

## Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления

© 2007 П.Ю. Старюк

Государственный университет “Высшая школа экономики”

Автором отстаивается следующая позиция: эффективные собственники должны ставить перед менеджментом задачу построения внутрикорпоративной системы управления стоимостью компании и строить отчетность компании, ориентируясь на ключевые факторы создания стоимости (value based management). Ставится вопрос о необходимости проведения интеграции нефундаментальных факторов стоимости, в том числе корпоративного управления, в общую систему стратегического управления стоимостью компании. Рассматривается инструментарий, позволяющий оценивать вклад комплекса финансовых факторов и корпоративного управления в создание рыночной стоимости компаний, приводятся рекомендации по построению системы стратегического управления стоимостью компании на основе подобного инструментария.

В последнее время проблемы корпоративного управления - *corporate governance*<sup>1</sup> (далее КУ) - привлекают все большее внимание как российских, так и международных бизнесменов, политиков и исследователей. Развитие теории финансов сделало актуальной задачу анализа нефундаментальных факторов, создающих стоимость бизнеса, и изучение влияния различных организационных моделей построения отношений между акционерами, менеджментом и стейкхолдерами<sup>2</sup> (моделей КУ) на эффективность деятельности компании и, соответственно, на ее стоимость. Данная проблематика превратилась в новое и весьма важное направление исследований, имеющее прямой выход на практику. Представляя собой лишь не так давно признанный, но не менее важный, чем фундаментальные факторы, источник создания стоимости компаний, КУ отстает от открытым для изучения ряда важнейших вопросов, связанных с механизмами и значимостью своего воздействия на стоимость. В практической сфере объективные процессы, связанные с глобализацией экономики и обострением конкуренции на товарных и финансовых рынках, вызывают необходимость реформирования подходов к управлению компаниями и поиска наиболее эффективных практик корпоративного управления. Последнее становится не просто вопросом создания

дополнительных конкурентных преимуществ компании, а вопросом выживания компании на рынке в среднесрочной и долгосрочной перспективе. В данном контексте концепция *стоимостного подхода к управлению (value based management)*, исходящая из задачи максимизации стоимости управляемых активов, как главной цели собственников и менеджмента, постепенно начинает доминировать в практике управления зарубежными корпорациями. Для российских компаний стоимостный подход к совершенствованию управления также приобретает высокую актуальность, так как национальные компании, пройдя этап консолидации активов, вынуждены перед лицом нарастающей глобальной конкуренции перейти в фазу эффективного управления и создания максимальной стоимости бизнеса.

### Эволюция распределения собственности и целей собственников в России

Необходимо отметить, что российская экономика за последние 20 лет претерпела кардинальные изменения. Фундаментальная трансформация структуры собственности, экономические, институциональные и политические факторы обусловили процесс эволюции поведения частных собственников в России. Можно выделить следующие основные этапы эволюции основных целей собственников в России.

**Этап 1 (1987-1997 гг.). Развал советской системы собственности и массовая приватизация** через залоговые аукционы - на данном этапе основной задачей российских собственников была максимизация объема подконтрольных активов и получение их наиболее дешевым способом за счет доступа к административному ресурсу.

**Этап 2 (1997-2002 гг.). Перераспределение собственности и ее реструктуризация** - на данном этапе основными задачами собственников

<sup>1</sup> Англоязычный термин “*corporate governance*” наиболее полно и адекватно отражает широту изучаемого явления. Попытки перевода данного термина на национальные языки часто приводят к существенной методологической и терминологической путанице. Во всех других языках, будь то русское *корпоративное управление*, французское *gouvernement d'entreprise*, часто происходит путаница данного понятия с общими вопросами менеджмента.

<sup>2</sup> Под стейкхолдерами (от англ. *stakeholder*) традиционно понимаются группы субъектов, непосредственно участвующих в деятельности компании и имеющих в ней значимые экономические и иные интересы, кредиторы, сотрудники, административные органы и др.

было: а) расширение подконтрольных профильных активов путем проведения враждебных поглощений с использованием изъятий в акционерном законодательстве и законодательстве о банкротстве и доступа к административным ресурсам; б) формирование холдингов и выделение профильных направлений бизнеса; в) избавление от полученных в ходе приватизации непрофильных активов; г) финансовое оздоровление профильных активов и создание структур и систем управления; д) обеспечение механизмов контроля денежных потоков и создание оффшорных финансовых сервисных компаний с целью трансферта потоков в юрисдикции с более высокой способностью обеспечить права собственности и безопасность активов.

**Этап 3 (2002 г. - наше время). Отделение собственности от менеджмента** - на данном этапе наблюдается создание основных элементов систем корпоративного управления в российских многопрофильных холдингах, а также начало передачи функций операционного управления, которые ранее осуществлялись непосредственно собственниками, профессиональным менеджерам. Основной задачей собственников, однако, по-прежнему, оставалось управление и контроль над денежными потоками, что осуществлялось путем трансфертного ценообразования, оффшорных структур и т.п. Одновременно, функции стратегического управления и принятия ключевых решений в подавляющем большинстве компаний остаются за собственниками-инсайдерами, и уровень делегирования функций управления профессиональным менеджерам недостаточно высок.

**Этап 4 (наше время - 2010 г.).** В настоящее время параллельно с формированием полноценных систем корпоративного управления российских компаний наблюдается тенденция перехода к концепции “*value based management*”, когда основной задачей собственников, в том числе формулируемой перед менеджментом, становится управление стоимостью компании, т.е. прежде всего капитализацией генерируемых бизнесом денежных потоков, а не самими потоками. В то же время можно констатировать тот факт, что переход к стоимостному подходу находится лишь в начальной фазе своего развития. Пока лишь несколько, наиболее прогрессивных в обозначенном контексте, крупных российских компаний на практике осмысленно переходят к *value based management* (например, Golden Telecom, МТС, IBS), тогда как большинству национальных компаний предстоит это сделать.

Таким образом, мы говорим пока больше о нормативном характере перехода к стоимост-

ным подходам в управлении российскими компаниями. На наш взгляд, *основной задачей эффективного собственника должно являться создание ликвидной стоимости компании (стоимости, которая признана рынком и в любой момент может быть конвертирована в денежные средства, путем продажи части или всей компании), а также создание системы стратегического управления стоимостью компании с целью ее максимизации. Именно такой подход, ориентированный на создание стоимости бизнеса, может обеспечить не только значимые конкурентные преимущества для самой компании, но и наиболее прогрессивным способом максимальное благосостояние акционеров компании и его конвертируемость в денежные средства.*

В реализации подобного подхода необходимо выделить две основные составляющие: 1) признание стоимостного подхода основной концепцией управления компанией; 2) понимание основных факторов стоимости компании, разработка и внедрение инструментария и механизмов управления стоимостью.

Рассмотрим кратко основные факторы стоимости и роль корпоративного управления, как одного из важнейших драйверов стоимости компании.

#### **Основные факторы стоимости: фундаментальные показатели и корпоративное управление**

В теории финансов стоимость актива (в том числе компании) определяется как дисконтированная стоимость свободных денежных потоков, доступных владельцам капитала, она зависит, таким образом:

а) от *факторов операционной эффективности* (темп роста продаж, рентабельность продаж, эффективная налоговая ставка и др.);

б) *факторов инвестиционной эффективности* (эффективность инвестиций в оборотные активы и долгосрочные активы);

в) *факторов финансовой эффективности* (оптимизация структуры и стоимости капитала).

Данные факторы можно объединить термином “*фундаментальные показатели*”. Концепции и практические методики управления фундаментальными показателями достаточно хорошо изучены и отработаны на практике.

**Корпоративное управление** представляет собой самостоятельный значимый риск для владельцев капитала, и в особенности для владельцев акционерного капитала (акционеров) в связи с отсутствием у последних обеспечения и наиболее низкого статуса в очереди на возврат средств в случае банкротства компании. Оказывая существенное влияние на стоимость капитала ком-

пании (дисконт-фактор при теоретической оценке стоимости, или, иными словами, оценка рисков денежных потоков компании), КУ влияет на стоимость компании и ее реальную рыночную оценку (рыночную капитализацию).

*Таким образом, корпоративное управление является, наряду с фундаментальными показателями, важнейшим фактором создания стоимости компании, и система корпоративного управления эффективной компании должна быть интегрирована в общую стратегию и систему управления стоимостью.*

Однако важнейшей проблемой для создания комплексных систем управления стоимостью остается разработка инструментария оценки вклада КУ в стоимость и оценки эффективности альтернативных стратегий создания стоимости через фундаментальные и нефундаментальные факторы (в том числе КУ).

Далее в статье мы проиллюстрируем разработанный нами инструментарий. Однако прежде необходимо рассмотреть ряд вопросов, связанных непосредственно с КУ и его ролью в создании стоимости компании.

*В широкой интерпретации КУ можно трактовать, как комплексную систему внутренних и внешних механизмов, которая направлена на оптимизацию структуры корпоративных агентских отношений с целью обеспечения справедливого баланса интересов различных владельцев капитала (доминирующих и миноритарных акционеров, кредиторов), реализации эффективного инвестиционного процесса в компании и роста ее стоимости.*

Риски корпоративного управления делятся на внутренние (несистемные) и внешние (системные). Внутренние (несистемные) риски управляемы за счет внутрикорпоративных механизмов - то, что традиционно называется практикой или *качеством корпоративного управления* в компании. Внешние риски (системные) слабо управляемы внутрикорпоративными механизмами и определяются качеством институциональной и политической среды, т.е. способностью последних эффективно защищать права инвесторов. Механизмом управления внешними рисками КУ является лоббирование изменений институциональной и политической среды, что доступно только крупным корпорациям.

*Система корпоративного управления* состоит из внутренних и внешних механизмов. К основным *внутренним механизмам КУ* относятся: а) структура собственности; б) совет директоров; в) система мотивации; г) система принятия решений и отчетности перед инвесторами; д) структура кредиторов. К основным *внешним механизмам КУ* относятся: а) рынок корпоративного контроля (слияния и поглощения); б) сис-

тема банкротства; в) конкуренция на рынках продукции и факторов производства; г) институциональная среда; д) специфические внутриполитические факторы.

Повышение эффективности внутренних механизмов КУ создает стоимость конкретной компании. Повышение эффективности внешних механизмов КУ создает системную стоимость и повышает рыночную капитализацию всего фондового рынка.

*В России наблюдается высокая неэффективность как внешних, так и внутренних механизмов корпоративного управления. Данный факт обосновывает существование высокого потенциала роста стоимости российских компаний за счет создания эффективных систем корпоративного управления, что должно быть учтено при формировании стратегии управления стоимостью эффективными собственниками.*

#### **Российский рынок капитала, и роль корпоративного управления в создании ликвидной стоимости**

В настоящее время российские рынки капитала сохраняют высокий потенциал роста. Долговой рынок остается незрелым по сравнению с западными рынками: возможности привлечения “длинных” денег, несмотря на наличие на рынке большого объема свободных средств, достаточно ограничены. Облигационные займы структурируются в основном с полугодовыми/годовыми офертами досрочного выкупа, что является весьма серьезной проблемой для компаний с длинными производственными циклами, например ОМЗ.

Одновременно российский рынок капитала характеризуется узким набором финансовых инструментов. Проектное финансирование, структурированные финансовые инструменты (секьюритизация), лизинг, факторинг и другие широко практикуемые за рубежом финансовые инструменты пока все еще слабо развиты, хотя и наблюдаются структурные сдвиги российского рынка финансовых услуг в сторону развития сложных финансовых продуктов. Значимая доля финансирования по-прежнему приходится на “дубовые” кредиты под “дубовый” залог.

Более того, до недавнего времени возможности привлечения долгового финансирования от крупных западных банков ввиду роста политических рисков были ограничены даже для крупных зарекомендовавших себя российских компаний, что было вызвано прецедентным дефолтом ЮКОСа по кредитам перед синдикатом западных банков. (Пример: отказ HSBC синдицировать заем “Норильскому Никелю”, выход

ING и “Societe General” из пула по предоставлению синдицированного кредита ТНК-ВР).

Российский рынок акций все еще очень узок, около 70% общей капитализации сформировано нефтегазовыми компаниями, которые, прежде всего, благодаря конъюнктурным и политическим факторам и обеспечивают наблюдающийся быстрый рост рынка. Количество “голубых фишек” на рынке незначительно, а рынок акций второго эшелона развивается медленно.

В то же время российский рынок акций является важнейшим нереализованным инструментом финансирования быстрого роста для средних и крупных российских компаний. Российские компании провели ряд успешных IPO, например “Мечел”, АФК Система, “Лебедянский”, “Пятерочка” и др. Намерения проведения IPO объявили Еврохим, СУАЛ, АПК “Черкизовский”, СТС, Роснефть и многие другие российские компании. По оценке инвестиционной компании “Тройка Диалог”, объем IPO при благоприятной конъюнктуре на российском рынке мог превысить в 2006 г. 10 млрд. долл.

Необходимо отметить, что продажа акций компании на публичном рынке (IPO) является квинтэссенцией реализации стратегии по созданию ликвидной стоимости компании. Вместе с тем *привлечение средств на рынке акций через IPO в линейке финансовых инструментов привлечения капитала предъясняет к компаниям наиболее высокие требования по прозрачности и соблюдению высоких стандартов качества КУ*. Таким образом, *создание эффективной и понятной рынку системы КУ является важным рычагом повышения конкурентоспособности для российских компаний на рынке капитала и, соответственно, повышения их рыночной стоимости*. Особенно это касается компаний, нуждающихся в финансировании быстрого роста и выходе на рынок акционерного капитала (IPO), когда возможности привлечения долгового капитала исчерпаны/ограничены.

Следует понимать, что задача управления стоимостью компании после выхода на IPO имеет существенно более весомое значение, чем сам факт выхода на IPO, которое выступает лишь механизмом получения объективного рыночного индикатора стоимости. Более того, учитывая высокую стоимость капитала, привлекаемого через выход на публичный рынок, необходимо четко понимать, что проведение IPO должно являться осознанным и хорошо просчитанным шагом компании на пути реализации долгосрочной стратегии максимизации стоимости ее бизнеса. С точки зрения стратегии компании важно также разделять выход на IPO, как: а) меха-

низм привлечения капитала для развития компании, когда более дешевые источники исчерпаны; б) получение средств акционерами для использования в альтернативных целях, не связанных с бизнесом компании. К сожалению, пока необходимо констатировать тот факт, что выход российских компаний на IPO обусловлен в большинстве случаев имиджевыми факторами, следованием буму и моде, нежели стратегическими факторами и задачами максимизации стоимости компании для акционеров. В отдельных случаях компании выходят на IPO явно несвоевременно, не удовлетворяя даже элементарным экономическим параметрам (объем выручки, этап жизненного цикла компании и др.), обуславливающим нижний порог эффективности IPO, например “Хлеб Алтай”. Что касается более крупных компаний, то, в частности, “Deutsche UFG” приводит данные о том, что лишь у четверти российских компаний, прошедших IPO (всего около 40 компаний), акции обогнали индекс РТС, а остальные - отстали от рынка. Например, бумаги “Пятерочки” после IPO подорожали на 48%, а индекс - на 141%, “Вимм-Билль-Данн” - на 76% против 449%, “Лебедянский” - 71% против 144%.

#### **Корпоративное управление и рыночная капитализация российских компаний: выявленные зависимости и оценка нереализованных возможностей**

*Российские компании остаются достаточно высоко недокапитализированными* по отношению к своим зарубежным аналогам как на развитых, так и на развивающихся рынках (по оценкам “Тройка Диалог”, справедливо оценен рынком лишь ряд российских нефтяных компаний, остальные, особенно компании второго эшелона, сохраняют высокий потенциал роста рыночной стоимости). Корпоративное управление является самостоятельным значимым фактором роста стоимости для российских компаний, что подтверждено многочисленными опросами инвесторов и эмпирическими исследованиями.

Инвесторы готовы платить достаточно высокие премии за лучшее качество корпоративного управления в российских компаниях. Так, по оценкам “McKinsey”, премия за высокое качество корпоративного управления может составлять на российском рынке до 40%. По результатам опроса инвесторов “Ernst&Young”, факторы КУ на российском рынке имеют часто даже более приоритетную значимость по сравнению с фундаментальными: первые позиции в общем рейтинге значимости факторов занимают *прозрачность, состав акционеров, компетенция*

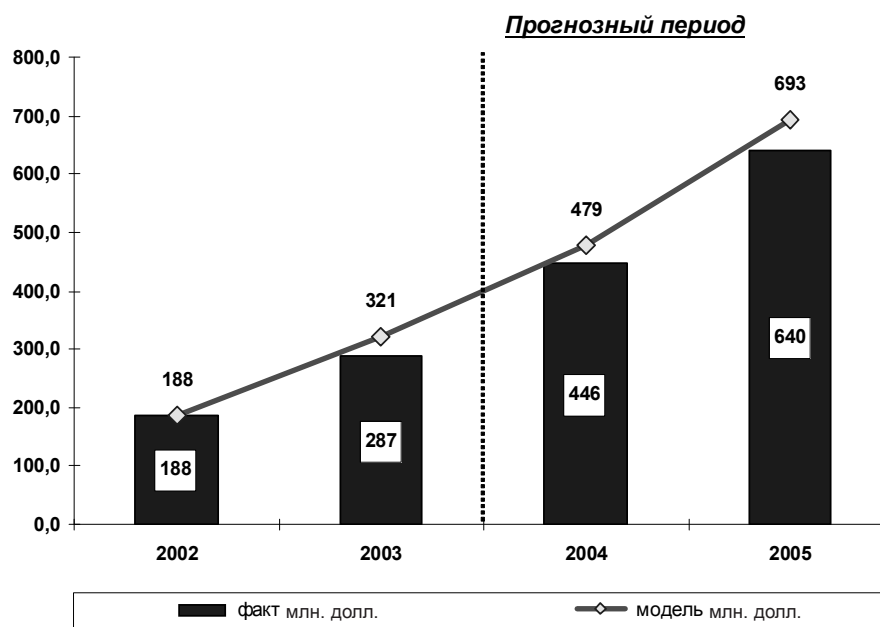
менеджеров и совета директоров, затем идут фундаментальные факторы (выручка, рентабельность и др.).

Эмпирические исследования, в том числе проведенные автором, показывают, **что совершенствование внутренней практики корпоративного управления может создать для репрезентативной российской компании значимый потенциал увеличения рыночной стоимости (до 80-90%)**.

В рамках проведенных нами эмпирических исследований, посвященных анализу влияния: а) фундаментальных факторов; б) внутренних факторов КУ; в) внешних факторов КУ и других системных факторов - на стоимость российских компаний, были выработаны методики и получены описательные математические модели, позволяющие оценивать значимость отдельных факторов для роста рыночной стоимости компании. Графическая иллюстрация такого анализа приведена на примере компании ОАО “Северо-Западный Телеком” на диаграммах (рис. 1, 2).

В результате рыночная стоимость компании выросла более чем в 3,5 раза. На рис. 1 показана фактическая и прогнозная динамика рыночной капитализации ОАО “Северо-Западный Телеком” с интеграцией в полученные описательные модели рейтингов КУ по методике ИКПУ<sup>3</sup>, “Standard&Poors” и Российского института директоров, описывающих качество КУ компании в анализируемый период 2001-2005 гг., рис. 2 иллюстрирует факторное разложение капитализации ОАО “Северо-Западный Телеком” и отражает, какой вклад внесли фундаментальные показатели, внутреннее качество КУ, ликвидность и фрифлот акций, дивидендная политика компании и системные факторы (выражено через индекс) в увеличение стоимости.

Общий вклад КУ в текущую стоимость компании по разработанной оценочной модели составил 20%, тогда как вклад в прирост стоимости - около 30%. Необходимо отметить, что ОАО “Северо-Западный Телеком” являлось компанией с одной из лучших практик КУ в течение



**Рис. 1. Анализ изменения капитализации ОАО “Северо-Западный Телеком” с интеграцией в модель рейтингов КУ S&P и РИД (прогнозные характеристики модели)**

За период 2001-2005 гг. ОАО “Северо-Западный Телеком” реализовало ряд существенных мер, направленных на улучшение качества КУ, повышение прозрачности и привлекательности компании для инвесторов. При непосредственном участии профессионального акционера компании, фонда прямых инвестиций AIG-Brunswick была улучшена структура совета директоров компании, введена система мотивации с привязкой к изменению стоимости компании и приняты дру-

всего анализируемого периода, тогда как компании с низкими стандартами КУ (например, ГАЗ, ГУМ, Башнефть) имеют более существенный потенциал роста стоимости за счет улучшения практики КУ.

Полученный нами инструментарий может использоваться для разработки практических

<sup>3</sup> ИКПУ - Институт корпоративного права и управления, публиковал CORE рейтинг оценки качества корпоративного управления российских компаний.

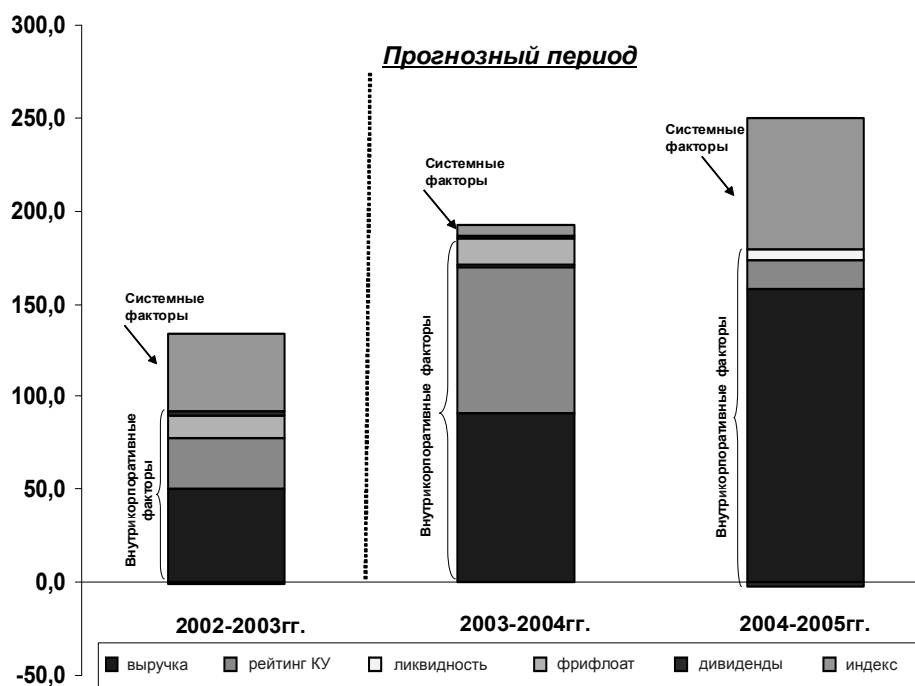


Рис. 2. Факторное разложение изменения капитализации ОАО «Северо-Западный Телеком» с интеграцией в модель рейтингов KY S&P и РИД

систем стратегического управления стоимостью компаний.

#### Основные этапы формирования системы стратегического управления стоимостью компании

На наш взгляд, создание системы стратегического управления стоимостью компании (*strategic value management*) должно включать в себя следующие основные этапы.

Прежде всего, необходимо *признание управления стоимостью компании как ключевой задачи, с точки зрения эффективного собственника*, интегрирование концепции *value based management* в систему управления компанией и постановка менеджменту задач по созданию ликвидной стоимости компании и ее максимизации. Данный этап носит, безусловно, внутрикорпоративный политический характер, однако именно акционеры, как высший орган управления компанией, должны обеспечить реализацию перехода к новой концепции управления. Далее можно выделить следующие этапы.

**Этап 1. Формализация (создание модели стоимости компании).** На данном этапе следует провести глубокую диагностику бизнес-процессов компании и выявить основные драйверы стоимости компании. На базе проведенной диагностики необходимо построить формальные и эмпирические модели, описывающие влияние ключевых драйверов на стоимость. Иными сло-

вами, должна быть проведена оценка значимых драйверов стоимости и оценка диапазонов коэффициентов чувствительности рыночной стоимости к различным драйверам. В результате необходимо создать комплексную модель стоимости компании.

**Этап 2. Формирование стратегии.** На базе формализованной модели стоимости компании необходимо разработать среднесрочную и долгосрочную стратегию развития и максимизации стоимости компании. Для этого должна быть проведена оценка потенциала роста стоимости за счет различных драйверов и проведена оценка экономической эффективности различных альтернативных стратегий роста стоимости. На базе данных процедур необходимо осуществить выбор оптимальной стратегии (либо ключевых стратегических альтернатив).

**Этап 3. Бюджетирование стоимости (*strategic value budgeting*).** По аналогии с классическим бюджетированием необходимо сформировать *генеральный бюджет стоимости*, или, иными словами, утвердить программу формирования целевых показателей увеличения рыночной стоимости компании на определенные периоды. Также необходимо разработать план мероприятий по реализации оптимальной стратегии, утвердить стратегию и мероприятия через корпоративные процедуры принятия решений, подготовить необходимые бюджеты исполнения, назначить ответственных лиц, осуществить вы-

бор внешних консультантов и т.п. Бюджетирование стоимости, на наш взгляд, является неотъемлемой и важнейшей управленческой процедурой в стратегическом управлении стоимостью компании.

**Этап 4. Реализация стратегии.** На данном этапе происходит непосредственно реализация разработанной стратегии и осуществление комплекса управленческих действий, направленных на достижение ключевых показателей стоимости компании.

**Этап 5. Отчетность о стоимости (value reporting).** Последним важнейшим этапом стратегического управления стоимостью компании, фактически замыкающим управленческий цикл описанных этапов, является подготовка и интеграция в общую отчетность компании специальных отчетов о стоимости. Также мы считаем необходимым ориентировать годовой отчет компании на стоимостные показатели. Иными словами должна осуществляться пошаговая оценка реализации стратегии по увеличению стоимости компании и периодический контроль достигнутых показателей. Отчетность о стоимости должна отражать анализ результатов, достигнутых в увеличении стоимости компании, а также давать оценку факторов, за счет которых была повышена рыночная стоимость компании. На базе данных отчетов необходимо проводить корректировки оценочных моделей, мероприятий и, если это требуется, стратегии. Это позволяет проводить системный и циклический процесс самообучения компании в управлении своей стоимостью.

#### Основные выводы

Максимизация рыночной стоимости является центральной задачей для эффективных собственников, что должно решаться через создание внутрикорпоративной системы стратегического управления стоимостью компании.

Корпоративное управление является важнейшим и в значительной степени нереализованным в России источником создания стоимости компаний и одновременно механизмом стратегического управления стоимостью компаний. Факторы корпоративного управления не-

обходимо тщательно оценивать, так же как и фундаментальные, что, однако, требует более сложного инструментария и подходов.

Мероприятия, связанные с управлением внутренними механизмами корпоративного управления, необходимо тщательно планировать. Эффективная система КУ компании может существенно повысить ее рыночную капитализацию, и действия в данном направлении должны быть интегрированы в общую стратегию управления стоимостью компании. Равно должна быть оценена их своевременность для каждого из этапов развития компании и эффективность с точки зрения отношения создаваемой добавленной стоимости к затратам на проведение и внедрение.

Предлагаемые на рынке консалтинговые услуги в области КУ должны быть ориентированы не на решение имиджевых вопросов (получение рейтинга, составление кодекса КУ), что наблюдается в текущее время, а на помощь компаниям в управлении стоимостью. Именно разработка практических механизмов снижения рисков инвестиций в компанию, оценка конкретного вклада данных мероприятий в создание стоимости компании, рекомендации по интеграции данных процессов в общую стратегию будут востребованы и смогут принести компаниям реальную и понятную пользу, выражаемую в конкретных показателях увеличения стоимости бизнеса.

Стратегия управления стоимостью компании имеет различные альтернативы с точки зрения управления фундаментальными факторами и КУ, которые также необходимо оценивать.

Регрессионный анализ в сочетании с экспертными оценками может служить сильным инструментом оценки влияния различных факторов КУ на стоимость компании и создания формальных описательных моделей стоимости компании.

Стратегия роста стоимости компании, стратегия построения эффективной системы корпоративного управления и стратегия финансирования роста компании тесно связаны и взаимосвязаны, что должно учитываться в управлении компаниями.

*Поступила в редакцию 05.03.2007 г.*