

ФОРМАЛИЗАЦИЯ УРОВНЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ С УЧЕТОМ ВЛИЯНИЯ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

УДК 339.13

Наталья Александровна Волкова,
аспирант московского государственного
университета экономики, статистики и
информатики (МЭСИ)
Кафедра ПИЭ
Тел. 8 (916) 752-80-91
Эл. почта: tatulya87@yandex.ru

В статье излагаются проблемы корпоративного управления с учетом российской специфики. Основное внимание уделяется взаимосвязи корпоративного управления и стоимости корпорации. Проводится сопоставление показателей, которые в большей степени удовлетворяют потребностям инвесторов и собственников компаний. Проводится сопоставление методов оценки стоимости компании. Предлагается подход количественной оценки качества корпоративного управления с учетом его взаимосвязи со стоимостью корпорации.

Ключевые слова: корпоративное управление, российская модель корпоративного управления, оценка стоимости корпорации, количественная оценка корпоративного управления.

Nataliya A. Volkova,
Post-graduate student, the Department of
Applied Informatics in Economics,
Moscow State University of Economics,
Statistics and Informatics (MESI),
Tel.: 8 (916) 752-80-91,
E-mail: tatulya87@yandex.ru

FORMALIZATION OF THE LEVEL OF A CORPORATE MANAGEMENT WITH DUE CONSIDERATION OF AN IMPACT IT ON COMPANY VALUE

The article discusses the problems of corporate management considering features of the Russian specifics. The great attention is focused on a relationship of corporate management and the company's value in general. The comparison of indicators that satisfy the needs of investors and owners of a company is hold. Methods of valuations are compared. The authors offer the approach to quantitative assessment of corporate management quality taking into account the value of the corporation.

Keywords: corporate management, Russian model of corporate management, valuations, quantitative assessment of corporate management.

1. Введение

Последнее десятилетие запомнилось крахом большого количества моделей управления компаниями во всем мире, которые привели к банкротству таких известных компаний, как Enron, WorldCom, GlobalCrossing и др [1].

Вопросы корпоративного управления становятся приоритетными при принятии решений о вложении средств в акции тех или иных компаний, а значит, корпоративное управление все в большей степени становится самостоятельным и значимым драйвером стоимости корпораций [2]. Так, при оценке кредитного рейтинга любой компании Moody's всегда обращает внимание на качественный уровень управления и менеджмента. В расчет принимается культура корпоративного управления, которая в значительной степени характеризует долгосрочную историю руководства компанией.

До сих пор не сформировалось единого общепринятого определения понятия корпоративного управления. Классическое определение корпоративного управления дал А. Кедбери: «Корпоративное управление – это система руководства и контроля за деятельностью компаний» [3], т.е. набор механизмов, в рамках которых функционирует компания, когда собственность отделена от управления ею. Данное определение не отражает всех аспектов этого сложного понятия. В более поздних своих трудах А. Кедбери отмечает главное назначение корпоративного управления как «поддержание баланса между экономическими и социальными, личными и общественными целями» [4]. Другие авторы определяют корпоративное управление и как совокупность закона, нормативного регулирования и соответствующей добровольной практики частного сектора для максимизации долгосрочной экономической ценности для своих акционеров (Айра М. Миллстейн); и как взаимоотношение между менеджментом компании и заинтересованными лицами (ОЭСР); либо как «концепцию, включающую в себя обсуждение структур управления и контроля компании» [5].

Если объединить данные определения в одно, то получается, что корпоративное управление – это концепция, которая включает в себя структуры управления компанией, инструменты контроля, законодательную базу, регламентацию прав и ответственности акционеров, совета директоров и управляющих, использующихся для поддержания баланса между экономическими и социальными, личными и общественными целями стейкхолдеров в процессе создания и распределения добавленной стоимости [5]. Исходя из данного определения, становится возможно отследить те или иные составляющие корпоративного управления, которые оказывают влияние на стоимость компании, а также более детально разобраться в механизме данного влияния.

2. Специфика российской модели корпоративного управления

В XX в. в мировой практике основной формой организации и управления в экономической сфере, где требуется объединение нескольких заинтересованных сторон, стала корпорация. Поэтому одной из главных задач приватизации явилось формирование корпоративной системы контроля над собственностью, которая в СССР непосредственно управлялась государством через административные каналы [6].

Российский закон о приватизации предусматривал несколько схем перехода государственной собственности в распоряжение коллективных владельцев, но во всех схемах в конечном итоге приватизация приводила к образованию корпоративной модели.

В период начальных рыночных преобразований отечественной экономики не уделялось должного внимания стратегическому аспекту деятельности корпораций, проблематика организации эффективной финансово-хозяйственной деятельности охватывала оперативный и тактический уровень, в качестве финансовой цели функционирования корпораций рассматривалась максимизация прибыли. Однако продолжающиеся процессы развития фондового рынка, активизация слияний и поглощений, растущий профессионализм акционеров и инвесторов

ориентируют собственников корпоративного капитала на качественно новый уровень выбора цели функционирования – максимизацию стоимости корпорации [7].

После массовой приватизации, происходившей при отсутствии хорошо проработанной и адекватной правовой базы, в России сложилась структура собственности, которую можно охарактеризовать как высококонцентрированная, инсайдерская, непрозрачная. С точки зрения теории это означает, что ключевым конфликтом в российской модели корпоративного управления является конфликт между контролирующими акционерами, одновременно, зачастую, являющимися генеральными директорами компании, и миноритарными акционерами [8].

Важной проблемой российской модели корпоративного управления, лежащей в плоскости институциональной и политической системы, является отсутствие фиксации и жестких гарантий прав собственности, полученных в процессе приватизации.

Система вознаграждения также не является эффективным механизмом корпоративного управления в российской модели. Недавнее исследование, проведенное МФК (IFC), показывает, что только 30% российских компаний имеют разработанную, утвержденную и применяемую систему вознаграждения сотрудников. При этом речь не идет об эффективности этих систем, а только лишь об их существовании в трети российских компаний. Учитывая тот факт, что высшие менеджеры и контролирующие акционеры в большинстве крупных российских компаний выступают в одном лице, злоупотребления, связанные с выплатой чрезмерно высоких вознаграждений, являются дополнительным значимым риском для миноритариев.

Российская модель корпоративного управления представляет собой «слоеный пирог», приготовленный из элементов различных моделей корпоративного управления, да к тому же взятых из различных эпох. Фактически формально присутствуют компоненты всех традиционных моделей корпоративного управления, известные в мировой практике (англо-американская и германская).

Несмотря на более чем пятнадцать лет реформ в России не сложился рынок профессиональных управляющих промышленными предприятиями.

В России в целом, недооцениваются преимущества качественного корпоративного управления.

Сохраняются жестко централизованные методы управления с опорой на строгую иерархию. Подход с позиции работы в команде для решения конкретных проблем бизнеса в России развивается очень медленно. В результате кризиса 2008 года, поразившего российскую экономику вследствие ее высокой зависимости от товарного экспорта и значительного внешнего финансирования, были выявлены следующие основные слабости и недостатки корпоративного управления в России [9] (см рис. 1), среди которых наиболее значимы:

- а) системы управления рисками;
- б) роль совета директоров в разработке корпоративной стратегии и контроле за ее осуществлением.

Кризис продемонстрировал, что наиболее уязвимый элемент корпоративного управления в российских корпорациях – это управление рисками. Многие российские корпорации, как правило, имеют карты рисков, обновляют их и следуют им, однако в практическом смысле все это делается формально, модели рисков, используемые на практике, не адаптированы под специфику ведения бизнеса в России.

В результате можно сделать вывод, что основной проблемой корпоративного управления в России является отсутствие адекватных механизмов анализа и оценки его эффективности, которые позволили бы определить значение каждого участника корпоративных отношений, контролировать менеджмент корпорации, адекватно определять и управлять финансовыми и нефинансовыми рисками.

3. Взаимосвязь корпоративного управления и стоимости корпорации

По результатам исследования в 2003 году была доказана прямая связь корпоративного управления и стоимости корпорации. Для оценки потенциала увеличения стоимости российских компаний за счет корпоративного управления проводилось эмпирическое исследование, основанное на регрессионном анализе панельных данных, используя данные по 40 крупнейшим публичным российским компаниям за период с середины 2000 г. по начало 2003 г. В качестве переменной, описывающей стоимость компаний, был использован показатель рыночной капитализации, оценивая его динамическую зависимость от группы переменных, описывающих влияние:

- фундаментальных факторов (выручки, рентабельности, рыночного индекса RTS, ликвидности, отраслевого фактора);
- внутренних механизмов корпоративного управления (фактор государственной собственности, иностранной собственности в форме ADR/GDR, рейтинга корпоративного управления – CORE4, агрегирующего эффективность совета директоров, системы вознаграждения и др. внутренних механизмов корпоративного управления);
- внешних механизмов корпоративного управления (качества институциональной среды (рейтинг CPI – Corruption Perception Index5), специфические политических рисков для нефтяных компаний; влияние конкурентных рынков);

Финансовые показатели лишь подводят итоги успешности бизнеса и прибыль как таковая, является лишь



Рис. 1. Слабости и недостатки в области корпоративного управления на уровне компаний, выявленные финансовым кризисом (%)

одним из элементов оценки деятельности компании.

Многолетний западный и уже наработанный отечественный опыт доказали, что компании, сосредоточенные только на прибыли за данный год или на обеспечении текущей рентабельности (понимаемой, как экономии на всем), страдают близорукостью. А правильный выбор критерия деятельности оказывает большое влияние на принимаемые решения.

Основные постулаты стоимостного подхода к оценке бизнеса:

- максимизация стоимости компании является главной целью стратегического управления;
- прирост стоимости является главным критерием эффективности управления.

То есть повышение эффективности управления предприятием определяется не только ликвидностью или величиной прибыли, а увеличением «цены» бизнеса. Целенаправленное управление требует выбора на верхнем уровне одной, ориентированной на стоимость, целевой функции. И такой целью является «стоимость бизнеса» в интересах его владельцев (собственников, акционеров).

Отсутствие развитого фондового рынка (рынка акций) не делает такой подход неприменимым в России. Даже в малом бизнесе, компания с поставленным регулярным менеджментом приобретает реальную стоимость и только такой бизнес можно продать как «бизнес», а не сумму материальных активов, эффективное управление

которыми неотделимо от самого предпринимателя.

В условиях быстро развивающихся рынков и острейшей конкуренции нефинансовая информация, базирующаяся на оценке нематериальных активов предприятия, приобретает все большее значение. Наряду с получением прибыли и повышением капитализации сегодня, первостепенное значение получают следующие цели: завоевания долей рынка, приобретения конкурентных преимуществ, прогрессивность технологий и уровня отлаженности бизнес-процессов, мощный и высококвалифицированный кадровый потенциал – все эти факторы имеют огромное значение и оказывают влияние на стоимость компании в настоящем и будущем.

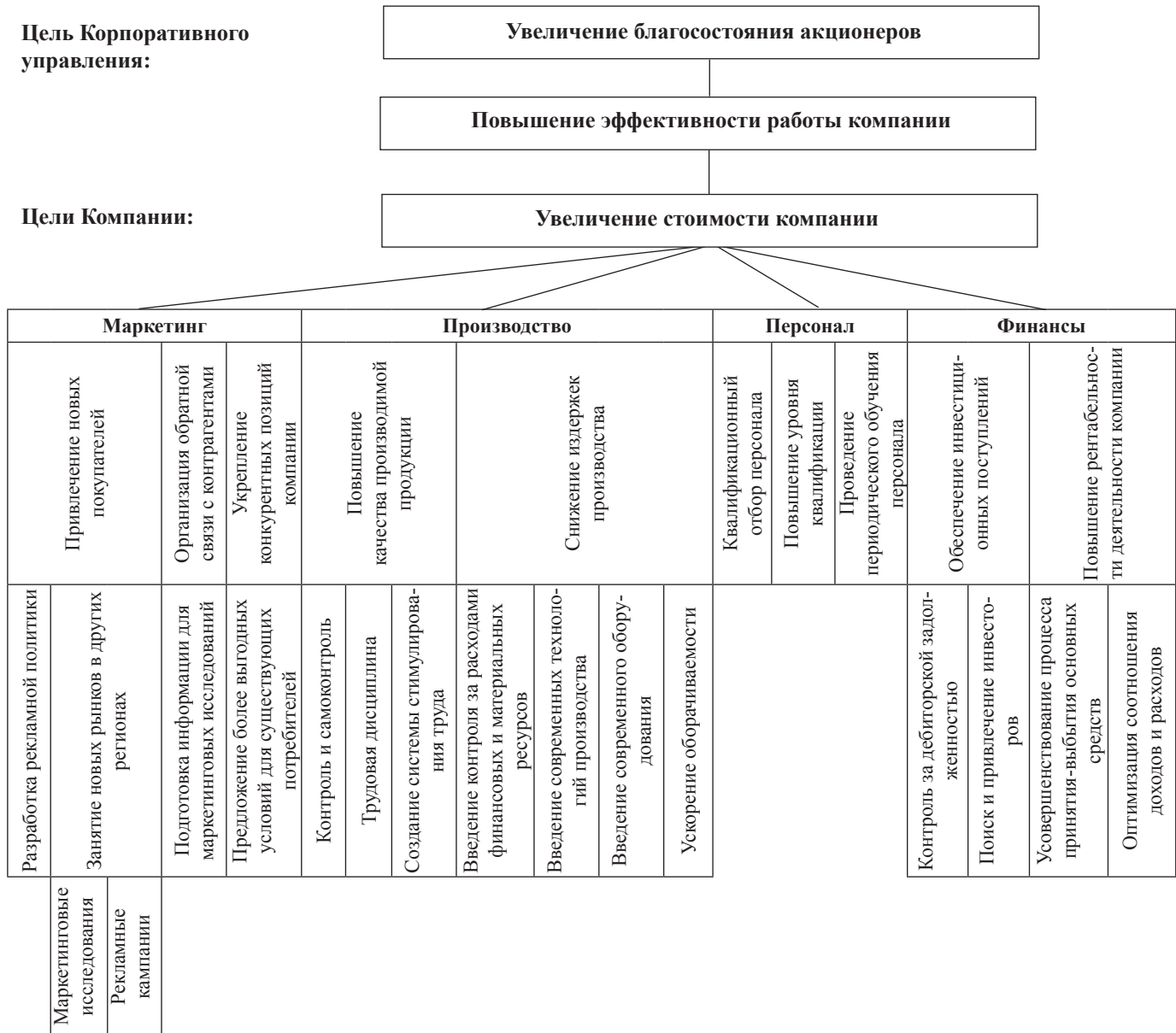


Рис. 2. Дерево целей компании

Система Balanced Scorecard (BSC) сбалансированная система показателей, дает возможность оценить эти факторы и открывает новые возможности для управления и позволяет контролировать тактическое состояние и стратегическое развитие бизнеса. Именно наличие такой сбалансированной системы показателей позволяет перейти от качественного описания целей предприятия через идеальный образ желательного будущего результата предпринимательской деятельности к операциональному.

Данная система положена в основы наиболее мощной и популярной в мире системы управления предприятием фирмы SAP AG – модуль SAP-SEM (Strategic Enterprise Management)

Используя этот подход, можно построить «дерево» целей (рис. 2 Дерево целей компании).

На верхнем уровне этого дерева находится Цель корпоративного центра компании, а именно увеличение благосостояния акционеров, являющееся основой для разработки стратегии развития.

Корпоративную стратегию в систему четко обозначенных целей и задач необходимо перевести в систему показателей, определяющих степень достижения данных установок:

- финансовой (какой компания представляется своим акционерам и инвесторам),
- маркетинговой (какой компания представляется своим покупателям),
- внутренних бизнес-процессов (какие бизнес-процессы необходимо улучшить, от каких отказаться, на каких сосредоточиться),
- обучения и роста (может ли компания продолжать свое развитие, повышать эффективность и увеличивать стоимость).

Предприятие (с точки зрения системного подхода) – это система, состоящая из связанных и управляемых элементов, производящая определенный продукт и потребляющая ресурсы. Соответственно, корпорация в свою очередь, – это система второго уровня, состоящая из связанных и управляемых элементов (предприятий), созданная с целью повышения эффективности деятельности своих элементов с использованием преимуществ интеграции. Поэтому при определении стоимости корпорации, как системы, необходимо учитывать не только все активы и пассивы, но и

менеджмент, управленческие связи и качество управления в целом корпорации [10].

4. Количественная оценка качества корпоративного управления

Так как для корпоративного управления, одной из целей которого является увеличение благосостояния акционеров, стоимость является одним из основных показателей эффективности работы менеджмента компании. Следовательно, управление компанией должно быть направлено на увеличение стоимости, и менеджмент должен быть заинтересован в этом так же, как и собственники. Так в концепции VBM корпоративное управление (далее КУ) рассматривается как один из факторов, влияющих на стоимость компании.

Один из наиболее значимых положительных эффектов от КУ – это улучшение доступа к финансированию. Как показывают данные, содержащиеся в правовых и финансовых публикациях, высокий уровень корпоративного управления может расширить доступ компаний к внешнему финансированию, понизить стоимость капитала и повысить стоимость компании, делая инвестиции более привлекательными, повысить операционную эффективность благодаря лучшему распределению ресурсов и совершенствованию менеджмента.

VBM-подход [5] предполагает использование показателя экономической добавленной стоимости, показывающий рост стоимости компании:

$$EVA = NA \times (ROIC - WACC), \quad (1)$$

где EVA (Economic Value Added) – экономическая добавленная стоимость;
 NA (Net Assets) – инвестированный капитал;
 WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость привлеченного капитала (акционерного и заемного);
 ROIC (Return on Invested Capital) – рентабельность инвестированного капитала.

Таким образом, рост стоимости компании зависит от способности повысить рентабельность вложений (ROIC) и снизить стоимость привлеченного капитала (WACC).

Можно выделить основные группы факторов влияния КУ на стоимость:

1) Защита интересов мелких инвесторов. Аутсайдеры более неохотно предоставляют финансирование и склонны к установлению более вы-

соких цен на предоставляемые финансовые ресурсы, если не уверены в обеспечении адекватной прибыли.

2) Информационная прозрачность компании. Предоставление регулярной, надежной и сопоставимой информации, позволяет обеспечить надлежащий контроль над деятельностью предприятия и оценить качество административного управления, что, в свою очередь повышает надежность компании в глазах инвесторов, облегчая доступ к рынку капиталов.

3) Эффективная система оперативной отчетности позволяет повысить эффективность принимаемых решений для достижения наилучшего результата, и способствует повышению рентабельности инвестированного капитала.

4) Деловая репутация компании. Наличие эффективной системы корпоративного управления улучшает репутацию, которая является весьма значимым нематериальным активом компании.

При анализе КУ основным вопросом становится количественная оценка его уровня, для того, чтобы на основе математической модели оценить его взаимосвязь со стоимостью компании.

В настоящее время уровень КУ компании измеряется при помощи рейтингов от крупных экспертных агентств, таких как ЭКСПЕРТ РА, РБК, S&P, CORE-рейтинг. Но для такого способа измерения КУ существует одно важное условие: эти агентства должны включать оцениваемую компанию в свой список и отслеживать состояние корпоративного управления в ней. В российской практике далеко не все компании попадают в поле обозрения рейтинговых агентств, а уж тем более, если компания или корпорация принадлежит к среднему бизнесу. В этом случае возможен вариант проведения опроса среди акционеров, членов совета директоров, топ-менеджмента, иных заинтересованных лиц. Но эта процедура довольно-таки трудоемкая, и может встретить сопротивление как со стороны опрашиваемых лиц (так как количество вопросов велико), так и со стороны тех, на кого возложена функция «попытожить» результаты. Такие опросы нужно проводить как минимум раз в год, а лучше раз в полгода, и строить график изменения результатов как общих, так и по отдельным пунктам.

Но, так как факт влияния КУ на стоимость корпорации доказан многи-

ми научными исследованиями, можно составить математическую модель зависимости, и вывести количественную оценку из величины стоимости компании. За основу возьмем модель EVA, в которой учитывается величина инвестированного капитала, его стоимость, рентабельность и фактор КУ для выяснения значимости его влияния. Таким образом, модель будет иметь вид:

$$PK = K1 \times \text{ЧА} + K2 \times \text{РП} + K3 \times \text{ДЗ} + K4 \times \text{КУ}, \quad (2)$$

где PK – относительный показатель изменения рыночной стоимости;
 ЧА – относительный показатель изменения чистых активов компании за рассматриваемый период;
 РП – рентабельность продаж;
 ДЗ – коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств;
 КУ – уровень качества корпоративного управления;
 K1, K2, K3, K4 – коэффициенты при переменных;

При разработке и интерпретации данной модели количественной оценки качества КУ следует решить ряд таких задач, как:

1. Провести регрессионный анализ данной модели с целью получения значений коэффициентов K1-K4;
2. Разработать и построить качественную шкалу оценки корпоративного управления, используя принципы и методы нечеткой логики;
3. Определить внешние и внутренние факторы, влияющие на уровень корпоративного управления и зависящие от него.

Данная модель является лишь «первым шагом» на пути к построению функциональной зависимости КУ и стоимости корпорации. Расчет уровня КУ может быть уточнен с учетом отраслевых особенностей и т.д. В дальнейшем необходимо совершенствование данной модели, с вводом новых переменных и комплексных индексов, учитывающих отраслевые

особенности и другие факторы, влияющие на уровень КУ.

Решение выше описанных задач и построение модели количественной оценки корпоративного управления помогут построить и проанализировать динамику уровня корпоративного управления, что позволит менеджменту своевременно вносить корректировки в план мероприятий по управлению, в результате чего может быть увеличена стоимость корпорации.

Литература

1. Старюк П.Ю. Корпоративное управление и стоимость корпорации: ситуация в России // Управление компанией, 2004, № 1 (32), стр. 50-57.
2. Старюк П.Ю. Враждебные поглощения в России: последние тенденции и возможные перспективы // Слияния и поглощения, 2005, № 1 (23), стр. 60-67.
3. Кедбери А. Отчет по финансовым аспектам корпоративного управления в Великобритании // 1992
4. Кедбери А. Корпоративное управление и развитие // Глобальный форум по корпоративному управлению, 2003
5. Поршаков С. Корпоративное управление в России и странах ЕС: пути совершенствования // Россия в глобальной политике, 2006, № 1
6. Антонов В.Г., Крылов В.К., Кузьмичев А.Ю., Масленников В.В., Панфилова Е.Е., Серебрякова Г.В. Факторы, влияющие на становление корпоративного управления // «Инфра-М», 2006г.
7. Скачкова Н.Е. Формирование финансовой стратегии корпорации // Автореферат, 2005, 25 с.
8. Березец И.В., Елфимова М.В., Зотова И.Г., Ильина Ю.Б. и др. Практика корпоративного управления в России: определение границ национальной модели // Экспертно-аналитический доклад, 2011
9. Современное корпоративное управление в России глазами зарубежных

бизнесменов и экспертов // Результат совместного исследования НСКУ и Российско-британской торговой палаты, 2010

10. Павловец В.В. Оценка бизнеса. Системный подход // Consulting.ru, 2001, № 1 (111)

References

1. Staryuk P.Yu. The corporate management and the value of a company in Russia // The management of a company, 2004, № 1 (32), p. 50-57.
2. Staryuk P.Yu. Hostile takeovers in Russia: recent trends and future prospects // Mergers and take-overs, 2005, № 1 (23), p. 60-67.
3. Kedbery A. Report on the financial aspects of corporate governance in the UK // 1992
4. Kedbery A. The corporate management and the evolution // The global corporate governance forum, 2003
5. Porshakov S. Corporate governance in Russia and the countries of the EU: the path of perfection // Russia in global Affairs, 2006, № 1.
6. Antonov V.G., Krylov V.K., Kuzmichov A.U., Maslennikov V.V., Panfilova E.E., Serebryakova G.V. Factors influencing the formation of the corporate management // «Infra-M», 2006
7. Skachkova N.E. Formation of financial strategy of the Corporation // Author's abstract, 2005, p. 25
8. Berezec I.V., Elfimova M.V., Zotova I.G., and others. The practices of corporate management in Russia. The definition of the boundaries of the national model // The expert-analytical report, 2011
9. Modern corporate governance in Russia through the eyes of foreign businessmen and experts // The result of joint research branch and the Russo-British chamber of Commerce, 2010
10. Pavlovec V.V. Business valuation. System approach // Consulting.ru, 2001, № 1 (111).