

УДК 658.1:330

Т.В. КРАМИН,

кандидат физико-математических наук, магистр экономики (США)

Институт экономики, управления и права (г. Казань)

ВЛИЯНИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СРЕДЫ И ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ПРЕОБРАЗОВАНИЙ НА ПРОЦЕСС ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

В работе охарактеризовано влияние институциональной среды на стоимость компании. Рассматривается уровень и специфика развития институциональной среды в корпоративном секторе РФ, определяются основные направления развития корпоративного управления российских компаний в целях повышения их стоимости.

Любой процесс развития подразумевает усложнение структуры явления и качественное изменение как составляющих это явление элементов, так и взаимосвязей между ними. Применительно к обществу это выражается в преобразовании его институциональной среды – совокупности основополагающих политических, социальных и юридических правил, образующих базу для производства, обмена и распределения. Другими словами, институциональная среда является обобщающей категорией, в рамках которой экономические агенты используют различные упорядочивающие, направляющие институциональные структуры в виде рынка, фирм, ассоциаций или соглашений для организации производства, обмена, распределения и потребления.

Особое влияние институциональная среда оказывает на деятельность предприятий, их системы управления. Система управления стоимостью бизнеса представляет собой многоуровневый механизм, характеризующийся, в том числе, трансакционными издержками, управленческими издержками, системой агентских отношений, и функционирующий во внешней и внутренней институциональной среде. Практика институциональных отношений выходит за рамки строго формализованных теорий и тре-

бует детального анализа и дополнительного моделирования в соответствии с конкретными условиями институциональной экономики той или иной страны. Обратимся к некоторым ярким примерам из зарубежной и отечественной практики.

Необходимость пересмотра и коренного преобразования системы контроля деятельности менеджеров была подтверждена волной корпоративных скандалов в США и других странах в 2001 и 2002 годах. Практически все скандалы имели место в силу разрушения отношений между акционерами, советом директоров и высшими менеджерами. Такое положение еще раз подтвердило наличие проблем агентирования, возникающих между менеджерами и акционерами.

Для оценки специфики и эффективности управления российских предприятий в условиях институциональных преобразований необходимо дать качественную характеристику процесса и последствий приватизации в России, начавшейся в 1987 году и продолжающейся в настоящее время. Этот процесс фактически определил основные группы собственников приватизированных предприятий и способствовал формированию текущих условий и правил игры на рынке капиталов в России. Данному аспекту институциональных преобразований в России

посвящены многие исследования, в частности работы А. Олейника [1], В. Андреева [2]. Резюмируем их результаты в контексте влияния институциональных преобразований на процесс управления стоимостью компаний.

Политики и экономисты, поддержавшие, инициировавшие и реализовавшие приватизацию в России, опирались в своих действиях на теорему Коуза, предполагая отсутствие транзакционных издержек. Однако, как показала практика, транзакционные издержки как вне фирмы, так и внутри нее были не просто не нулевыми, но и достаточно высокими. На момент начала приватизации в России спецификация прав собственности была недостаточно полной, рынок ценных бумаг отсутствовал, рынок обмена прав собственности был далеко не конкурентным. Поэтому теорема Коуза в процессе приватизации в России в прямом виде неприменима, ее можно использовать косвенно и только при учете указанных выше условий.

В теории транзакционных издержек создание фирм обусловлено возможностью экономить на издержках, связанных с функционированием рынка. Однако с ростом фирм внутрифирменные издержки, включающие управленческие затраты, возрастают. Кроме того, высокие транзакционные издержки рыночной экономики обостряют проблемы агентских отношений в результате роста асимметричности информации и транзакционных издержек на рынках, в том числе на рынке прав собственности.

Все вышесказанное указывает на ключевую роль процесса приватизации в России в процессе управления стоимостью компании, так как она фактически определяет факторы выбора корпоративной стратегии компании, характер ее реструктуризации и эффективность ее корпоративного управления.

В системе управления стоимостью важнейшую роль играет собственник – основное заинтересованное лицо в максимизации стоимости бизнеса. Стратегия российской приватизации во многом определяет группы, получившие контроль над приватизированными предприятиями в России.

Приватизация в России носила ярко выраженный политический характер и имела своей целью показать необратимость рыночных реформ в России. Проблема высоких транзакционных издержек и их неравномерного распределения между участниками рынка прав собственности решена не была. Как следствие управленческие издержки в приватизированных фирмах и транзакционные издержки аутсайдеров на рынке капиталов еще более возросли. Предприятия были приватизированы в том виде, какими они были до приватизации, в предположении их независимости. Однако в действительности они не были независимыми, будучи включенными в многочисленные вертикальные и горизонтальные интегрированные структуры. Оценка оптимального, с точки зрения минимизации транзакционных издержек, размера фирм проведена не была.

Не решена была также проблема ярко выраженного неравенства в распределении прав собственности. Во-первых, социально-экономическое неравенство населения приводит к возникновению политических рисков и нестабильности. Во-вторых, оно приводит к низкой покупательской способности большей части населения и, следовательно, к ухудшению конъюнктуры рынков многих видов продукции. Эти последствия крайне негативно сказываются на стоимости бизнеса многих предприятий.

В процессе приватизации так и не удалось создать конкурентные условия в отраслях российской экономики. Внутриотраслевое реструктурирование фирм так и не произошло. Инсайдеры (менеджеры и работники компаний), получившие контроль над своими предприятиями, не были заинтересованы в развитии конкуренции, сохраняя олигополистический характер рынка. Олигополистический характер российской постприватизационной экономики был обусловлен также созданием множества финансово-промышленных групп (далее – ФПГ), возникших в процессе концентрации капитала или на базе структур, существовавших до приватизации. Процесс приватизации в период залоговых аукционов превратился в борьбу ФПГ за новые права собственности, что привело к даль-

нейшему усилению ФПГ и удалению от конкурентного рынка. Антимонопольное законодательство, которое следовало бы внедрить еще до приватизации, на сегодняшний день так практически и не работает.

Фактически в процессе массовой приватизации контроль над предприятиями получили их бывшие менеджеры советского периода, большинство из которых не обладало навыками работы в рыночных условиях. Не удивительно, что в условиях угрозы рыночной конкуренции большинство из них избрало защитную стратегию выживания, что резко негативно сказалось на конкурентоспособности этих фирм в недалеком будущем.

Таким образом, необходимо согласиться с мнением Андреева [2] о том, что для применения теорий трансакционных издержек и агентских отношений к российской экономике их необходимо существенно уточнить, учитывая российскую специфику. Построение моделей корпоративного управления должно учитывать сложное переплетение агентских отношений как внутри фирмы, так и на уровне ФПГ или коалиции.

Управление стоимостью компании определяется целым комплексом социальных институтов. Система управления стоимостью любой современной компании действует в институциональной среде. Все элементы данной системы подвержены ее влиянию. В частности, правовое сопровождение спецификации и обмена прав собственности определяет правила игры на рынке капиталов. Несовершенство правовых институтов создает неравенство среди участников данного рынка. Как следствие у руля предприятий могут вставать люди и организации, не имеющие достаточной управленческой квалификации. Права собственности передаются не по рыночным правилам или единым принятым для всех законам, а в соответствии с неформальными нормами, часто имеющими место только для узкого круга лиц. Указанные выше процессы снижают эффективность управления бизнесом, повышают риски, накладывают дополнительные ограничения и барьеры на рынке капиталов. В частности, приобретение прав собственности на рынке сопровождается рос-

том как прямых затрат на приобретение бизнеса (так как в условиях неопределенности для контроля бизнеса необходимо обладать контрольным пакетом), так и трансакционных затрат, связанных с получением доступа к покупке прав и последующим контролем менеджмента в рамках агентских отношений.

Низкая эффективность управления, неиспользование потенциала роста и модернизации, низкая ликвидность и залогоспособность активов, увеличивающие стоимость привлеченных ресурсов, непосредственно снижают финансовые результаты компании и, следовательно, ее стоимость. Более того, покупная цена на право владения компанией еще больше снижается в силу роста инвестиционных рисков и, как следствие, роста требуемой доходности от этих инвестиций.

Резюмируя вышесказанное, необходимо заключить, что институциональная среда оказывает огромное влияние на управление стоимостью бизнеса. Одна из основных задач системы управления стоимостью компании состоит в умелом выявлении факторов институциональной среды, отслеживании динамики их развития и эффективном их использовании в целях максимизации стоимости.

Важнейшим фактором стоимости является экономический рост компании. Институциональные компоненты экономического роста рассмотрены А. Радыгиным и Р. Энтовым [3, с. 14-38]. По их мнению, после окончания периода радикальных перемен "ключевыми долгосрочными задачами являются обеспечение устойчивости сложившегося институционального окружения и адаптивности созданных институтов". Фактором снижения неопределенности мог бы стать публичный мораторий на пересмотр итогов приватизации.

Одним из важнейших аспектов влияния институциональной среды на стоимость предприятия является экономический рост всей национальной экономики, который, в свою очередь, формируется за счет роста отдельно взятых хозяйствующих субъектов – компаний. В. Полтеровичем и В. Поповым [4] строится эволюционная теория экономической полити-

ки государства, согласно которой проблему экономического роста необходимо рассматривать в рамках исторического и институционального контекстов. Они предлагают четыре стадии политики государства, направленной на экономический рост (модернизацию):

- 1) начальная стадия модернизации (индустриализация);
- 2) стадия инициации экспортно-ориентированного роста;
- 3) стадия стимулирования ускоренного развития;
- 4) стадия развитого рынка.

В. Полтеровичем и В. Поповым показано [4], что на каждой стадии модернизации ведущую роль играют разные экстерналии (на первой стадии – импортная экстерналия, на второй – экспортная), наиболее эффективны различные инструменты экономической политики (в большей мере селективные – на первых двух стадиях, и неселективные – на третьей и четвертой стадиях). Относительно России авторы отмечают, что она на настоящий момент не решила задач первой и второй стадии, однако пытается проводить политику, свойственную третьей и четвертой стадии модернизации экономики. Данный факт может иметь драматические последствия для экономического роста и роста стоимости компаний в России.

Другим аспектом экономического роста является модель корпоративного управления. В этой области имеют место следующие тенденции [3, с. 29-30]:

- 1) переход к публичным корпоративным принципам во многих крупных компаниях (в основном, это компании, привлекающие средства на международных финансовых рынках);
- 2) прогресс в содержательных аспектах, таких, как права миноритарных собственников, внутренний контроль, дивидендная политика, незначителен.

М. Третьяков [5, с. 129-141] отмечает явление конвергенции моделей корпоративного управления, в частности, речь идет о сближении аутсайдерской и инсайдерской систем, вызванном процессами глобализации и интеграции финансовых рынков.

В работе Г. Клейнера, Р. Качалова, Е. Сушко [6, с. 82], показана тесная связь наличия у предприятия четко сформулированной стратегии и его экономического положения. Наличие стратегии у предприятия однозначно соответствует более эффективному управлению и лучшим финансовым результатам компании.

Институциональные преобразования могут осуществляться различными способами. В первые годы реформ в России считалось правомерным импортировать уже существующие на западе институты, отобрав наиболее эффективные образцы. Однако в большинстве случаев такие ускоренные реформы на практике имели непредсказуемые и часто негативные последствия.

Я. Кузьминов, В. Радаев, А. Яковлев, Е. Ясин предлагают концепцию "выращивания институтов" ("культивирования институциональных изменений") [7, с. 5-27]. Они считают, что "трудности позитивных институциональных изменений во многом вызваны неглубоким пониманием закономерностей и логики подобных изменений". В работе отмечаются взаимосвязь между институтами и их неоднородность. Культивирование институтов требует не только принятия соответствующих законов, но и целого комплекса мероприятий: необходимо обеспечить доверие к ним большинства, наличие заинтересованных в них социальных слоев, совместимость с уже существующими институтами, развитие института во времени и соответствующие ресурсы на его "выращивание".

Институциональные преобразования оказывают существенное влияние на эффективность бизнеса и, следовательно, на его стоимость. При исследовании и совершенствовании системы управления стоимостью бизнеса необходимо учесть все транзакционные издержки компании как внутрифирменные, так и внешние. К наиболее важным статьям затрат относятся агентские затраты и транзакционные издержки заключения контрактов. Экономический эффект от мероприятий по снижению данных затрат оценивается путем оценки эффективности конкретных управленческих решений на основе методики проект-менеджмента и сценарного анализа.

Кроме того, как показано выше, одним из основных факторов стоимости является рост бизнеса, который невозможен без масштабной инвестиционной политики, которая, в свою очередь, требует в большинстве случаев привлечения финансовых ресурсов. Информационная открытость и эффективность снижают трансакционные издержки кредиторов и инвесторов и расширяют возможности внешнего финансирования. Поэтому инвестиционная стратегия является ключевой в процессе управления стоимостью бизнеса.

В управлении стоимостью компании чрезвычайно важен институт корпоративного управления. В настоящее время под корпоративным управлением понимаются отношения между акционерами, советом директоров и менеджерами компании, которые определяются уставом компании, принятой в компании политикой и законодательством (определение дано в журнале "Корпоративное управление"¹). Существуют и другие определения корпоративного управления.

Эффективное корпоративное управление характеризуется прозрачностью (раскрытием) соответствующей финансовой информации и информации о деятельности общества, возможностью осуществления контроля за деятельностью правления; всесторонней защитой прав акционеров; независимостью наблюдательного совета (совета директоров) в определении стратегии общества, утверждении бизнес-планов и важнейших хозяйственных решений, найме членов правления, мониторинге его деятельности и увольнении членов правления в случае необходимости.

Для российских предприятий наиболее актуальны следующие направления в области корпоративного управления:

- совершенствование процедур проведения общих собраний акционеров, заседаний советов директоров и исполнительных органов обществ;
- улучшение "прозрачности" деятельности обществ и их сделок (совершенствованию сис-

темы раскрытия информации) и системы внутреннего финансового контроля;

- усиление роли советов директоров в управлении обществами (появление независимых директоров, создание комитетов совета директоров);

- реальная подотчетность исполнительных органов обществ советам директоров и общим собраниям акционеров;

- установление в обществах понятной акционерам дивидендной политики и стратегии развития общества.

В условиях развития процессов глобализации и усиления конкуренции на большинстве предприятий успешное развитие любого бизнеса невозможно без доступа к инвестиционному капиталу. Инвесторы, в свою очередь, заинтересованы вкладывать средства в компанию, имеющую эффективную систему управления и контроля за ее деятельностью. За акции таких компаний, создавших у себя систему корпоративного управления, понятную инвесторам, они готовы платить существенную премию. В то же время инвесторы требуют участия в реальном контроле над процессом управления, чтобы обеспечить эффективное использование активов для осуществления их интересов и получить дополнительные гарантии.

В опросе, проведенном компанией Мак-Кинзи и Всемирным банком среди 200 институциональных инвесторов, в управлении которых находится 3,25 трлн долл., отмечается, что "свыше 80% инвесторов заявляют о своей готовности платить больше за акции компаний с хорошим качеством корпоративного управления по сравнению с компаниями, где управление находится на низком уровне" [8]. По мнению специалистов ФСФР РФ, только за счет улучшения корпоративного управления российские компании могут рассчитывать на получение премии к нынешней цене своих акций в размере от 20 до 50%.

Таким образом, корпоративное управление повышает инвестиционную привлекательность, облегчает привлечение инвесторов, позволяет снизить стоимость заемного финансирования и

¹ См. http://www.cgchse.ru/journal_rus.htm

как следствие увеличивает рыночную стоимость компании.

Выявить тесную корреляцию между качеством корпоративного управления и стоимостью компаний достаточно сложно. Однако однозначно можно сказать, что лучшие стандарты корпоративного управления соответствуют более высокой оценке компании рынком. Ряд проведенных исследований также отражает тот факт, что инвесторы готовы платить больше за акции компаний с хорошим качеством корпоративного управления.

В российской промышленности определенные действия по повышению уровня корпоративного управления предпринимаются лишь в единичных компаниях. Но даже единичные примеры доказывают, что качественное корпоративное управление, выраженное в высокой информационной открытости, ведении финансовой отчетности по международным стандартам, соблюдении и уважении прав и интересов миноритарных акционеров, ориентированное на интересы акционеров в дивидендной политике, заботе о корпоративной репутации, чрезвычайно важно для оценки инвесторами привлекательности акций компании и их курсовой стоимости.

Одним из немногочисленных, но убедительных примеров влияния совершенствования корпоративного управления эмитента на курс его акций является ОАО "Нижнекамскнефтехим". В 1999 году руководство компании начало реализацию программы по созданию и развитию ликвидного рынка своих акций в целях повышения ее капитализации. Благодаря заключенному с НАУФОР соглашению о распространении информации и ряду встреч руководства компании с представителями профессиональных участников рынка ценных бумаг уже в 2000 году компания достигла значительных успехов в повышении своей информационной прозрачности и сформировала благоприятный имидж компании, имеющей четкую долгосрочную стратегию. В результате курс акций ОАО "Нижнекамскнефтехим" только за 2000 год вырос более чем в 4 раза. В последующие годы этот процесс продолжился.

Российской экономике предстоит достаточно долгий путь в направлении совершенствования института корпоративного управления. Развитие данного института в большой степени связано со многими другими институтами. Реформы корпоративного управления невозможны без заинтересованности в них руководителей компаний, без поддержки "большинства". Вместе с тем работа по реформированию корпоративного управления российских компаний значительно улучшает их инвестиционную привлекательность, конкурентоспособность, повышает их стоимость, открывает новые перспективы роста как самих компаний, так и российской экономики в целом.

В заключение изучения институциональной среды как элемента системы управления стоимостью компании рассмотрим основные недавно сформировавшиеся тенденции российского рынка корпоративного контроля и возрастающей роли государства на нем.

В 2005 году наметились в целом благоприятные тенденции в российской экономике: существенный рост капитализации крупнейших российских компаний, опережающая прогнозы динамика фондового рынка, рост числа публичных размещений (ИПО), улучшение положения в сфере легализации капиталов и реформирования корпоративного управления, снижение числа враждебных поглощений [9, с. 62-85]. Однако, как справедливо отмечают А. Радыгин и Г. Мальгинов, в России 2005 года имел место "противоречивый институциональный фон", который требует дальнейшего изучения для оценки влияния институциональной среды на стоимость российских компаний. Кроме того, улучшение корпоративного управления российских компаний наблюдается скорее в количественном аспекте (количество раскрываемой информации), чем в качественном: проблемы прав миноритарных акционеров, отношений аффилированных лиц и другие практически не затрагиваются. Рост числа выставляемых на продажу государственных предприятий не приводит к росту числа совершенных по ним сделок в силу отсутствия спроса на них как инвестиционно непривлекательных. Активизация в области легализации бизнеса свя-

зывается либо с переориентацией бизнеса, либо с продажей пакета акций для последующего перевода капитала за рубеж, что стало актуально после событий с "ЮКОСом". В 2005 году наметился процесс доминирования государства в ряде ключевых отраслей российской экономики.

Таким образом, наряду с некоторыми положительными тенденциями в корпоративном управлении в России в целом неблагоприятными для дальнейшего развития институциональной среды и повышения эффективности институтов имущественных отношений являются текущие политические и макроэкономические условия в стране. Последствиями такого положения являются низкая информационная эффективность рынка капиталов, чрезвычайно высокие транзакционные издержки на данном рынке, высокий уровень неопределенности как на микро-, так и на макроэкономическом уровне, в результате чего снижается инвестиционная привлекательность российских компаний для отечественных и зарубежных инвесторов.

Учитывая представленные выше данные и анализ, наиболее актуальными направлениями, повышающими инвестиционную привлекательность российских предприятий на текущий момент, являются:

- 1) оптимизация уровня государственного присутствия в экономике;
- 2) повышение уровня спецификации прав собственности на предприятия и земельные участки, на которых расположены их активы;
- 3) формирование системы финансово-кредитных институтов, в первую очередь инвестиционных банков, способных предоставить ресурсы, необходимые для развития российских предприятий;
- 4) необходимость направления финансовых ресурсов в первую очередь на развитие инновационного потенциала российских компаний.

Все вышесказанное вновь доказывает необходимость оценки и управления стоимостью в рамках институционального подхода. Это особенно актуально в странах с трансформационной экономикой, подобной российской. Кроме того, мы убеждаемся на практике в том, что внешняя институциональная среда является важнейшим элементом системы управления стоимостью компании, так или иначе взаимодействующим со всеми остальными ее элементами.

Список литературы

1. Олейник А.Н. Институциональная экономика: учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2005. – 416 с.
2. Андреев В. Постсоветская приватизация в свете теоремы Коуза (транзакционные издержки и управленческие затраты) // Вопросы экономики. – 2005. – №12. – С. 122-136.
3. Радыгин А., Энтов Р. Институциональные компоненты экономического роста // Вопросы экономики. – 2005. – №11. – С. 14-38.
4. Полтерович В., Попов В. Эволюционная теория экономической политики. Часть I. Опыт быстрого развития // Вопросы экономики. – 2006. – № 7. – С. 4-23.
5. Третьяков М. Конвергенция моделей корпоративного управления // Вопросы экономики. – 2004. – №1. – С. 129-140.
6. Клейнер Г., Качалов Р., Сушко Е. Экономическое состояние и институциональное окружение российских промышленных предприятий: эмпирический анализ взаимосвязей // Вопросы экономики. – 2005. – №9. – С. 67-86.
7. Кузьминов Я., Радаев В., Яковлев А., Ясин Е. Институты: от заимствования к выращиванию (опыт российских реформ и возможность культивирования институциональных изменений) // Вопросы экономики. – 2005. – № 5. – С. 5-27.
8. McKinsey & Co., Investor Opinion Study. – 2000. – June.
9. Радыгин А., Мальгинов Г. Рынок корпоративного контроля и государство // Вопросы экономики. – 2006. – №3. – С. 62-85.

В редакцию материал поступил 28.05.07.