

ВЗАИМОСВЯЗЬ КОНЦЕПЦИИ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ И КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Владимир САВЧУК

Кафедра «Финансы и банки»

Odată cu dezvoltarea relațiilor de piață în Republica Moldova este stabilit un factor important al competitivității întreprinderilor autohtone în perspectivă îndelungată, și anume: prezența obiectivului fundamental de dezvoltare a businessului, adică creșterea valorii reale a acestora și edificarea unui sistem eficient de gestionare. Dinamica pozitivă a costului întreprinderii determină funcționarea ei stabilă pentru o perioadă îndelungată și, respectiv, contribuie la creșterea bunăstării populației și la dezvoltarea social-economică a țării.

With the evolution of market relations in Moldova, an important long-term competitiveness factor of domestic companies is established, namely - the presence of the fundamental objective of business development, in the increase of their real value and the creation of an efficient management system. The positive dynamics of the enterprise cost predisposes a stable functioning and for a long period - economic growth in the society.

По мере развития рыночных отношений в нашей стране, важнейшим фактором конкурентоспособности отечественных предприятий в долгосрочной перспективе является наличие фундаментальной цели развития бизнеса – прирост его реальной стоимости, и построение эффективной системы управления, ориентированной на достижение этой цели. Положительная динамика стоимости предприятия предопределяет долгосрочное и устойчивое его функционирование, способствует росту благосостояния общества и социально-экономическому развитию страны.

Управление предприятием должно включать управление процессами формирования стоимости по критериям ее максимизации в долгосрочной перспективе. В экономической науке сформировался стоимостной подход к управлению предприятием, имеющий принципиальные особенности. Управление с позиции этого подхода не может быть прерогативой исключительно руководящего аппарата, а призвано совершенствовать принятие управленческих решений на всех уровнях предприятия. В нем изначально заложена предпосылка, что принятие решений «сверху вниз» не приносит должных результатов, особенно в крупных многопрофильных корпорациях. Такое управление должно поддерживать разумное равновесие между долгосрочными и краткосрочными целями деятельности и, по сути, представляет собой непрерывную реорганизацию, направленную на достижение положительной динамики стоимости предприятия. Управление с указанных позиций требует анализа существующих и разработки новых методов оценки стоимости предприятия с целью планирования и постановки управленческих задач для ее максимизации.

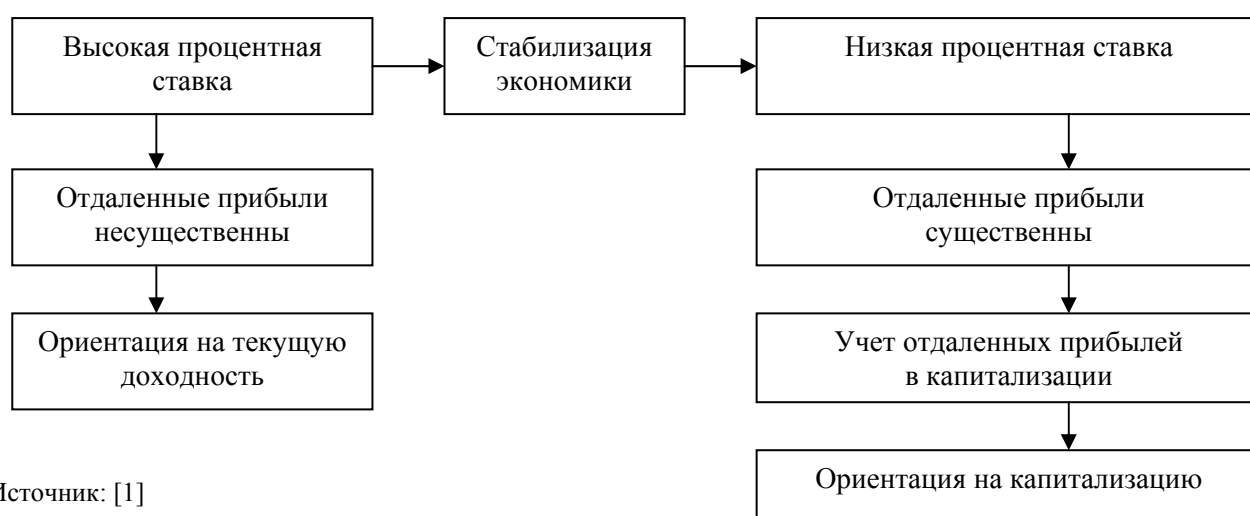
В нашей стране, по мере становления рыночных отношений, ситуации, в которых становится необходимым использовать технологии оценки бизнеса, стали возникать значительно чаще. В первую очередь, рост рынка недвижимости вызвал спрос на рыночную оценку стоимости. Развитие кредитных, страховых и арендных отношений, купля-продажа недвижимости, а также машин и оборудования, разработка бизнес-планов инвестиционных проектов, слияние и разделение предприятий, аукционы и конкурсы по продаже пакетов акций предприятий, процедура банкротства и масса других ситуаций, возникающих в хозяйственной практике, сформировали потребность в достоверной оценке тех или иных объектов собственности в каждом конкретном случае.

До недавнего времени оценка стоимости рассматривалась в отрыве от целей и задач стратегического управления и финансового менеджмента. Однако в настоящее время разработанных методов и приемов недостаёт для изменившихся экономических отношений. Поэтому необходимо расширить арсенал аналитических инструментов, при помощи которых можно было бы не только реально оценивать стоимость бизнеса, но и управлять процессами максимизации его стоимости. Недостаточность традиционных подходов вызывается действием множества факторов: уменьшением жизненных циклов продуктов и услуг, нарастающей конкуренцией, глобальными экономическими спадами, сложностью финансовых инструментов, используемых участниками рынка. Эти, а также другие факторы, все настойчивее требуют новых подходов к управлению предприятием.

Таким образом, возникает задача разработки методического аппарата для планирования, анализа и оценки эффективности управленческих решений с позиций стоимостного подхода. Данный методический аппарат должен включать в себя, в частности, методы выявления ключевых показателей производственной деятельности, влияющих на стоимость бизнеса, и определения их чувствительности к параметрам среды, а также систему мониторинга управления процессами увеличения стоимости.

Решение глобальных задач современного бизнеса требует объединения усилий, привлечения других собственников и инвестиций. Формирование инвестиционной привлекательности – еще одна важнейшая задача корпоративного управления в нашей стране.

Снижение процентной ставки приводит к смещению центра тяжести с разовых сделок и единовременного извлечения прибыли на долговременные прибыли и капитализацию (см. схему 1). Фактически стоимость бизнеса заключается в стоимости будущих прибылей, взятых с учетом временной стоимости денег.



Источник: [1]

Схема 1. Потребность в управлении стоимостью.

Ориентация на капитализацию приводит к тому, что все управленческие решения рассматриваются не с точки зрения текущей доходности, а с точки зрения их влияния на капитализацию. При этом возникает проблема ликвидности капитализации, то есть возможности превращения ее в деньги при возникновении такой необходимости. При принятии решения необходимо прежде всего поставить цель: к примеру – получение долгосрочной прибыли, или же обеспечение притока наличности, или решение текущих проблем в бизнесе. Первая цель – стратегическая, вторая и третья – оперативные цели, реализация которых необходима для достижения стратегической. Поэтому прежде всего определяется текущая потребность.

Если текущая потребность – рост капитализации, то исследуются рынки, возможности и условия продаж. Только на основе этих факторов формируется и анализируется поле потенциального выбора. Для объектов потенциального поля выбора определяются факторы, отрицательно влияющие на стоимость. Оценивается величина этого влияния и исследуется возможность полного или частичного устранения таких факторов. Далее рассматривается эффект от устранения поражающих факторов. Анализируется устойчивость эффекта к факторам риска и форс-мажора. Решение принимается на основе учета итоговых эффектов, риска и вложений.

Стоимость бизнеса превращается в наличные с помощью продажи бизнеса полностью или частично. Большой частью при этом продается пакет акций. Акции легче всего продать на фондовых рынках. Чем более развиты финансовые рынки, тем легче, дешевле и быстрее капитализация переводится в наличные деньги. Доступ к финансовым рынкам обуславливает ряд требований, большей частью касающихся защиты прав акционеров и прозрачности системы управления.

Принципы управления стоимостью компаний тесно связаны с принципами развивающегося в последнее время в нашей стране корпоративного управления. Международная практика рынка капиталов,

крупнейших банков и иных финансовых институтов свидетельствует: высокие стандарты корпоративного управления – обязательное требование инвесторов к потенциальным партнерам, получателям инвестиций. Задача совершенствования корпоративного управления стала одной из самых актуальных проблем крупного и среднего бизнеса в последнее десятилетие.

Термин «корпоративное управление» используется в различных трактовках:

- наиболее узкая – это трактовка корпоративного управления как системы взаимоотношений между акционерами и менеджерами предприятия, направленной на защиту интересов акционеров от оппортунистического поведения менеджеров;
- более широкая трактовка предполагает систему взаимоотношений менеджеров со всеми финансовыми инвесторами, то есть акционерами и кредиторами (включая владельцев иных ценных бумаг корпорации);
- наиболее широкая трактовка включает в число участников так называемых «стейкхолдеров», то есть влиятельных лиц, финансовых и нефинансовых инвесторов, имеющих в корпорации свои интересы и влияющих на ее деятельность.

В соответствии с определением Мирового банка, корпоративное управление объединяет в себе законодательство, нормативные положения и практику хозяйствования в частном секторе, что позволяет обществам привлекать ресурсы, эффективно осуществлять хозяйственную деятельность и, таким образом, продолжать свое функционирование, накапливая долгосрочную экономическую стоимость путем повышения стоимости акций, соблюдая при этом интересы акционеров и общества в целом.

К середине первого десятилетия XXI века основные предпосылки для исследований в области корпоративного управления изменились:

1. Институциональная среда (форма собственности, правовая система, рынок ценных бумаг, банковская система) оказывает существенное влияние на формирование системы корпоративного управления в переходных экономиках.

2. Наиболее типичной формой собственности в мире является концентрированная собственность.

3. Происходит уравнивание роли рынка ценных бумаг и банков в финансировании инвестиционного процесса.

Согласно опросу консалтинговой компанией McKinsey двухсот крупнейших инвестиционных компаний, 75% из них считают качество корпоративного управления фактором не менее важным, чем финансово-экономические показатели. В странах же с переходной экономикой при принятии инвестиционных решений они отдают приоритет качеству корпоративного управления. 80% инвесторов согласны на «надбавку» за качество корпоративного управления к стоимости акций, причем размер премии находится в пределах от 20% до 50% и более, в зависимости от экономического развития страны [2].

Инвестиционные фонды (причем как прямых/венчурных, так и портфельных инвестиций) уделяют больше внимания структуре акционеров и руководства компаний – объектов инвестиций, нежели уровню их доходности. По мнению респондентов, «прозрачность деятельности компании считается более важной, чем оптимальные балансовые показатели». Многие инвесторы отметили, что ключевыми предпосылками для инвестиций в компанию являются честность и компетентность руководства, а также безупречная репутация акционеров.

Сторонники внедрения принципов корпоративного управления утверждают: действенная система корпоративного управления важна как один из главных инструментов создания акционерной стоимости. Увеличение ценности компании, которая выражается ее капитализацией в случае ликвидного фондового рынка, либо возможной ликвидной ценой при отсутствии такового, является одной из ключевых целей, которые ставит перед собой собственник. В соответствии с «Руководством по корпоративному управлению для европейских собственников – 2000», целью менеджмента компании является максимизация акционерной стоимости в долгосрочном периоде. В этом и других аналогичных документах отмечается, что акционеры должны быть информированы о финансовых целях, стратегии, перспективах компании, а также о чувствительности ее показателей к факторам риска. Направление исследований в области корпоративного управления, связанное с исследованием этой проблемы, привело к появлению научной дисциплины, которая носит название «менеджмента (управления), нацеленного на создание стоимости» (Value-Based Management). Это концепция управления, направленная на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации, влияющих на ключевые факторы стоимости.

Основные принципы корпоративного управления нашли свое отражение в методах, применяемых в рамках VBM-подхода. Например, оценка инвестиционной привлекательности фирмы по методам VBM-подхода согласуется с ключевым аспектом принципов корпоративного управления – обеспечение притока внешнего капитала. Принцип раскрытия информации и прозрачности предполагает предоставление регулярной, надежной и сопоставимой информации, позволяющей обеспечить надлежащий контроль над деятельностью предприятия и оценить качество административного управления. Именно данный принцип позволяет с помощью методов стоимостного управления оценить эффективность менеджмента и обеспечить основу для оценки ценных бумаг.

Основной задачей правления (собственников) является контроль над эффективностью практики управления администрацией компании. Стоимостные методы управления позволяют выявить ключевые факторы стоимости, степень ее созидания/разрушения. Анализ показателей, отражающих процесс создания стоимости, позволяет Совету директоров компании и общему собранию акционеров контролировать эффективность практики управления администрацией компании. Важные стратегические решения анализируются с точки зрения их влияния на стоимость бизнеса – это позволяет получить интегрированную стоимостную оценку как ближайших, так и более отдаленных последствий, учесть влияния на различные направления бизнеса и т.д. Для менеджеров же они служат инструментом принятия решений по оперативному распределению ресурсов предприятия. Как следствие, этим обеспечивается двусторонняя связь между правлением и управленческим блоком компании.

Таким образом, корпоративное управление на основе VBM-подхода позволяет повысить инвестиционную привлекательность компании, создать приток внутренних и внешних источников финансирования, обеспечить максимизацию стоимости компании. Кроме того, повышение стоимости бизнеса может стать целью, для достижения которой становится возможным согласование интересов различных групп участников корпоративных отношений.

Эффективная система корпоративного управления воздействует на каждый из рычагов создания стоимости. Во-первых, использование международных стандартов бухгалтерской отчетности открывает компании доступ к более дешевому финансированию в западных банках и финансовых институтах. Независимый аудит обеспечивает необходимый уровень доверия к отчетности, на основании которой принимаются управленческие решения. Таким образом, снижается стоимость привлеченного капитала, что позволяет компании реализовывать проекты, которые не могут быть осуществлены ее конкурентами из-за более высокой стоимости привлеченного капитала.

Во-вторых, эффективная система корпоративного управления повышает прозрачность компании, что позволяет инвесторам судить о финансовых результатах ее деятельности и управленческих процессах. Это, в свою очередь, повышает надежность компании в глазах инвесторов, внушает больше уверенности в том, что она способна обеспечить акционерам приемлемый уровень доходности вложений, облегчая, таким образом, доступ к рынку капитала. В-третьих, применение системы оперативной отчетности позволяет повысить эффективность принимаемых решений для достижения наилучшего результата, а следовательно, способствует повышению рентабельности инвестированного капитала. Подотчетность же менеджеров акционерам снижает риск их оппортунистического поведения до минимума. И, наконец, наличие эффективной системы корпоративного управления улучшает репутацию, которая является весьма значимым нематериальным активом компании.

Различные аспекты корпоративного управления за последние десятилетия стали предметом многочисленных эмпирических исследований. Это отражает тот факт, что инвестиционное сообщество начало придавать все большее значение отношениям компаний с различными группами заинтересованных лиц, а также той роли, которую корпоративное управление играет в динамике рыночной капитализации корпораций и в системе финансового менеджмента. В академической сфере это нашло отражение в виде широкого и достаточно неоднородного направления эмпирических исследований и прикладных теорий, изучающих взаимосвязь корпоративного управления с показателями финансовой эффективности компаний как на развитых, так и на развивающихся рынках. Несмотря на то, что данное поле исследований достаточно разработано, изучению взаимодействия агрегированных индикаторов качества корпоративного управления и финансовых показателей компании посвящено лишь несколько активно цитируемых работ. До относительно недавнего времени круг таких работ был ограничен исследованиями данной проблемы лишь в развитых странах.

В настоящее время широкое распространение консультационных услуг в сфере корпоративного управления и усиление роли институциональных инвесторов привело к значительному росту числа работ, посвященных корпоративному управлению и на развивающихся рынках. Отчасти это было обусловлено появлением компетентных обзоров практики корпоративного управления в развивающихся странах, проведенных институциональными инвесторами и рейтинговыми агентствами.

На текущий момент количество исследований, в которых изучается взаимосвязь агрегированных показателей качества корпоративного управления и финансовой эффективности на макроуровне, относительно невелико [3; 4]. Из данных работ только в одной не обнаруживается взаимосвязи между качеством корпоративного управления и финансовой эффективностью. В то же время в другой работе отмечается, что отсутствие значимого эффекта в ряде эмпирических исследований на макроуровне обусловлено систематической ошибкой при формировании выборки, а также проблемой эндогенности, вызванной тем фактом, что между качеством корпоративного управления и финансовой эффективностью существует как прямая, так и обратная причинно-следственная связь.

В большинстве макроэкономических исследований достаточно согласованно зафиксированы следующие основные выводы:

- 1) компании в странах с более высоким средним уровнем качества корпоративного управления демонстрируют более высокие показатели финансовой эффективности;
- 2) правовая система, качество механизмов принуждения к исполнению контрактов, политический режим и уровень развития экономики – значимые модераторы взаимосвязи между качеством корпоративного управления и финансовой эффективностью;
- 3) в странах с более низким уровнем защиты прав инвесторов и акционеров влияние качества корпоративного управления на показатели финансовой эффективности сильнее, то есть корпоративное управление до известных пределов компенсирует слабость национальных законодательных и правоприменительных институтов.

Тем не менее, исследователи не приходят к консенсусу относительно ряда других, не менее важных вопросов. В частности, если А. Дурнев и Э. Ким отмечают приоритет качества корпоративного управления на уровне фирмы по отношению к характеристикам национальной системы корпоративного управления в части оказываемого влияния на финансовую эффективность, то в ряде других работ представлен прямо противоположный эффект. Кроме того, в макроэкономических исследованиях игнорируется преимущественно тот факт, что процедуры корпоративного управления тесно связаны с характеристиками экономического, политического и правового окружения, что обуславливает возникновение проблемы эндогенности.

При этом существует ряд научных работ, в которых установлена зависимость между рыночной стоимостью компаний и качеством их корпоративного управления. Этот вывод сделан как на основе исследований практики отдельных стран, так и сравнительного анализа опыта нескольких стран. Выявлено, что усилия, направленные на рост качества корпоративного управления компаний, привели к снижению ставки доходности, требуемой инвесторами за риск, или ее затрат на капитал. Этот эффект проявил себя на рынке капитала также в положительной динамике курсов акций [5]. Установлено, что снижение прозрачности деятельности компании ведет к росту рисков и увеличению требуемой собственником доходности инвестиций, в то время как компании с более прозрачными показателями о прибылях и с наличием независимого аудитора имеют более низкий уровень требуемой доходности.

Литература:

1. Тренев В.Н., Тренев Н.Н. Управление стоимостью – новый приоритет управления бизнесом // Менеджмент в России и за рубежом, 2006, №5, с.99-104.
2. Investor Opinion Survey. McKinsey, July, 2002. // www.mckinsey.com/features/investor_opinion/index.html
3. Anderson A., Gupta P.P. A cross-country comparison of corporate governance and firm performance nexus: Do financial structure and the legal system of a country matter? // Working paper / Lehigh University, 2006.
4. Durnev A., Kim E. The interplay of firm-specific factors and legal regimes in corporate governance and firm valuation // Working paper / University of Michigan, 2002.
5. Dalton C.M., Dalton D.R. Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions // The British Journal of Management, 2005, vol. 6, sl., s.91-97.

Prezentat la 07.07.2012