я нанял вас, чтоб жить богаче

о механизмах внутрикорпоративного контроля на основе открытой финансовой отчетности

Повышение благосостояния владельцев компании часто видится не столько в росте текущих доходов в виде дивидендов, сколько в повышении рыночной стоимости акций. Учитывая широкое распространение такого подхода в современной экономике, а также то, что он упорядочивает соотношение многих других целей и гарантирует обеспечение компании капиталом со стороны инвесторов в долгосрочной перспективе, его можно принять в качестве важной, хотя и не единственной цели деятельности менеджеров в интересах владельцев. Однако не всегда инвесторов в России интересует рост стоимости компании в перспективе. Часть акционеров (иногда значительную) интересуют именно текущие дивиденды.

Окончание.
Начало в № 6, 7 /2005

Тонких А.С.
канд. экон. наук, доцент, заведующий кафедрой "Экономика и менеджмент" Глазовского инженерно-экономического института

Сегодня можно привести многочисленные примеры из отечественной практики корпоративного управления, когда существенная доля прибыли предприятий направлялась на выплату именно дивидендов: «Сибнефть», «Северсталь» и т.д. Критерий же максимизации цены акций применим лишь в условиях равнодоступности информации для всех участников рынка, однако, информация, как правило, асимметрична и поэтому ограничивает широкое использование данной модели.

По традиции определение интересов акционеров на основе представленных подходов осуществляется с использованием *оптимизационных моделей*, но использование методов оптимизации содержит ряд условий, которые сдерживают их применение. Например, делая упор

на максимизацию прибыли, практическая процедура достижения максимума остается невыясненной. Чаще всего речь может идти только о так называемом *«историческом максимуме»*, который отражает изменение оптимизируемого показателя только с течением времени. В силу этого целесообразнее задавать *ориентиры* по достижению определенной динамики показателей, чем искать экстремум какого-то параметра.

Наиболее результативные варианты деятельности могут находиться за пределами установленных ограничений. Чаще всего ограничивающими факторами выступают имеющиеся ресурсы, однако у корпоративных объединений существует множество возможностей привлечь дополнительные ресурсы. Причем для корпораций это осуществить легче, чем для предприятий других организационных форм. Из приведенного следует, что условия оптимизации являются весьма нечеткими. Поэтому, в целях корпоративного контроля деятельности менеджеров не всегда применимы подходы, выводящие на путь использования оптимизационных моделей.

Среди других параметров функционирования предприятия, определяющих интересы акционеров, важное место занимает *ликвидность акций*. Действительно, предприятие может иметь высокую прибыль, значительные продажи и активы, что в конечном итоге отражается на стоимости акций, но, если инвестор не может их реализовать на рынке в силу низкой ликвидности акций компании, экономического смысла такие инвестиции не имеют. То есть удовлетворение требований акционеров может быть выполнено при условии достаточной ликвидности акций и растущем объеме торгов. Среди других приоритетов у акционеров также могут быть: а) достижение финансовой устойчивости, пусть да-

целесообразнее задавать ориентиры по достижению определенной динамики показателей, чем искать экстремум какого-то параметра

же при небольшом доходе; б) высокий статус организации; в) возможность принимать участие в управлении корпорацией и т.д.

в целях корпоративного контроля деятельности менеджеров не всегда применимы подходы, выводящие на путь использования оптимизационных моделей

Итак, интересы акционеров весьма разнообразны и менеджеры практически не имеют возможности удовлетворить интересы большинства из них. Кроме этого, использование любого подхода основано на отслеживании динамики определенных показателей деятельности. При этом корпорация развиваясь постоянно приобретает новые качественные признаки, обеспечивающие более высокий уровень выполнения ее функций. Однако поскольку инвесторов интересуют разные показатели, то возникают разногласия между акционерами и менеджерами в определении конкретных интересов собственников.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что требуется разработка такой оценки развития компании, которая бы включала в себя некоторую комбинацию представленных выше подходов, не выводила ее на оптимизационные модели, характеризовала бы качественный рост фирмы в динамике и учитывала интересы большинства участников корпоративных отношений.

Из сказанного видно, что *корпоративный контроль должен основываться на динамических оценках*. В [1] выделяется два главных критерия эффективности корпоративного управления. Один из них – *динамизм системы* с учетом различий в интересах акционеров и менеджеров предприятия. Проиллюстрируем это ситуацией, когда большинства акционеров интересует рост чистой прибыли, повышение капитализации компании и ликвидности ее акций. Менеджерам же для укрепления своего профессионального статуса важно увеличивать выручку от реализации, производительность труда, не сокращая по возможности персонал орга-

низации. Модель развития компании и основанный на ней корпоративный контроль должны согласовывать упомянутые разнородные требования к деятельности фирмы.

Если рассматривать вышеназванные показатели как статические, трудно расставить приоритеты в их достижении и сопоставить их друг с другом в контексте соблюдения баланса интересов как между акционерами, так и между акционерами и менеджерами. В динамике же можно упорядочить и соотнести данные показатели. Например, из требования роста производительности следует, что объем продаж должен расти быстрее численности работающих. Далее, доходы организации должны возрастать более быстрыми темпами, чем расходы, иначе происходит нерациональное использование ресурсов. Отсюда, темпы роста прибыли как разности между доходами и расходами должны превышать темпы изменения выручки.

Логически следует вывод: любой инвестор предпочтет как можно большее увеличение курсовой стоимости принадлежащих ему акций. Следовательно, капитализация должна возрастать быстрее прибыли, так как она формируется под действием самых различных факторов, а не только прибыли. По этой же причине темп капитализации превосходит темп объема сделок на финансовом рынке. Кроме того, рост всех показателей во времени вкупе со стабильной численностью персонала дает нижнюю границу их изменения - *темпы рассматриваемых показателей не должны быть меньше единицы.*

удовлетворение требований акционеров может быть выполнено при условии достаточной ликвидности акций и растущем объеме торгов

В итоге можно построить систему, упорядочивающую темпы значимых показателей, характеризующую эталонную (нормативную) динамику развития корпорации. Мера достижения эталонной динамики будет показывать уровень баланса интересов как результат функцио-

нирования фирмы. Такая мера может быть рассчитана, в частности, на основе аппарата оценок *ранговой корреляции* [2, 3].

темпы роста прибыли как разности между доходами и расходами должны превышать темпы изменения выручки

Можно выделить следующие особенности реализации данного подхода:

- расходы, связанные с организацией подобных расчетов, невелики;
- учитывается совокупность профессиональных интересов менеджеров и финансовых интересов собственников корпорации;
- эталонный порядок темпов является достижимым, так как не требует от менеджеров выполнения плановых показателей, иногда необоснованно завышенных акционерами, следовательно, заранее обеспечивает возможность исполнительным органам действовать в интересах акционеров;
- достаточно полно и достоверно описывается развитие предприятия при взаимодействии с внешней средой;
- используются доступные показатели финансовой отчетности и информация деловых изданий.

Сказанное соответствует принципам корпоративного контроля и может операционально применяться при его осуществлении, что важно в связи с активизацией фондового рынка. При этом с развитием института частного инвестирования на фондовом рынке как альтернативы низкодоходному банковскому у многих потенциальных инвесторов возникает потребность в превентивной оценке объектов вложений, их предварительном отборе, ранжировании для выбора наиболее подходящих.

В настоящее время методики анализа деятельности корпоративных структур ориентированы в основном на профессионалов рынка, которые на основе множества разнородных и часто противоречивых показателей и тенденций оценивают результаты, достигнутые корпорациями, используя сложные информационно-

чтоб жить богаче

аналитические системы. Как следствие, инвестиционные решения принимаются интуитивно или под влиянием сложившихся стереотипов даже на уровне профессиональных участников рынка. Поэтому представляется, что с развитием фондового рынка и института частного инвестирования предприятия, не следующие описанной выше *эталонной динамике*, будут невысоко оцениваться инвесторами.

Важен факт, что в период роста предприятия ему необходимо привлекать дополнительные внешние источники финансирования, поддерживающие позитивную динамику его развития. Одним из главных источников, в этом смысле, становится *невозвращаемый капитал акционеров*. Чтобы привлечь новых инвесторов и убедить в эффективности деятельности прежних акционеров, менеджмент предприятий должен действовать в их интересах и, следовательно, быть достаточно привлекательным. Не имея доступа к внутренней управленческой отчетности, сторонним инвесторам трудно осуществлять надежную оценку деятельности корпоративных структур. Поэтому им нужен достаточно простой инструмент такой оценки, базирующийся на данных открытой финансовой отчетности. Описанный выше подход может быть положен в основу упомянутого инструментария.

Анализировать, чтобы жить

Литература

1. Charkham J. Keeping Good Company: a Study of Corporate Governance in Five Countries. – Clarendon Press, 1995.

2. Краева Т.А., Миняшкин В.В. Финансовый мониторинг стратегии промышленного предприятия. – М.: ТЕИС, 2003.

3. Тонких А.С. Как действовать менеджерам корпораций в интересах их собственников // ЭКО. – 2005, №3, С. 81-88.