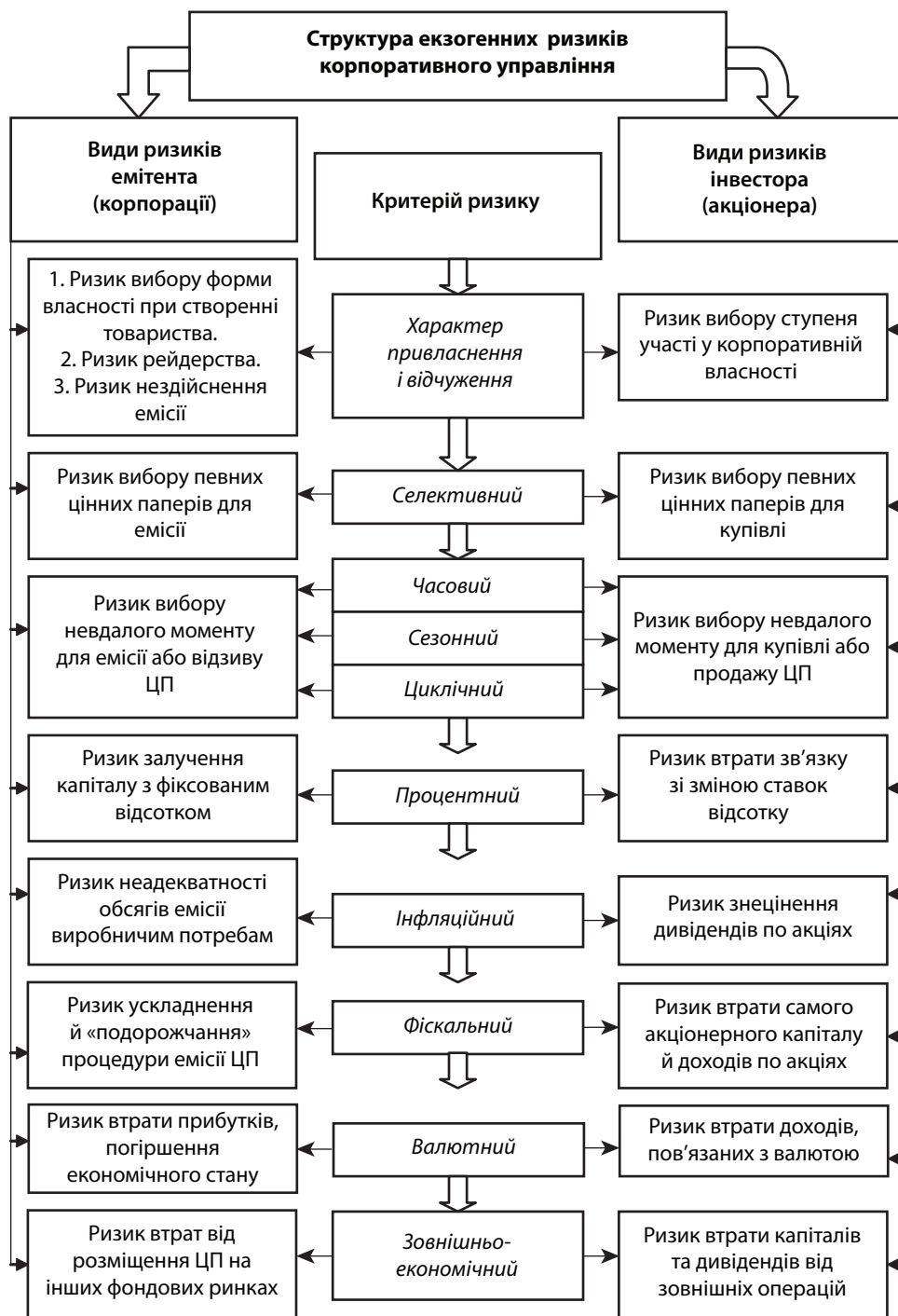


Рис. 1. Структура ризиків зовнішньої сфери корпоративного управління

оперативний або часовий, сезонний та циклічний характер коливання курсової вартості цінних паперів, що є також актуальним щодо інвестора, але з приводу купівлі та продажу акцій.

Певну небезпеку для суб'єктів корпоративного управління являє коливання ставки відсотку. Так, зростання ринкової ставки процента веде до зниження курсової вартості цінного паперу (особливо облігацій з фіксованим процентом), що може спричинити масовий «викид» цінних паперів. За таких умов інвестор міг би отримати приріст доходів за рахунок підвищення проценту, проте не може вивільнити свої кошти вкладені в середньо- і довготермінові цінні папери з фіксованим процентом.

І навпаки, при поточному зниженні середньоринкового проценту у порівнянні з фіксованим рівнем ризикує емітент, оскільки він міг би залучити кошти під більш низький процент.

Суттєву небезпеку мають інфляційні тенденції. Йдеться про високу вірогідність того, що при інфляції доходи, які отримують акціонери від цінних паперів, знецінюються швидше, ніж ростуть, тобто інвестор несе реальні збитки. Для емітента в зв'язку з цим існує реальний ризик того, що протягом залучення коштів шляхом емісії цінних паперів, їх купівельна спроможність знизиться.

Відмітною рисою корпоративних підприємств є оподаткування операцій з цінними паперами. На сьогодні-

ні операції з випуску цінних паперів є об'єктом справляння державного мита (при реєстрації інформації про емісію акцій у розмірі 0,1% від їх номінальної вартості). Водночас, емітент виходячи з дивідендів, що розподіляються акціонерам, нараховує та сплачує податок на прибуток тощо. У зв'язку з цим завжди для емітента існує ризик підвищення «ціни» залучення капіталу або кредитних ресурсів внаслідок нарощування податкового пресу. Разом з тим, присутній ризик втрати доходів та акціонерного капіталу й для інвестора, оскільки будь яка передача прав власності на акції підлягає оподаткуванню податком на додану вартість, а безпосередньо вартість акцій визначається вільними цінами з урахуванням акцизного збору, ввізного мита, інших податків та зборів [1, с. 202 – 203].

Валютні ризики становлять реальну загрозу фінансових втрат, пов'язаних зі зміною курсу однієї іноземної валюти щодо іншої. Розрізняють декілька валютних ризиків. Операційний – це валютний ризик недоодержання прибутку або понесення збитків внаслідок зміни очікуваних потоків коштів через коливання обмінного курсу. Трансляційний валютний ризик або балансовий ризик, джерелом якого є можливість невідповідності між активами і пасивами, вираженими у валютах різних країн. Економічний валютний ризик – це можливість несприятливого впливу змін обмінного

курсу на економічне положення компанії, наприклад, можливість зменшення обсягу товарообігу або цін готової продукції.

Діюче положення ДКЦПФР «Про порядок одержання дозволу на оборот акції або облигацій підприємств українських емітентів за межами України» істотно обмежує можливості українських емітентів із продажу своїх ЦП за кордоном. Відповідно емітент та інвестор несуть неабиякі зовнішньоекономічні ризики.

Екзогенний за своєю суттю характер мають інституційні ризики – нестабільність, невизначеність функціонування та розвитку корпорацій, спричинена зміною у законодавчо-нормативної бази, правил та порядку діяльності з боку інститутів фондового ринку. В агрегованому вигляді інституційні ризики подані на рис. 2.

Саме на вказані на рис. 2 регулятори та структури покладено основні функції розробки, впровадження, координації «правил гри» на фондову ринку, контролю їх виконання та навіть покарання у випадку їх порушення. Отже, істотні зміни щодо принципів, порядку та умов емісії, реєстрації цінних паперів, їх зберігання, отримання ліцензій призводить до конфлікту корпоративних очікувань (як емітента, так й інвестора).

У зв'язку з наростанням венчурності корпоративного управління в сучасних умовах необхідно підвищити рівень керування ризиками.

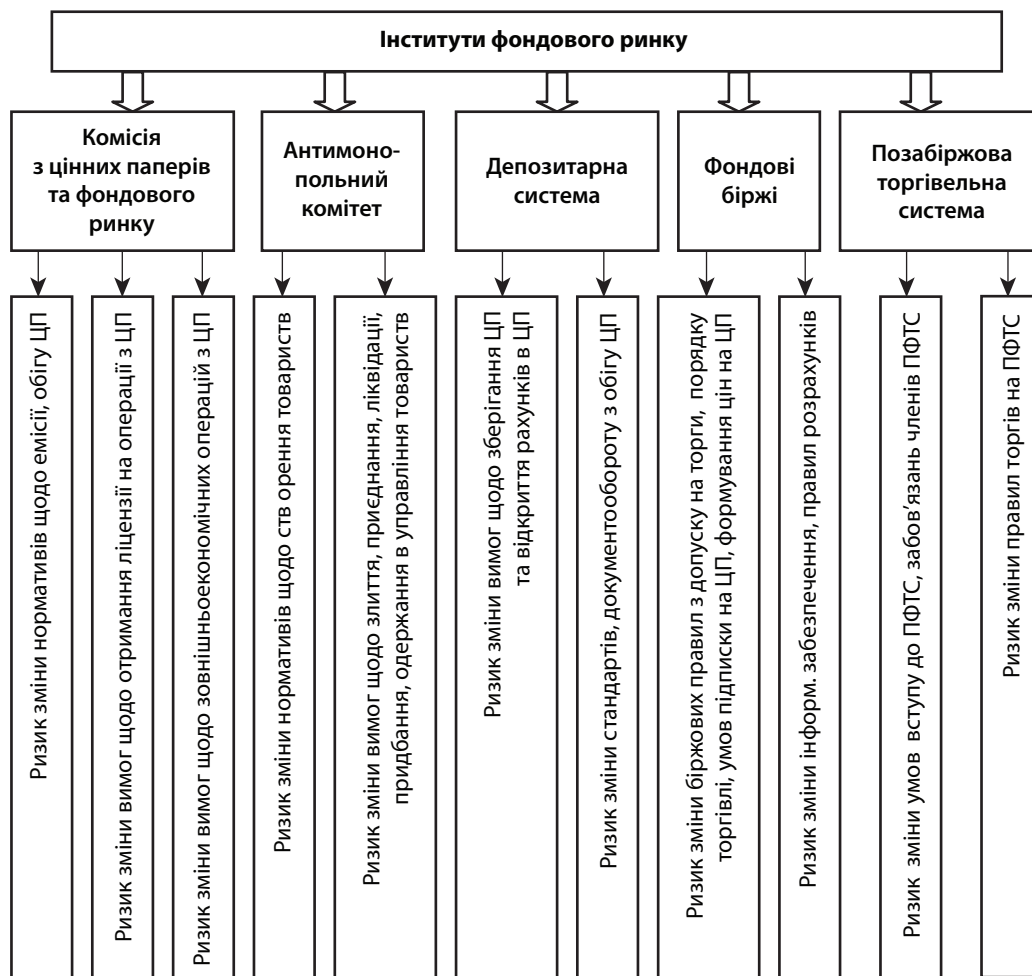


Рис. 2. Інституційні ризики корпоративного управління

По-перше, потребує посилення контроль виконання пункту Г статті 4.1.1. Рішення комісії з цінних паперів та фондового ринку № 571 від 11.12.2003 р., згідно з яким товариство повинно розкривати інформацію про істотні фактори ризику, які можуть вплинути на фінансовий стан і результати господарської діяльності товариства в майбутньому.

По-друге, досить актуальним є оцінка рейтингу корпоративних суб'єктів та їх цінних паперів, що має здійснюватися комісією з цінних паперів і фондового ринку. Метою такого рейтингу постає ранжування в рамках єдиної уніфікованої системи відносних рівнів ризиків боргових цінних паперів та їх емітентів. Йдеться про оцінку ризику невиконання емітентом своїх зобов'язань, що пов'язані з цінним папером, та відповідно, ризик втрат інвесторів основної суми та відсотків.

По-третє, доцільна диверсифікація розподілу інвестиційного капіталу між різними типами цінних паперів і, відповідно, підприємствами. Це дозволяє уникнути частини ризику внаслідок розпорощення капіталу між різноманітними видами діяльності.

По-четверте, необхідне забезпечення самострахування – створення грошових або товарних страхових фондів з боку самих економічних суб'єктів. Законодавчо

ці процеси регулюються в Україні у відповідності до Закону України «Про страхування» (ст. 31).

По-п'яте, важливим методом зменшення ризиків є хеджування, що ґрунтується на використанні похідних цінних паперів для фіксації ціни і є високоефективним механізмом зменшення можливих фінансових втрат (опціони; ф'ючерсні та форвардні контракти; операції «своп»).

По-шосте, адекватним вважається внесення до функцій наглядових рад оцінки поточних ризиків діяльності корпорації й, відповідно, запровадження дієвих механізмів оперативного реагування, тобто забезпечення чіткого контролю та регулювання економічної небезпеки функціонування корпорації. ■

ЛІТЕРАТУРА

- 1. Євтушевський В. А.** Корпоративне управління: Підручник.– К. : Знання, 2006.– 406 с.
- 2. Задерей Н.** Неякісне корпоративне управління гальмує зростання капіталізації банків і збільшує їх ризики // Контракти.– 2004.– № 16.– С. 26 – 32.
- 3. Румянцева С.** Перешкоди для інвестицій в Україну // <http://www.corporation.com.ua/library/publication/pub.php?id=255>