

## РОЗДІЛ 1. СВІТОВЕ ГОСПОДАРСТВО І МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ

### ВПЛИВ ЯКОСТІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ НА ЕФЕКТИВНІСТЬ ДІЯЛЬНОСТІ КОМПАНІЙ

### THE INFLUENCE OF THE QUALITY OF CORPORATE GOVERNANCE ON THE EFFICIENCY OF COMPANIES

УДК 658:334.722.8

<https://doi.org/10.32843/infrastruct45-1>

**Бичкова Н.В.**

к.е.н., доцент,  
доцент кафедри світового господарства  
і міжнародних економічних відносин  
Одеський національний університет  
імені І.І. Мечникова

**Цевух Ю.О.**

к.е.н., доцент кафедри світового  
господарства і міжнародних економічних  
відносин

Одеський національний університет  
імені І.І. Мечникова

**Ромаскевич Г.О.**

студент  
Одеський національний університет  
імені І.І. Мечникова

**Buchkova Nataliia**

**Tsevuikh Yuliia**

**Romaskevych Georgii**

Odesa I.I. Mechnikov National University

У статті досліджуються закономірності між якістю корпоративного управління й ефективністю компаній на прикладі провідних ТНК автомобілебудівного сектору світової економіки (Volkswagen, Daimler, Ford, General Motors, Toyota). Якість корпоративного управління була оцінена на основі критеріїв Thomson Reuters Business Group ESG Reporting Score і Shareholders Score, а ефективність діяльності компанії – коефіцієнтом Tobin's Q Ratio. Результати економетричного моделювання свідчать про наявність прямої залежності між критерієм Shareholders Score, який оцінює рівність прав і механізмів впливу міноритарних та мажоритарних груп акціонерів. У процесі дослідження також виявлено зворотню залежність між ступенем відповідності звіту про корпоративне управління міжнародним стандартам та ефективністю, що може свідчити про нівелювання стандартів корпоративного управління регіональних і структурних особливостей компанії.

**Ключові слова:** корпоративне управління, ефективність компанії, ліквідність, права акціонерів.

В статье исследуются закономерности между качеством корпоративного управ-

ления и эффективностью деятельности компании на примере лидирующих ТНК автомобилестроительного сектора мировой экономики (Volkswagen, Daimler, Ford, General Motors, Toyota). Качество корпоративного управления было оценено на базе критериев Thomson Reuters Business Group ESG Reporting Score и Shareholders Score, а эффективность деятельности компании – коэффициентом Tobin's Q Ratio. Результаты эконометрического моделирования свидетельствуют о наличии прямой зависимости между критерием Shareholders Score, который оценивает равенство прав и механизмов влияния міноритарных и мажоритарных групп акционеров. В ходе исследования также выявлена обратная зависимость между степенью соответствия отчета о корпоративном управлении международным стандартам и эффективностью, что может свидетельствовать о нивелировании стандартов корпоративного управления региональных и структурных особенностей компании.

**Ключевые слова:** корпоративное управление, эффективность компании, ликвидность, права акционеров.

*In the current economy, TNCs are forced to look for new mechanisms to improve their own efficiency, one of the mechanisms today is considering corporate governance. The topic of assessing the relationship between good corporate governance and financial or production efficiency is considered in the context of assessing the positive impact of introducing corporate governance in companies. The purpose of the study is to test the assumption of a correlation between the assessments of the quality of corporate governance provided by Thomson Reuters Business Group and individual methods of determining the effectiveness of the company. The article discusses the possibility of determining the patterns between improving the quality of corporate governance and increasing company efficiency using the example of five TNCs in the automotive industry, including Volkswagen, Daimler, Ford, General Motors and Toyota. Regression modeling is performed to identify the impact of corporate governance quality, expressed by the Thomson Reuters Business Group ESG Reporting Score and Shareholders Score criteria, on company performance, expressed by Tobin's Q Ratio. In order to build the model, the authors selected indicators for the period 2014-2018 for 5 companies, panel data was generated with 25 observations. The data has a panel spatial structure, therefore, to check the revealed dependencies, they undergo panel diagnostics. The simulation results indicate a direct relationship between the Shareholders Score criterion, which assesses the equality of rights and mechanisms of influence of minority and majority groups of shareholders and the inverse relationship between the degree of compliance of the corporate governance report with international standards and efficiency, which may indicate the lack of corporate governance standards in regional and structural features of the company. It was also determined that the Leverage indicator, which as a financial indicator, refers to indirect indicators of corporate governance strategies has low significance indicators and cannot be taken into account as a factor in evaluating corporate governance.*

**Key words:** corporate governance, company performance, liquidity, shareholder rights.

**Постановка проблеми.** В умовах сучасного стану світової економіки ТНК вимушені шукати нові механізми поліпшення власної ефективності, одним з яких сьогодні розглядається корпоративне управління. Процес упровадження практики корпоративного управління не є лінійним, компанії імплементують стандарти доволі важко та різною мірою. Утім, існує низка прикладів поліпшення ефективності компаній, що застосовують практики кращого управління, зафіксовані у відповідних національних кодексах. Існуючі знання є емпіричними та не завжди виражають чіткі зв'язки між

механізмами корпоративного управління та ефективністю, що актуалізує питання поглиблення аналізу оцінки значущості управління та його впливу на ефективність.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Тема оцінки зв'язку між корпоративним управлінням та фінансовою або виробничою ефективністю часто розглядається у контексті оцінки позитивного впливу впровадження корпоративного управління у компаніях. Першочергово приділяється увага оцінці тих економічних ефектів, які компанія може отримати після впровадження

відповідних механізмів управління. Проводяться дослідження, мета яких – визначити та відслідкувати чіткі взаємозв'язки між процесами прийняття рішень та ефективністю. До низки проаналізованих досліджень належать роботи С. Міскін, що викривають можливе підвищення ефективності за допомогою більшої привабливості компаній, які розкривають інформацію; роботи С. Аль-Момані, що доводять існування оберненого взаємозв'язку між якісним корпоративним управлінням та можливістю фінансового провалу; дослідження П. Діна, що вивчає зв'язок між корпоративним управлінням та корпоративною ефективністю у соціальній сфері; робота Б. Карунтарат, яка містить приклади порівняння показників, котрі можуть бути застосовані для оцінки ефективності діяльності компанії; дослідження М. Хассан, що висвітлює зміни, яких набуває компанія після впровадження IFRS, та їхні наслідки для показників ліквідності та прибутковості, та ін. Однак досі не виділено чітких критеріїв для взаємозв'язку оцінки аспектів корпоративного управління та ефективності діяльності компанії [1–5].

**Постановка завдання.** Мета дослідження полягає у перевірці припущення наявності кореляції між оцінками якості корпоративного управління, що надає Thomson Reuters Business Group, та окремими методами визначення ефективності компанії. Результати можуть бути застосовані для компаній на ринках, що формуються. До таких ринків відносять Україну, де було запроваджено перший Кодекс корпоративного управління у березні 2020 р. за редакцією Національної комісії із цінних паперів та фондового ринку [7].

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Корпоративне управління покликане підвищити інвестиційну привабливість компанії за допомогою розкриття принципів прийняття рішень у низці галузей, пов'язаних із взаємодією з акціонерами, групами власників, топ-менеджерами, співробітниками, НГО, громадою, представниками держави та іншими стейкхолдерами. Корпорації, які демонструють відповідність практик управління визначеним стандартам, вважаються більш ефективними, стабільними та ліквідними.

Існує багато методів оцінки ефективності компанії. У статті зосередимо увагу на показнику Tobin's Q Ratio, який був запропонований Д. Тобіном, лауреатом Нобелівської премії з економіки та професором Єльського університету. Коефіцієнт відповідає на питання, чи відповідає вартість активів компанії її ринковій вартості. Передбачається, що ринкова вартість активів мусить бути рівною або перевищувати ринкову вартість компанії [4]. Показник Tobin's Q Ratio використовується для оцінки ефективності через справжність та відповідність ціни компанії до активів й вираховується за формулою:

$$\text{Tobin's Q Ratio} = \frac{\text{Market Value of Firm}}{\text{Total Assets}} \quad (1)$$

Для визначення впливу ефективності корпоративного управління на ефективність компанії сформуємо панельні дані з показників провідних компаній сектору автомобілебудування, серед яких – німецькі Volkswagen AG та Daimler AG, американські Ford Motor та General Motors, японська Toyota Motor. Корпоративне управління компанії має суттєві відмінності та підпорядковуються різним законодавчим кодексам, що дає змогу об'єктивно оцінити вплив, незважаючи на юридичні особливості.

Ефективність корпоративного управління компанії може бути оцінена за низкою критеріїв, що висвітлюють як питання загальної відповідності визначеним нормам, так і оцінки специфічних політик та практик, які застосовує компанія під час взаємодії з різними групами стейкхолдерів. Було вибрано критерії Shareholders Score та ESG Reporting Score, що вираховуються та публікуються Thomson Reuters Business Group, та показник левериджу (Leverage), що демонструє співвідношення загального боргу до загальної вартості активів, є контрольною змінною та формує зв'язок фінансових показників з ефективністю діяльності компанії.

Показник Shareholders Score є маркером того, чи однаково добре компанія відноситься до прав та інтересів усіх груп акціонерів, включає 43 показники, 5 з яких – кількісні та 38 – якісні. Агрегований показник оцінює питання наявності політик, окремих практик і механізмів захисту прав та обмеження надмірного впливу акціонерів. Оцінка ESG Reporting Score є агрегованим показником якості звітності і розкриття інформації, стосовно питань корпоративного управління, екології та соціальних проблем [6].

Леверидж компанії є фінансовим показником, що тісно пов'язаний із рішеннями та політиками корпоративного управління, теж може бути використаний як контрольна змінна. Також леверидж часто слугує механізмом для створення додаткової привабливості компанії для нових інвесторів у короткостроковому періоді або, навпаки, використовує кредитний важіль для отримання додаткового прибутку у довгостроковій перспективі [6].

Для побудови моделі відібрано спостереження за період 2014–2018 рр. для п'яти компаній, сформовано панельні дані з 25 спостережень. Описову статистику змінних представлено в табл. 1.

Виходячи зі змістовних особливостей, було сформовано загальний вид рівняння регресії :

$$\text{Tobin's Q Ratio}_i = \alpha + \beta_1 \text{ESGRS}_i + \beta_2 \text{SHRS}_i + \beta_3 \text{LVRG}_i + v_i, \quad i=1, \dots, 5; t=1, \dots, 5, \quad (2)$$

де *Tobin's Q Ratio* – співвідношення ринкової вартості компанії до вартості її активів,

Таблиця 1

Описова статистика змінних

| Змінна              | Скорочення | Максимум | Мінімум | Середнє значення | Стандартне відхилення | VIF-коєфіцієнт |
|---------------------|------------|----------|---------|------------------|-----------------------|----------------|
| Tobin`s Q Ratio     | -          | 0,6003   | 0,1186  | 0,1186           | 0,2883                | -              |
| ESG Reporting Score | ESGRS      | 1,000    | 0,1973  | 0,7961           | 0,3212                | 1,472          |
| Shareholders Score  | SHRS       | 12,00    | 4,000   | 7,800            | 3,189                 | 1,742          |
| Leverage            | LVRG       | 0,6011   | 0,2629  | 0,4445           | 0,09341               | 1,347          |

Джерело: розраховано авторами на основі [6]

Таблиця 2

Коєфіцієнти специфікацій моделі (1) та їх статистична оцінка

| Змінна             | $\beta$ коєфіцієнт | Стандартна помилка | t-статистика | P-значення   |
|--------------------|--------------------|--------------------|--------------|--------------|
| Const ( $\alpha$ ) | 0,250              | 0,1052920          | 2,381        | 0,0173 **    |
| ESGRS              | -0,207             | 0,0469195          | -4,421       | 0,0005 ***   |
| SHRS               | 0,018              | 0,0051410          | 3,458        | 9,85-e06 *** |
| LVRG               | 0,144              | 0,154311           | 0,9345       | 0,3500       |

Джерело: розраховано авторами на основі [6]

Таблиця 3

Коєфіцієнти кореляції незалежних змінних моделі 1

| ESG Report Score | Shareholders Score | Leverage |                    |
|------------------|--------------------|----------|--------------------|
| 1,0000           | -0,5625            | 0,3403   | ESG Report Score   |
|                  | 1,0000             | -0,5026  | Shareholders Score |
|                  |                    | 1,0000   | Leverage           |

Джерело: розраховано авторами на основі [6]

Таблиця 4

Коєфіцієнти специфікацій моделі (1) та їх статистична оцінка

| Параметри моделі   | Pooled     |              | RE         |              | FE         |              |
|--------------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|--------------|
|                    | Коєфіцієнт | t-статистика | Коєфіцієнт | t-статистика | Коєфіцієнт | t-статистика |
| Const ( $\alpha$ ) | 0,251      | 2,381 **     | 0,251      | 2,381 **     | 0,552      | 2,933 ***    |
| ESGRS              | -0,002     | -4,421 ***   | -0,002     | -4,421 ***   | -0,001     | -1,222       |
| SHRS               | 0,018      | 3,458 ***    | 0,018      | 3,458 ***    | 0,011      | 1,342        |
| LVRG               | 0,144      | 0,9345       | 0,144      | 0,9345       | -0,501     | -1,539       |
| R <sup>2</sup>     | 0,768      |              | -          |              | 0,833      |              |

Джерело: розраховано авторами на основі [6]

ESGRS – оцінка якості та ступеню розкриття звітності за 100-бальною шкалою, SHRS – оцінка якості паритетної взаємодії з акціонерами за 12-бальною шкалою,  $\alpha$  – вільний член, який відображає вплив пропущених змінних або змінних, які не включенні в спостереження,  $\beta_1, \dots, \beta_7$  – невідомі коєфіцієнти моделі,  $i$  – номер об'єкта (компанії);  $t$  – часова змінна (роки),  $v_{it}$  – стандартна помилка. Коєфіцієнти специфікацій моделі з випадковим ефектом (RE) зазначено у табл. 2.

Згідно з результатами оцінювання моделі (1), R<sup>2</sup> дорівнює 0,768, F (3, 21) = 23,124. Виходячи з визначених коєфіцієнтів, формується фактичне рівня моделі:

$$Tobin`sQRatio_{it} = 0,250 - 0,207ESGRS_{it} + 0,018SHRS_{it} + 0,144LVRG_{it} + 0,059,$$

$$i=1, \dots, 5; t=1, \dots, 5 \quad (3)$$

Для перевірки можливої автокореляції між незалежними змінними побудуємо матрицю кореляції незалежних змінних моделі 1 (табл. 3).

Перехресні коєфіцієнти значно нижчі за 1, тож автокореляція малоїмовірна та вплив на результат не є значущим.

Дані мають панельну просторову структуру, тож для перевірки виявлених залежностей необхідно здійснити панельну діагностику отриманих результатів та визначити, які характеристики властиві вибраним даним: фіксовані (fixed effects, FE) чи випадкові (random effects, RE) ефекти.

Коєфіцієнти економетричної моделі у специфікаціях Pooled/RE/FE та їх статистичні оцінки представлено в табл. 4.

Проведені панельні тести свідчать про меншу результативність використання панельного МНК із фіксованими ефектами (FE), що пояснюється відмінностями компаній у сфері корпоративного управління. Вибрані для дослідження компанії розміщені у різних юрисдикціях та мають відповідати національним кодексам корпоративного управління США, Японії та Німеччини. Відмінність у законодавчих нормах формує якісні відмінності у керівництві компаніями та їх механізмами, як наслідок, риси, що надаються компаніям спільним сектором виробництва, частково нівелюються. Для такої структури вибірки, що має значні відмінності серед груп показників, оптимальним є використання МНК із випадковим ефектом (RE).

**Висновки з проведеного дослідження.** На основі результатів регресійного моделювання можна зробити такі висновки. Під час оцінки зв'язку ефективності корпоративного управління та ефективності діяльності використовувати Tobin's Q Ratio є доцільним. Висока значимість показників Shareholders Score свідчить про важливість паритетних відносин до прав та інтересів усіх груп акціонерів. Показник має позитивний знак, що підтверджує припущення стосовно лінійного впливу поліпшення рівня паритетних відносин (і, як наслідок, підвищення рівня оцінки за критеріями Thomson Reuters Business Group), призводить до більш ефективної фінансової діяльності компанії. Показник Shareholders Score є універсальним та не має чітко вираженого тяжіння до жодної з моделей корпоративного управління. Правила, норми, політики та механізми впровадження та підтримки паритетного ставлення до акціонерів не мають специфіки та не приймають особливостей юрисдикції або сфери діяльності компанії.

Інший показник, ESG Report Score, що є оцінкою звітності, має низький від'ємний коефіцієнт та свідчить про малоймовірну низьку залежність, пов'язану з можливою необ'єктивністю оцінки корпоративного управління за консолідованим показником відповідності. Припускається, що надмірна консолідація критеріїв нівелює специфіку різних моделей корпоративного управління та шкодить оцінці. Агрегована оцінка відповідності ESG Report Score не враховує особливостей моделей корпоративного управління Німеччини та Японії, визначаючи модель США як єдину вірну, тож не може слугувати універсальним фактором оцінки корпоративного управління компаній.

Фінансовий показник Leverage, що відноситься до непрямих показників стратегій корпоративного управління, має низькі показники значимості та не може бути врахований як фактор оцінки корпоративного управління, однак виступає його прямим результатом та є контрольною змінною, яка забезпечує підтримку зв'язку з критеріями ефективності діяльності компанії.

Висновки моделювання можуть бути застосовані для компаній на ринках, що формуються, та бути використані для порівняння векторів першочергового розвитку під час формування національних політик та кодексів корпоративного управління. Згідно з результатами дослідження, у першу чергу мають бути створені та застосовані механізми захисту прав акціонерів та політики контролю над зловживанням мажоритарним пакетом акцій. Такий пріоритет, окрім економічного ефекту збільшення ефективності діяльності компанії, створить додаткову привабливість українських компаній для інвесторів.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Tomas-Miskin S., Milosevic-Snjegota B. Implementation of corporate governance standards for company growth and development. *International Review*. 2017. P. 45–57. DOI : 10.5937/intrev1702045T.
2. Momani S., Al-Momani A., Azzam A. Corporate governance and the financial failure. 2019. Vol. 4. URL : [https://www.researchgate.net/publication/337801712\\_CORPORATE\\_GOVERNANCE\\_AND\\_THE\\_FINANCIAL\\_FAILURE](https://www.researchgate.net/publication/337801712_CORPORATE_GOVERNANCE_AND_THE_FINANCIAL_FAILURE) (дата звернення: 12.04.2020).
3. Dina P., The Relationship between Corporate Diversification, Corporate Governance and Corporate Social Performance in Indonesian Companies, 2016 Huddersfield, University of Huddersfield. URL : <http://eprints.hud.ac.uk/id/eprint/32622/> (дата звернення: 02.04.2020).
4. Karuntarat B. The Impact of Ownership Structure and Other Corporate Governance Mechanisms on Firm Performance, Accounting Discretions and Investor Perceptions: Evidence from Thailand before and after the Corporate Governance Reforms, 2013, Durham URL : [http://etheses.dur.ac.uk/10617/1/Karuntarat\\_thesis\\_2013.pdf](http://etheses.dur.ac.uk/10617/1/Karuntarat_thesis_2013.pdf) (дата звернення: 04.03.2020).
5. Hassan M., Corporate Governance And Compliance With International Financial Reporting Standards (IFRSs): Evidence from Two MENA Stock Exchanges, 2012, Aston University, Birmingham, URL : <https://research.aston.ac.uk/en/studentTheses/corporate-governance-and-compliance-with-international-financial-> (дата звернення: 17.05.2020).
6. Thomson Reuters Eikon Database : вебсайт. URL : <https://eikon.thomsonreuters.com/> (дата звернення: 20.06.2020).
7. Кодекс корпоративного управління / Національна комісія із цінних паперів та фондового ринку. URL : [https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2020/03/corporate-governance-code\\_final\\_ukr.pdf](https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2020/03/corporate-governance-code_final_ukr.pdf) (дата звернення: 15.06.2020).

#### REFERENCES:

1. Tomas-Miskin, Sonja & Milosevic-Snjegota, Branka. (2017). Implementation of corporate governance standards for company growth and development. *International Review*. 2017. 45-57. 10.5937/intrev1702045T.

2. Momani S., Al-Momani A., Azzam, A. (2019) Corporate governance and the financial failure. Vol. 4. 2019 Available at: [https://www.researchgate.net/publication/337801712\\_CORPORATE\\_GOVERNANCE\\_AND\\_THE\\_FINANCIAL\\_FAILURE](https://www.researchgate.net/publication/337801712_CORPORATE_GOVERNANCE_AND_THE_FINANCIAL_FAILURE) (accessed 12 April 2020).

3. Dina P. (2016) The Relationship between Corporate Diversification, Corporate Governance and Corporate Social Performance in Indonesian Companies (Doctoral Thesis), Huddersfield, University of Huddersfield

4. Karuntarat B. (2013) The Impact of Ownership Structure and Other Corporate Governance Mechanisms on Firm Performance, Accounting Discretions and Investor Perceptions: Evidence from Thailand before

and after the Corporate Governance Reforms (PhD Thesis), Durham

5. Hassan M. (2012) Corporate Governance And Compliance With International Financial Reporting Standards (IFRSs): Evidence from Two MENA Stock Exchanges (PhD Thesis), Aston University, Birmingham

6. Thomson Reuters Eikon Database: веб-сайт. Available at: <https://eikon.thomsonreuters.com/> (accessed 20 June 2020).

7. Kodeks korporatyvnoho upravlinnia [Corporate Governance Code]. The National Commission on Securities and Stock Market. веб-сайт. Available at: [https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2020/03/corporate-governance-code\\_final\\_ukr.pdf](https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2020/03/corporate-governance-code_final_ukr.pdf) (accessed 15 June 2020).