

КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ ЯК ЧИННИК РОСТУ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ

Предметом аналізу в статті є корпоративне управління як чинник росту ринкової вартості компанії. Розглянуті особливості даного процесу в нашій країні. Визначені можливі шляхи рішення цієї проблеми.

The corporate management as factor of growth of market value is the article of analysis in the article. The features of the given process in our country are considered. The possible ways of decision of this problem are certain.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Починаючи з середини 90-х років ХХ сторіччя тема корпоративного управління привертає до себе пильну увагу дослідників і практиків як за рубежом, так і в Україні. Законодавці і регулятори також звернулися до питань, так чи інакше пов'язаних з корпоративним управлінням, сподіваючись в одних випадках сприяти становленню і розвитку фондових ринків, в інших - відновити довіря до ринків з боку інвесторів. Корпоративне управління сприймається як панацея від усіх проблем компанії, як один з найголовніших факторів при прийнятті інвесторами інвестиційного рішення та важелем ефективного функціонування ринків капіталу. В даний час паралельно з формуванням повноцінних систем корпоративного управління компаній в Україні спостерігається тенденція переходу до так званої концепції value based management [1], коли основною задачею власників стає управління вартістю компанії, тобто перш за все капіталізацій грошових потоків, що генеруються бізнесом, а не самими потоками. В той же час можна констатувати той факт, що перехід до вартісного підходу знаходиться лише в початковій фазі свого розвитку і лише деякі компанії на практиці використовують цей підхід.

Аналіз досліджень і публікацій. Розробниками корпоративного управління прийнято вважати ведучих зарубіжних економістів А.Берлі і Г.Мінза, хоча і ряд класиків економічної науки додавали цьому аспекту економічної науки важливе значення - Дракер П., Кейнс Дж. М., Ламбен Же., Маршалл А., Ойкен В., Портер М., Самуельсон П., Чемберлін Е.. З початком процесу трансформації економіки і об'єктивною необхідністю становлення нової системи відносин, заснованої на принципах корпоративного менеджменту, питаннями корпоративного управління зацікавились такі вчені, як Базилевич Л.А., Бурлакова Л.В., Голубков Д.Ю., Горбунов А.Р., Дементьев В.Е., Круглов М.И., Никологородский Д.Ю., Радьгин А.Д., Храброва И.А., Чиркова Е.В. і ін.

Виділення раніше не вирішених проблем. На наш погляд, не достатньо уваги приділяється питанню про необхідність проведення інтеграції такого чинника вартості, як корпоративне управління, в загальну систему стратегічного управління вартістю компанії. В практичній сфері об'єктивні процеси, пов'язані з глобалізацією економіки і загостренням конкуренції на товарних і фінансових ринках, викликають необхідність реформування підходів до управління компаніями і пошуку найефективніших практик корпоративного управління. Останнє стає питанням не просто створення додаткових

конкурентних переваг компанії, але і виживання її на ринку в довгостроковій перспективі.

Ціль статті. В статті ми спробуємо розглянути корпоративне управління з точки зору чинника росту ринкової вартості компанії, визначити інструментарій, що дозволяє оцінювати внесок комплексу фінансових чинників і корпоративного управління, як не фінансового чинника, в створення ринкової вартості компаній та інвестиційної привабливості, а також привести рекомендації по побудові системи стратегічного управління вартістю компанії на його основі.

Викладення основного матеріалу. Зовнішнє середовище організації, що динамічно розвивається, зростання ринків капіталу і конкуренція, що посилюється, на товарних ринках ставить перед українськими фірмами все більш важкі управлінські задачі, рішення яких, пов'язують із зростанням вартості бізнесу. У цих умовах базові поняття, а також методичний інструментарій, які стали традиційними в теорії і практиці оцінки фінансових рішень, переглядаються у контексті нової мети, поставленої перед менеджментом - а саме максимізацією вартості фірми.

Цікаво, як самі компанії оцінюють ефективність вжитих ними заходів по поліпшенню корпоративного управління. Дослідження, проведене Economist Intelligence Unit серед 310 виконавчих керівників компаній, що представляли всі регіони миру, показало, що вище керівництво надає значно більше увагу питанням корпоративного управління, чим це було кілька років тому. В той же час, на думку 90% респондентів, упровадження вимог законодавства і рекомендацій «кращих практик» в області корпоративного управління не привели ні до зростання доходів, ні до зниження витрат їх компаній [2]. Це може свідчити як про те, що ефект від упровадження принципів корпоративного управління виявляється в довгостроковій перспективі, так і про те, що «гарне» корпоративне управління не є визначальним чинником ефективності діяльності компанії, якщо під ефективністю розуміти фінансові результати бізнесу.

Тепер розглянемо аргумент про інвестиційну привабливість компаній з «гарним» корпоративним управлінням. Відразу виникає питання, про яких інвесторів йде мова? Зрозуміло, що для ризикових портфельних інвесторів корпоративне управління не грає важливої ролі - ніж більшою керованістю, стабільністю і передбаченістю відрізняється компанія, тим менший інтерес представляє «гра» з її цінними паперами. Ризикові інвестори схильні приймати високий ризик, у тому числі і ризики, пов'язані з «поганим» корпоративним управлінням, в обмін на швидку і високу потенційну віддачу у вигляді зростання вартості цінних паперів. Іноді можна почути, що досвідчений інвестор, що ухвалює рішення про покупку акцій однієї з двох компаній, відмінних лише рівнем корпоративного управління, вибере ту з них, в якій корпоративне управління краще. І з цим дійсно складно сперечатися. Проте насправді немає компаній, які б відрізнялися тільки рівнем корпоративного управління - тому враховується цілий ряд інших чинників, що роблять компанії більш і менш привабливими в очах інвесторів [3].

Цікава ситуація з традиційними портфельними інвесторами, основними з яких є інституційні інвестори - пенсійні фонди, страхові компанії і деякі інвестиційні фонди. Ці інвестори повинні піклуватися як про збереження, так і про примноження засобів своїх вкладників. Вони чудово обізнані, що не була дотепер емпірично доведена залежність зростання курсової вартості акцій компаній від якості корпоративного управління в цих компаніях [4, с. 45]. Але з другого боку, різкі падіння вартості акцій окремих компаній у багатьох випадках були слідством подій, що стали можливими через низький рівень корпоративного управління. Тому ступінь уваги до

корпоративного управління у разі традиційних портфельних інвесторів може залежати від того, наскільки консервативної стратегії дотримується такий інвестор. Якщо визначаючим для інвестора є зростання вартості вкладень, то на перший план при ухваленні інвестиційних рішень, з нашої точки зору, виходить достатньо багато інших чинників, ніж якість корпоративного управління. Якщо ж визначаючим для інвестора є зниження ризику втрати вкладених засобів, то якість корпоративного управління в об'єктах інвестування починає грати помітну роль.

Наступна категорія інвесторів - стратегічні інвестори, чією задачею є встановлення повного або часткового контролю над компанією, що дозволить їм брати участь в управлінні і понизить вірогідність втрати вкладених засобів. Якість корпоративного управління для них грає певну роль, оскільки стратегічний інвестор, по-перше, не бажає опинитися біля розбитого корита, одержавши контроль над компанією і на додачу до цього масу несподіваних сюрпризів і проблем, а по-друге, у стратегічного інвестора є свої акціонери, які, можливо, поцікавляться якістю зробленої інвестиції, у тому числі і по такому параметру, як рівень корпоративного управління в об'єкті інвестування.

Слід помітити, що для стратегічних інвесторів, чією задачею є покупка недооціненої на ринку компанії з метою приведення справ в порядок і подальшого її продажу, якість корпоративного управління в компанії, що придбалася, грає набагато менше значення. По-перше, компанія з «поганим» корпоративним управлінням, можливо, коштуватиме при покупці дешевше, а, по-друге, якщо вартість компанії дійсно залежить від якості корпоративного управління, у покупця буде прекрасна можливість збудувати «гарне» корпоративне управління і одержати премію до ціни при подальшому продажу компанії.

Якщо ж говорити про стратегічні інвестиції зі стовідсотковим володінням, де не виникає питань розділу впливу і взаємостосунків різних груп акціонерів. В такій ситуації стратегічний інвестор готовий узяти на себе ризики, пов'язані з корпоративним управлінням, оскільки він може на свій розсуд поміняти як структуру і систему управління в компанії, так і менеджмент компанії.

При цьому як для традиційних портфельних, так і для стратегічних інвесторів при ухваленні інвестиційних рішень значущу роль грають наступні чинники: політична стабільність, розвиток економіки, перспективи економічного зростання, рівень бюрократизації і корупції, а також інституційні чинники: ступінь розвитку фондового ринку, зрозумілість і стабільність податкової системи, ефективність системи судочинства і правозастосування і ін..

Також, слід з великою обережністю сприймати твердження про те, що дослідження і опити інвесторів доводять, що якість корпоративного управління є визначальним чинником при ухваленні інвестиційних рішень. Треба пам'ятати, що наміри інвесторів вкладати засоби в ті компанії, де корпоративне управління краще, варто сприймати саме як наміри, які як в житті, так і в бізнесі дуже часто розходяться з рішеннями, які ухвалюються в реальній ситуації. Крім того, важко собі представити главу крупного пенсійного фонду, яка б заявила публічно або в ході дослідження, що проводиться всесвітньо відомою компанією, що хороше корпоративне управління не є для нього значущим чинником при виборі об'єктів для інвестування.

Гарним прикладом є дослідження, проведене компанією McKinsey в 2002 році. Опит близько 200 інституційних інвесторів показав, що 80% з них готові платити премію до ринкової ціни акцій за «гарне» корпоративне управління. Її специфічний розмір визначався рівнем розвитку ринкових відносин в країні і характером

законодавчого регулювання в області корпоративних відносин. Так, найбільші премії інвестори були готові платити на ринках, що розвиваються, де ризики, пов'язані з корпоративним управлінням, набагато вище, ніж в розвинених країнах. Наприклад, для російських компаній премія складала близько 40% - в чотири рази вище, ніж, наприклад, для американських компаній. Проте слід зазначити, що подальше дослідження, яке б показало, куди ж насправді вклали засоби опитані McKinsey інституційні інвестори, так і не було проведено [5, с.64-67].

Компанії, що розраховують привернути акціонерний капітал, в першу чергу орієнтуються на традиційних портфельних і стратегічних інвесторів. При цьому стратегічні інвестори у багатьох випадках не розглядають рівень корпоративного управління у ряді чинників, що визначають інвестиційні рішення, про що ми говорили вище. Але для традиційних портфельних інвесторів, перш за все інституційних, корпоративне управління стало дійсне значущим чинником при ухваленні інвестиційних рішень. Їх вплив на фондові ринки і вартість капіталу не варто недооцінювати. Частка інституційних інвесторів на ринках капіталу вже досягла 50% і має тенденцію до зростання. Більш того, їх вплив стає настільки велике, що в деяких випадках достатнє, щоб інституційний інвестор виказав побоювання відносно рівня корпоративного управління якої-небудь з компаній, щоб керівництво компанії всерйоз зайнялося питаннями поліпшення його якості.

Висновки та перспективи подальших розробок в даному напрямі. За результатами всього проведеного дослідження можна дійти висновку що якісне корпоративне управління є необхідним, але недостатнім для успіху чинником. Це означає, що успішність розвитку компанії визначається як якістю корпоративного управління, яке забезпечує захист всіх зацікавлених сторін від різного роду втрат, так і якістю управління розвитком бізнесу, який забезпечує примноження вкладених засобів і зростання вартості компанії. Іншими словами, низький якісний рівень корпоративного управління може привести до краху компанії і серйозних втрат для зацікавлених сторін проте його зростання саме по собі, без поліпшення інших характеристик діяльності компанії не може забезпечити її успіх.

Таким чином необхідно відзначити, що:

- Максимізація ринкової вартості є центральною задачею для ефективних власників, що повинне розв'язуватися через створення внутрішньокорпоративної системи стратегічного управління вартістю компанії [6, с. 21-25].
- Корпоративне управління є найважливішим і в значній мірі нереалізованим в Україні джерелом створення вартості компаній і одночасне механізмом стратегічного управління вартістю компанії. Чинники корпоративного управління необхідно ретельно оцінювати, так само як і фундаментальні, що, проте, вимагає складнішого інструментарію і підходів.
- Заходи, пов'язані з управлінням внутрішніми механізмами корпоративного управління, необхідно ретельно планувати. Ефективна система корпоративного управління компанії може істотно підвищити її ринкову капіталізацію, і дії в даному напрямі повинні бути інтегровані в загальну стратегію управління вартістю компанії. Рівно повинна бути оцінена їх своєчасність для кожного з етапів розвитку компанії і ефективність з погляду відношення створюваної доданої вартості до витрат на проведення і упровадження.

У зв'язку з тим, що саме розробка принципів корпоративного управління та практичних механізмів зниження ризиків інвестицій в компанію, оцінка конкретного внеску даних заходів в створення вартості компанії, рекомендації по інтеграції даних процесів в загальну стратегію будуть запитані і зможуть принести компаніям реальну і зрозумілу користь, яка буде виражена в конкретних показниках збільшення вартості бізнесу. Стратегія зростання вартості компанії, стратегія побудови ефективної системи корпоративного управління і стратегія фінансування зростання компанії тісно зв'язані і взаємообумовлені, що повинно враховуватися в управлінні компаніями. Дані питання є величезним полем для подальших досліджень.

Література

1. Колесниченко Б. Рекомендації щодо управління холдинговими системами в Україні.<http://educworks.net/rekomendatsiyi-schodo-upravlinnya-holdingovimi-sistemami-v-ukrayini.html>
2. Анашин Ю.А. Міжнародний ринок грошей і капіталів <http://library.if.ua/books/13.html>
3. Тарасова О. В. Способи і механізми захисту прав і інтересів акціонерного товариства / О. В. Тарасова // Науковий вісник ОДЕУ. Всеукраїнська асоціація молодих науковців. Науки : економіка, політологія, історія. – 2008. – № 6 (62). – С.132 - 139
4. Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. Стоимость компаний: оценка и управление./Пер. с англ. - М.: ЗАО «Олимп—Бизнес», 2005, - 576 с.
5. Есипов В. Е., Маховикова Г. А., Терехова В. В. Оценка бизнеса. 2-е изд. – СПб.: Питер, 2006, - 464 с.
6. Тіхонравов О.В. Організаційно-економічний механізм управління корпоративними правами: Дис. канд. екон. наук: 08.02.03 / Харківський національний ун-т ім. В.Н.Каразіна. - Х., 2004. - 228арк.