

МОДЕЛЬ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ УПРАВЛЕНИЯ АКЦИОНЕРНОЙ СОБСТВЕННОСТЬЮ

В мировой науке и практике широкое распространение получил тезис о том, что состояние корпоративного управления в акционерном обществе является важнейшим фактором, влияющим на принятие инвестиционных решений. Считается, что акционерное общество не может рассчитывать на доверие инвесторов, если не обеспечит должного уровня корпоративного управления и что наличие в акционерном обществе качественной системы корпоративного управления повышает его привлекательность в глазах инвесторов, а это отражается в премии, которую инвесторы готовы платить к рыночной стоимости акций таких акционерных обществ.

Преобразование состояния корпоративного управления в один из важнейших факторов, влияющих на принятие инвестиционных решений, способствовало развитию различных рейтинговых агентств и распространению установления рейтинговых оценок в области корпоративного управления. При этом оценка корпоративного управления рассматривается в значительной степени как качественный анализ, а качество корпоративного управления отождествляется с соблюдением общепризнанных международных норм, процедур и правил корпоративного управления. Основой набора критериев, используемых рейтинговыми агентствами для установления оценок, являются, преимущественно, международные стандарты

корпоративного управления, построенные на общих элементах, охватывающих разные существующие модели корпоративного управления, и предназначенные для применения в самых различных правовых, политических и экономических условиях. Используется, в частности, такой глобальный стандарт, как Принципы корпоративного управления ОЭСР, а также разработанные и принятые для его внедрения в той или иной стране национальные принципы (кодексы) и рекомендации лучшей практики корпоративного управления.

Так, по признакам, тождественным принципам корпоративного управления, принятым ОЭСР, определяет уровень корпоративного управления рейтинговая система агентства Standard & Poor's [1], которое первым выделило такую оценку в отдельную услугу и предложило ее для развивающихся рынков.

Рейтинг корпоративного управления Standard & Poor's и соответствующий ему анализ представляют собой комплексную оценку компонентов, отражающих процедуры и аспекты практики корпоративного управления в акционерном обществе, в сравнении с требованиями международными передовых аналогов [1]:

структура собственности и влияние акционеров (прозрачность структуры собственности, концентрация собственности и влияние со стороны собственников); права финансово-заинтересованных

лиц и отношения с ними (регулярность проведения собраний акционеров, возможность принятия в них участия и получения о них информации, процедуры голосования и регламент ведения собраний акционеров, права собственности и возможность их реализации, меры защиты от поглощений);

финансовая прозрачность и раскрытие информации (качество и содержание публикуемой информации, ее своевременность и доступность, независимость аудитора и его статус);

структура и практика работы совета директоров и руководства компании (структура и состав совета директоров, его роль и эффективность, роль и независимость внешних директоров, политика в области вознаграждения, оценки результатов работы и преемственности).

На анализе практики корпоративного управления построена и система оценки Российского института корпоративного права и управления (CORE-рейтинг) [2]. Предлагаемый институтом рейтинг качества корпоративного управления отражает специфические риски инвестирования в российские акционерные общества и определяется по оригинальной методике, одобренной международными экспертами (Blue Ribbon Panel). Так же, как и в системе критериев оценки Standard & Poor's, в основу методики CORE-рейтинг положены Принципы корпоративного управления ОЭСР. Оригинальность методики заключается в том, что, в отличие от рейтинга Standard & Poor's, CORE-рейтинг рассматривает качество корпоративного управления не с позиции эмитента, а инвестора. Оценка проводится независимо от желания или прямого заказа оцениваемой компании и отражает точку зрения обычного миноритарного акционера, не имеющего

доступа к закрытой информации. Поэтому используется только публичная информация, а также информация, доступная акционеру, владеющему небольшим пакетом акций, для чего институт приобретает минимальный пакет акций анализируемой компании. Компании оцениваются по шести параметрам, отражающим различные аспекты корпоративного управления [2]:

раскрытие информации (сроки раскрытия и полнота документов, раскрываемых публично и по запросу акционеров и т.п.);

структура акционерного капитала (контролирующие группы, ясность структуры собственности и т. п.);

совет директоров и исполнительные органы управления (аффилированность, вознаграждения, протоколы заседаний и т. п.);

права акционеров (право на участие в управлении компанией, право на получение дивидендов и т.п.);

риски нарушения прав акционеров (вывод активов, трансфертные цены, размывание акционерного капитала и т. п.);

история корпоративного управления и окружение компании (факты нарушения прав акционеров в прошлом, проблемы с регулирующими органами, стандарты финансовой отчетности, аудиторские заключения и т. п.).

На сопоставлении практики корпоративного управления акционерного общества с нормами, закрепленными в российском законодательстве, рекомендациями Кодекса корпоративного поведения и стандартами «передовой практики» построена рейтинговая система оценки корпоративного управления консорциума Российского института директоров и рейтингового агентства «Эксперт РА»

(«РИД–Эксперт РА») [3]. Рейтинг представляет собой интегральную оценку по четырем группам показателей [3]:

права акционеров (реализация права собственности на участие в управлении обществом, на получение доли в прибыли, уровень рисков нарушения прав, наличие дополнительных обязательств общества по защите прав акционеров);

деятельность органов управления и контроля (состав и деятельность совета директоров и исполнительных органов, система контроля за финансово-хозяйственной деятельностью, взаимодействие между органами управления и контроля);

раскрытие информации (уровень раскрытия нефинансовой и финансовой информации, общая дисциплина раскрытия информации, равнодоступность информации);

соблюдение интересов иных заинтересованных сторон и корпоративная социальная ответственность (политика социальной ответственности и учета интересов иных заинтересованных групп, трудовые конфликты, социальные проекты для персонала и местного населения, экологичность).

Как следует из приведенных примеров, качество корпоративного управления оценивается не по фактическим результатам, достигнутым акционерным обществом, а на основе критериев, отражающих используемые механизмы управления, их сравнение с требованиями международных стандартов. Такие критерии в большей мере являются индикаторами риска и оценивают степень защиты вложений инвесторов, а не повышение эффективности их использования в интересах акционеров. Анализ публикаций, касающихся качества корпоративного управления и его оценки, показывает, что, несмотря на

многочисленные исследования, прямая зависимость между качеством корпоративного управления, достигнутым акционерными обществами в результате внедрения рекомендаций передовой практики и установленным по используемым рейтинговыми агентствами критериям, и эффективностью деятельности акционерных обществ по финансовым результатам пока не выявлена. На каждое исследование, находящее такую зависимость, приходится другое, не обнаружившее зависимости [4, 43]. Нет однозначного ответа и на вопрос о связи между уровнем корпоративного управления и ценой акций акционерных обществ, а также размером премии за хорошее корпоративное управление, которую готовы платить инвесторы. Исследования, проведенные Российским институтом директоров, показывают, что положительная корреляция между уровнем корпоративного управления и динамикой цен на акции наблюдалась лишь в отношении 10-12 компаний «голубых фишек», что же касается других компаний, определяющими факторами при приобретении их акций были размер акционерного общества и его доля на рынке, а не качество корпоративного управления [5, 24]. По-разному оценивается и размер премии за хорошее корпоративное управление – от 10-15% до 50% и даже трехзначных цифр в разных публикациях, в действительности же практически невозможно вычленить влияние качества корпоративного управления на размер премии к рыночной цене акций, поскольку число факторов, одновременно влияющих на определение цены, очень велико [5, 24]. Кроме того, исследованиями установлено, что качество корпоративного управления, оцениваемое по используемым механизмам, является определяющим

при принятии инвестиционных решений преимущественно для традиционных консервативных портфельных инвесторов – пенсионных и страховых фондов, призванных обеспечивать сохранность и прирост своих средств с минимальным риском. Что же касается рисков портфельных и стратегических инвесторов, то определяющим в их инвестиционных решениях является не снижение риска потери вложенных средств, удостоверяемое качеством корпоративного управления, а перспективы роста стоимости объекта вложения капитала [4, 5].

Из вышеизложенного следует, что рейтинг качества корпоративного управления не может считаться исчерпывающим для оценки состояния корпоративного управления в акционерном обществе ни для инвесторов, ни для самого акционерного общества. Можно сколько угодно и как угодно оценивать механизмы управления, но вне связи с целью управления, на достижение которой и должно быть направлено воздействие соответствующих норм, правил и процедур, регламентирующих взаимоотношение участников, эта оценка не имеет определяющего значения. Качество корпоративного управления, понимаемое как соответствие используемых механизмов некоему эталону, должно быть направлено на повышение результативности управляемой системы. Рейтинг качества корпоративного управления, отражающий его состояние с позиций выявления и учета рисков инвестирования в данное акционерное общество, может служить дополнением к оценке эффективности управления акционерной собственностью.

В Украине рынок услуг и законодательная база по установлению рейтинговых оценок в области

корпоративного управления находятся пока в стадии становления. Право определять рейтинговые оценки получили международные рейтинговые агентства, в том числе Standard & Poor's. Кроме того, нормы корпоративного управления, соответствующие международным стандартам, заложены в законопроекте «Об акционерных обществах», который до сих пор не принят. Недостаточно активно внедряются в практику отечественных акционерных обществ рекомендации национальных Принципов корпоративного управления, разработанных на основе общепринятых стандартов и утвержденных Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку в декабре 2003 г. Об этом свидетельствуют данные введенного в годовой отчет эмитентов раздела о состоянии корпоративного управления. В этой связи, а также с учетом ограниченности рейтинга качества корпоративного управления, проблема определения индикаторов для оценки состояния корпоративного управления в отечественных акционерных обществах приобретает важнейшее значение.

Не умаляя значения критериев, оценивающих состояние корпоративного управления по уровню соблюдения акционерным обществом передовых принципов и рекомендаций лучшей практики корпоративного управления, обеспечивающих максимальную защиту вложений инвесторов, следует отметить, что используемая система оценки нуждается в пересмотре. Необходимо от способов достижения цели вернуться к самой цели и обратиться в этой связи к целевой функции управления акционерной собственностью. А оценку процедур, норм и правил корпоративного управления, используемых акционерным обществом, рассматривать как

дополнение к оценке эффективности управления акционерной собственностью или как ограничивающие условия для достижения поставленной цели.

Подходя с таких позиций к оценке состояния корпоративного управления в акционерном обществе, в качестве критерия эффективности управления акционерной собственностью следует рассматривать обеспечение реализации целевой функции, отражающей интересы собственников, а следовательно, и потенциальных инвесторов.

В самом общем виде целевую функцию управления акционерной собственностью можно сформулировать как создание и экономическая реализация акционерной собственности. Декомпозиция такой самой общей формулировки, исходя из содержания понятия экономической реализации собственности [6], позволяет представить целевую функцию в виде комплекса следующих составляющих целей: 1) создание акционерной собственности; 2) реализация права акционеров на доход; 3) реализация отношений акционерной собственности; 4) реализация преимуществ организационно-правовой формы акционерного общества.

Многоцелевой характер целевой функции управления акционерной собственностью предполагает многокритериальную оценку и, следовательно, использование интегрального критерия эффективности. Задача заключается в определении локальных критериев для оценки реализации отдельных целей и способа их математической «свертки» в интегральный критерий.

1. Создание акционерной собственности является исходной ступенью для ее последующей реализации и означает получение экономического результата хозяйствования в ходе воспроизводственного процесса. Исследование эволюции выбора обобщающего финансового показателя, отражающего оценку управления по достигнутому экономическому результату, показывает, что в разные периоды исторического развития акционерных обществ и на разных этапах зрелости экономической мысли о них и об оценке их эффективности используются различные оценочные индикаторы (см. рисунок) [7].

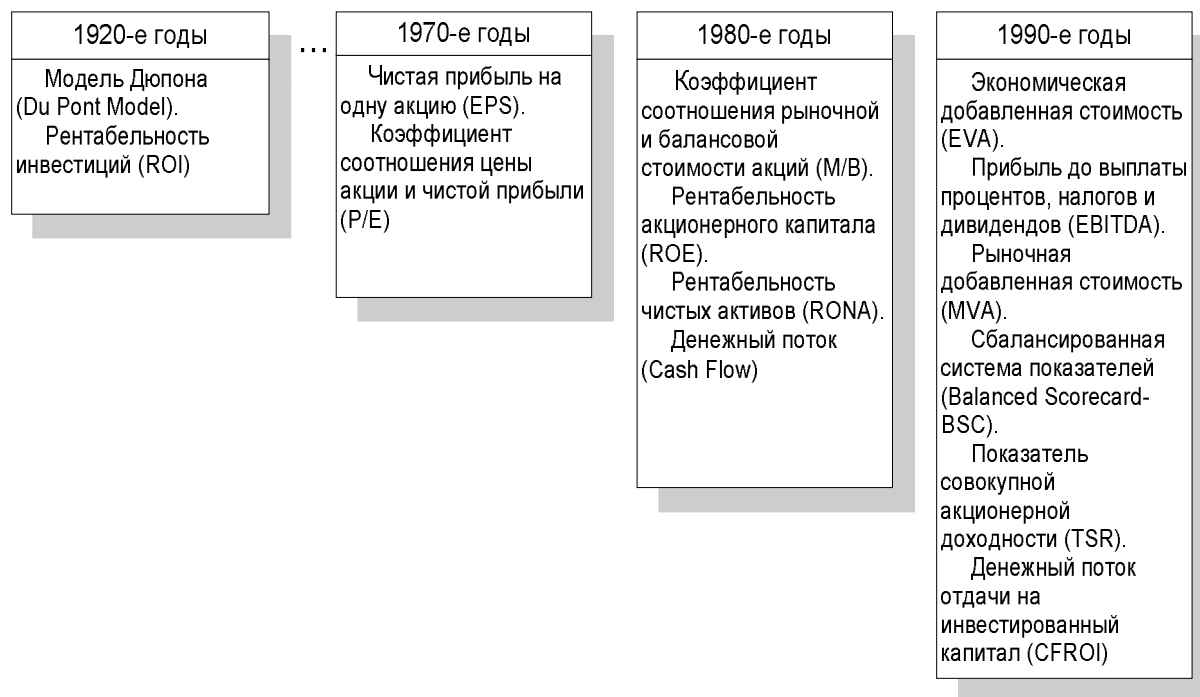


Рисунок. Эволюция оценочных индикаторов экономической эффективности управления

В настоящее время конкурирующими претендентами на роль индикатора оценки эффективности управления выступают сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard – BSC), которая является «управленческим эквивалентом теории заинтересованных сторон» [8], и максимизация стоимости компании, основанная на концепции управления стоимостью (Value Based Management - VBM), определяемой дисконтированными будущими денежными потоками компании в сочетании с краткосрочными показателями, отражающими создание стоимости (экономическая добавленная стоимость – Economic Value Added (EVA), добавленная рыночная стоимость - Market Value Added (MVA), денежная добавленная стоимость - Cash Value Added (CVA), добавленная стоимость для акционеров - Shareholder Value Added (SVA) и др.).

Не вдаваясь в существо дискуссии и противоборства экономистов и исследователей в области управления по поводу приоритета критерия, наиболее полно отражающего эффективность бизнеса (в теории заинтересованных сторон или концепции управления стоимостью), вызванных в большей мере различиями моделей корпоративного управления, приведем аргументы М. Дженсена, который предлагает их сочетать. М. Дженсен убедительно доказывает, что максимизация стоимости – это мерило успеха, которое «сообщает участникам организации, как они могут оценивать успех в достижении видения или применении стратегии. Но максимизация стоимости не говорит ничего о том, как создать лучшее видение или стратегию, ...как найти и применить инициативы, создающие стоимость. Она только позволяет измерить успех деятельности. Это и есть роль максимизации стоимости в жизни организации» [8]. Что же касается теории

заинтересованных сторон, то ее задача, как полагает М. Дженсен, заключается в том, чтобы предоставить менеджерам и сотрудникам структуру, способную помочь им отказаться от максимизации краткосрочных финансовых результатов (обычно прибыли), разрушающих стоимость, «привести менеджеров и участников организации к более широкому и созидательному мышлению», так как невозможно максимизировать рыночную стоимость фирмы без хороших взаимоотношений с потребителями, поставщиками, регулирующими органами, обществом, в котором организация существует, и др. Кроме того, М. Дженсен считает, что «долгосрочная стоимость акционерного капитала является важной определяющей частью ... общей рыночной стоимости фирмы в долгосрочной перспективе» [8]. В том, что «максимизация стоимости для акционеров является или должна быть главной целью всех предприятий», уверены сотрудники консалтинговой фирмы McKinsey & Company, Inc. Т. Коупленд, Т. Коллер и Дж. Муррин, внесшие значительный вклад в популяризацию идей стоимостного подхода к управлению [9, 25]. И дело здесь не только в том, что «увеличение стоимости для акционеров не противоречит долгосрочным интересам других заинтересованных сторон», а в том, что «стоимость (дисконтированный денежный поток) – лучшая мера результатов деятельности потому, что ее оценка требует полной информации. Чтобы понять, как создается стоимость, необходимо: 1) мыслить долгосрочными категориями; 2) управлять всеми денежными потоками, относящимися к счету прибылей и убытков, и к балансу; 3) уметь сравнивать между собой денежные потоки за различные периоды времени...» [9, 43-44]. Что же касается

согласования интересов акционеров и других заинтересованных сторон, Т. Коупленд, Т. Коллер и Дж. Муррин видят его в том, что «компания должна иметь два набора целей: финансовые цели, которыми руководствуются менеджеры высшего звена, и нефинансовые цели, служащие побудительными мотивами деятельности всех остальных сотрудников организации. ... К таким целям можно отнести удовлетворение запросов потребителей, разработку новых продуктов, создание удовлетворительных условий труда работников и т. д.», которые «...не противоречат главной цели максимизации стоимости» [9, 119].

Проследив эволюцию индикаторов, используемых для оценки управления по экономическому результату, рассмотрев аргументы в пользу оценки результатов на основе стоимости и выстраивания по этому показателю рычагов управления, а также принимая во внимание, что управление акционерной собственностью осуществляется в интересах акционеров, приходим к выводу, что адекватным рассматриваемой цели создания акционерной собственности является критерий, направленный на максимизацию стоимости для акционеров, то есть максимизацию акционерного (собственного) капитала. Установленный как количественный показатель, поддающийся измерению, такой локальный критерий, соответствующий цели создания акционерной собственности, можно представить в виде прироста стоимости акционерного (собственного) капитала и рассчитывать по формуле

$$L_1 = \frac{V_r - V_b}{V_b},$$

где L_1 - локальный критерий - прирост стоимости акционерного (собственного) капитала;

V_r - рыночная (расчетная) стоимость акционерного (собственного) капитала на последнее число года, определенная методом дисконтирования денежных потоков;

V_b - балансовая стоимость акционерного (собственного) капитала по итогам года.

Числитель предложенной формулы ($V_r - V_b$) как разность между рыночной и балансовой стоимостью собственного капитала представляет собой величину добавленной стоимости для акционеров (аналог SVA). Изменение этой разности за определенный период времени определяет прирост (снижение) добавленной стоимости для акционеров за этот период. Для того, чтобы определять прирост (снижение) добавленной акционерной стоимости по сравнению с предыдущим годом, необходимо ежегодно оценивать собственный капитал методом дисконтирования денежных потоков и сравнивать полученные результаты. Положительное абсолютное значение добавленной стоимости акционерного капитала и приращение его по сравнению с прошлым годом свидетельствует о последовательном создании стоимости в акционерном обществе. Перспективы роста стоимости акционерного капитала могут быть отражены показателем $\frac{V_r - V_b}{V_r}$.

Локальный критерий создания акционерной собственности, построенный на основе стоимостной оценки результатов VBM-менеджмента, позволяет сбалансировать интересы собственников и менеджеров, что имеет важнейшее значение для акционерного общества, в котором управленческие решения принимают и акционеры, и высший управленческий персонал. Если вознаграждение менеджеров будет

зависеть от увеличения стоимости бизнеса для собственников, то стоимость становится общим критерием, на который ориентируются и собственники, и менеджеры. По выражению М. Дженсена, «стоимостной критерий представляет рулетку (измерительную), по которой может быть оценена эффективность менеджеров и директоров» [8]. При этом деятельность менеджмента оценивается как создающая или разрушающая стоимость.

Построение исходного критерия, соответствующего цели создания акционерной собственности, как стоимостного задает стоимостной характер построения и других локальных критериев, отражающих реализацию акционерной собственности и, в конечном счете, формирует модель стоимостной оценки эффективности управления.

2. Второй составляющей целью целевой функции управления акционерной собственностью является реализация права акционеров на доход. Доход акционеров складывается из двух частей: одна часть – это текущие дивиденды, вторая часть – рост стоимости акций, вызванный приращением стоимости акционерного (собственного) капитала. Поскольку акции подавляющего большинства отечественных акционерных обществ не обращаются на фондовом рынке и от изменения цены на акции в результате рыночного движения ценных бумаг (спрос-предложение) можно абстрагироваться, рыночная стоимость 100% пакета акций акционерного общества определяется на основе установления его рыночной (расчетной) стоимости всего собственного капитала. Поэтому право акционеров на доход реализуется через присвоение дохода на акцию в форме дивиденда (текущая доходность), а также дохода,

вытекающего из изменения стоимости акций в результате изменения рыночной (расчетной) стоимости акционерного капитала (капитализированная доходность).

Тогда локальный критерий, соответствующий цели реализации права акционеров на доход, может быть конкретизирован в показателе доходности авансированного капитала, величина которого зависит от значения текущей и капитализированной доходности, и представлен следующей функцией:

$$L_2 = \frac{Div + (V_r - V_b)}{V_0},$$

где L_2 - локальный критерий – доходность авансированного капитала (текущая и капитализированная);

Div - дивиденды в текущем году (текущая доходность);

$V_r - V_b$ - изменение стоимости акций ОАО на дату оценки (капитализированная доходность);

V_0 - номинальная стоимость акций ОАО (уставный капитал).

3. Составляющая цель – реализация отношений собственности – целевой функции управления акционерной собственностью означает, что каждый акционер, являясь держателем ценных бумаг, должен воспроизводиться в качестве собственника, что находит отражение не только в присвоении дохода на принадлежащий акционеру пакет акций, но и в его влиянии на деятельность акционерного общества, свободе распоряжения собственным объектом собственности. Диапазон реализации отношений акционерной собственности, то есть реализации акционера как субъекта собственности, очень большой – от превращения акционера в простого держателя титула собственности, экономическая роль

которого сводится лишь к купле-продаже акций, до подлинного совладельца предприятия. Для того, чтобы акционер реализовался в качестве собственника в своей крайней позиции держателя титула собственности, необходимо, чтобы у него во всякое время была возможность получить обратно свой капитал, продав акции.

Положение акционера в воспроизводстве его как собственника зависит от структуры собственности и ее концентрации в акционерном обществе. В зависимости от эффекта распределения собственности и удельного веса пакета акций, акции одного и того же акционерного общества обладают различными свойствами, которые имеют стоимостное выражение. Различают мажоритарные и миноритарные пакеты акций, на стоимость которых при переходе от стоимости всего собственного капитала к стоимости конкретного пакета влияют надбавки и скидки за степень контроля и ликвидность акций [10-12]. В основе стоимостной оценки степени контроля лежит непропорциональность прав, которая задается законодательством в зависимости от размера пакета акций и углубляется несовершенством нормативной базы и ущемлением прав акционеров в зависимости от концентрации собственности. Основными внутренними факторами стоимостной оценки за ликвидность акций, то есть способность быть быстро проданными и превращенными в денежные средства без существенных потерь, для открытых акционерных обществ являются финансово-экономическое положение предприятия, выплата и размер дивидендов.

Скидки за отсутствие или недостаточность контроля, а также за недостаточную ликвидность являются

величиной или долей в процентах, на которую уменьшается стоимость пакета акций. В результате фактическая доля участия в стоимостном выражении разных групп акционеров отличается от их номинальных долей. Задача заключается в минимизации такого отклонения.

В украинских акционерных обществах сложилась своеобразная структура собственности, в которой высокая концентрация одной, преобладающей, части акционерной собственности сопровождается значительной распыленностью другой, меньшей, ее доли. Контроль большей части акционерных обществ со стороны не более трех крупнейших держателей акций и высокая общая численность акционеров, а также значительное превышение в общей численности акционеров—физических лиц способствовали становлению большинства акционеров как миноритарных. Основным противоречием корпоративного управления в Украине является конфликт интересов акционеров, контролирующих акционерные общества, и миноритарных акционеров. Поэтому адекватной цели реализации отношений акционерной собственности для украинских акционерных обществ становится цель воспроизведения миноритарных акционеров как собственников. Ей может соответствовать локальный критерий, конкретизированный в показателе роста стоимости акций миноритарных акционеров, представленных в одном пакете. Рассчитывается показатель по формуле

$$L_3 = \frac{p_r \times Nm \times (1 - Kk) \times (1 - Kl)}{Mn \times V_r},$$

где L_3 - локальный критерий – рост стоимости пакета акций миноритарных акционеров;

p_r - рыночная стоимость одной акции ОАО на дату оценки;

Nm - количество акций в миноритарном пакете;

Kk - скидка за отсутствие (недостаточность) контроля;

Kl - скидка за ликвидность акций;

Mn - доля пакета акций миноритарных акционеров в структуре акционерного капитала.

Такой показатель принимает значение меньше единицы, что свидетельствует об отклонении фактических долей участия миноритарных акционеров от их номинальных долей. Необходимо стремиться к минимизации отклонения.

4. Еще одной составляющей целью целевой функции управления акционерной собственностью является реализация преимуществ организационно-правовой формы акционерных обществ, которая означает использование возможности мобилизовать финансовые ресурсы через рынок капитала.

Как известно, акционерные общества могут использовать три основных источника долгосрочного финансирования своей деятельности: реинвестирование прибыли, кредитование, акционерное финансирование (эмиссия ценных бумаг). Увеличение собственного капитала за счет выпуска и продажи новых акций является преимуществом акционерных обществ, которое предоставляет им неограниченные возможности в привлечении заемного капитала. Вместе с тем считается, что эмиссия акций является источником, к

которому прибегают в крайнем случае, поскольку представляет собой трудоемкий и дорогостоящий процесс, а также приводит к расширению акционерного капитала, размывающему владение и контроль со стороны существующих акционеров. Но для того, чтобы реализовать возможность акционерного финансирования в случае принятия решения о выпуске и продаже акций, необходимо заинтересовать потенциальных инвесторов. Этому может служить показатель экономического роста акционерного общества, свидетельствующий как о дивидендной политике предприятия, так и перспективах роста доходов в долгосрочной перспективе. Последовательное увеличение этого показателя до определенных пределов ведет к созданию большей стоимости. Для украинских акционерных обществ, среди которых динамично развиваются и последовательно увеличивают стоимость своего бизнеса немногие открытые акционерные общества, этот показатель имеет важнейшее значение.

Локальный критерий - показатель экономического роста акционерного общества, в конечном итоге свидетельствующий о реализации преимуществ ОАО, основан на многофакторной модели Дюпон анализа эффективности деятельности компании [13] и рассчитывается по формуле

$$L_4 = \frac{RE}{E^1} = r \times ROE \times \frac{E^2}{E^1},$$

где L_4 - локальный критерий - экономический рост акционерного общества;

RE - реинвестированная прибыль;

r - коэффициент реинвестирования;

ROE - рентабельность собственного капитала;

E^1 - собственный капитал на начало года;

E^2 - собственный капитал на конец года;

$$ROE = \frac{NP}{E} = \frac{P}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E} \times \frac{NP}{P},$$

где NP - чистая прибыль;

E - собственный капитал;

P - операционная прибыль;

S - объем продаж;

A - чистые активы;

$\frac{NP}{E}$ - рентабельность собственного капитала;

$\frac{P}{S}$ - рентабельность продукции;

$\frac{S}{A}$ - оборачиваемость чистых активов;

$\frac{A}{E}$ - финансовый леверидж;

$\frac{NP}{P}$ - поправочный коэффициент соотношения чистой и операционной прибыли;

$\frac{E^2}{E^1}$ - поправочный коэффициент соотношения собственного капитала на конец и начало года.

Таким образом, представленная модель стоимостной оценки эффективности управления акционерной собственностью содержит несколько измерений результатов, соответствующих достижению интегральной цели управления - формированию и реализации акционерной собственности (см. таблицу). Каждый из предложенных локальных критериев уже сам является интегральным измерителем, предоставляющим достаточно информации для того, чтобы оценить состояние дел в акционерном обществе.

Но взятые вместе локальные критерии дают целостное всеобъемлющее представление об экономической

эффективности управления акционерной собственностью.

Таблица. Локальные критерии оценки эффективности управления акционерной собственностью

№ п/п	Наименование критерия	Формула расчета	Исходные параметры
L ₁	Прирост стоимости акционерного капитала	$L_1 = \frac{V_r - V_b}{V_b}$	V _r - рыночная (расчетная) стоимость акционерного (собственного) капитала на последнее число года, определенная методом дисконтирования денежных потоков; V _b - балансовая стоимость акционерного (собственного) капитала по итогам года
L ₂	Доходность авансированного капитала	$L_2 = \frac{Div + (V_r - V_b)}{V_0}$	Div - дивиденды в текущем году; V _r - V _b - изменение стоимости акций на дату оценки; V ₀ - номинальная стоимость акций (уставный капитал)
L ₃	Рост стоимости пакета акций миноритарных акционеров	$L_3 = p_r \times Nm \times \frac{(1 - Kk) \times (1 - Kl)}{Mn \times V_r}$	p _r - рыночная (расчетная) стоимость одной акции; Nm - количество акций в миноритарном пакете; Kk - скидка за отсутствие (недостаточность) контроля; Kl - скидка за ликвидность акций; Mn - доля пакета акций миноритарных акционеров в структуре акционерного капитала
L ₄	Экономический рост акционерного общества	$L_4 = \frac{RE}{E^1} = r \times ROE \times \frac{E^2}{E^1}$	RE - реинвестированная прибыль; r - коэффициент реинвестирования; ROE - рентабельность собственного капитала, рассчитанная по многофакторной модели Дюпон; E ¹ - собственный капитал на начало года; E ² - собственный капитал на конец года

Учитывая, что из всех локальных критериев только критерий L₃ является в большей мере качественным показателем, отражающим степень ущемления прав миноритарных акционеров (чем больше значение данного показателя отклоняется от единицы, тем большая

часть благ перераспределяется от миноритарных к контролирующим акционерам), он может служить своеобразным мультипликатором к сумме остальных локальных критериев. Поскольку все локальные критерии являются относительными показателями, объединить отдельные результаты

управления в общей целевой функции может следующее соотношение:

$$L = (L_1 + L_2 + L_4) \times L_3.$$

Для расчетов, связанных с оценкой экономической эффективности акционерной собственности по предложенным критериям, достаточно использования общедоступной информации об эмитенте, обнародованной на сайтах Интернет. Потенциальный инвестор может использовать данные информации регулярной отчетности эмитента, которая обнародуется в системе Интернет на сайтах Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку, а также информационных агентств. Информации, содержащейся в отчетности эмитентов, вполне достаточно для того, чтобы, используя косвенный метод определения денежных потоков на основе финансовой отчетности акционерного общества и прогнозирования наиболее вероятного сценария развития на основе ретроспективного анализа отчетности за несколько лет, а также используя информацию о лицах, владеющих более 5% акций эмитента, и другую информацию, вполне достоверно определить стоимость акционерного общества и вытекающие из нее локальные критерии оценки эффективности.

Сам эмитент может точнее установить значения локальных критериев на основе прямого метода определения денежных потоков, используя данные о физическом объеме производства по всей номенклатуре выпускаемой продукции в рассматриваемом периоде, а также данные о полном своде затрат на производство и реализацию продукции по счетам учета.

Литература

1. Критерии, методология и определения: рейтинги корпоративного управления // Кредит Russia. – 2002. – №15-16 (66-67) // <http://www.creditrussia.ru/pdf/66-67.pdf>.
2. Рейтинг корпоративного управления (CORE-рейтинг) // <http://www.iclg.ru/rurating>.
3. Рейтинг корпоративного управления «РИД–Эксперт РА» // http://www.ricd.ru/uploads/db2file_ru/Publicrating.pdf.
4. Сонин А. Корпоративное управление: мифы и реальность // Управление компанией. – 2005. – №12 (55). – С.42-46.
5. Беликов И. Хорошее корпоративное управление: кто заплатит за премию? // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №5 (260). – С.24-29.
6. Тараш Л.И. Экономическая реализация акционерной собственности в промышленности // Экономика промисловості. – 2005. – №1. – С.95-106.
7. История BSC // <http://www.balancedscorecard.ru/hist#hist>.
8. Michael C. Jensen (2001), Value maximization, Stakeholder theory, and the Corporate objective function, The Monitor Group and Harvard Business School // http://www.big.spb.ru/publications/other/strategy/maximization_of_cost.shtml.
9. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд./ Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2000. – 576 с.
10. Козырь Ю.В. К вопросу о стоимости контроля // Вопросы оценки. – 2003. – №3 // <http://www.appraiser.ru/info/method/index.htm#n32>.
11. Диев С.Б. Расчет поправки на степень контроля пакета акций на основе анализа структуры акционерного капитала // Вопросы оценки. – 2003. – №4. – С.20-24.

12. Яскевич Е.Е. Анализ факторов, обуславливающих введение скидок и надбавок для оцениваемых пакетов акций (долей) // <http://www.appraiser.ru/info/method/index.htm#n26>.

13. Многофакторная модель Дюпон анализа эффективности деятельности компании // http://www.itrealty.ru/analit/97_3_219-232.pdf.