

Концепция управления стоимостью в оценке эффективности корпоративного управления в Республике Беларусь

Дмитрий КОРСУНСКИЙ



РУП «Институт недвижимости и оценки», заместитель генерального директора, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: korsunsky@tut.by

Евгений РОССОХА



Белорусский государственный технологический университет, заведующий кафедрой организации производства и экономики недвижимости, кандидат экономических наук, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: Evgeni_ros@mail.ru

УДК 338.24

Ключевые слова:

корпоративное управление; управление стоимостью; повышение эффективности управления; доходность инвестированного капитала.

Специфика экономики Республики Беларусь – прямое или опосредованное участие государства в качестве собственника (акционера) во многих субъектах хозяйствования. Поэтому наиболее остро вопрос оценки и повышения эффективности владения стоит перед государством. Организация обращения акций хозяйственных обществ (далее – компании), корпоративного управления (далее – КУ) и владельческого надзора является одним из направлений деятельности Государственного комитета по имуществу Республики Беларусь. Одним из ключевых ориентиров этой деятельности является защита экономических интересов собственника – государства, который должен выражаться в конкретных показателях, отражающих эффективность владения. Для измерения эффективности владения целесообразным является применение комплексного критерия успешности корпоративного управления, имеющего в своей основе баланс между достижением текущих показателей эффективности и долгосрочных целей развития. Предлагаемым в статье инструментарием, позволяющим измерить эффективность корпоративного управления компании, является концепция управления стоимостью (далее – концепция), представляющая собой систему,

основанную на идеологии, принципах и процессах стоимостного управления.

Взаимосвязь концепции управления стоимостью с развитием компании

Исторически концепция в качестве инструмента оценки эффективности работы топ-менеджмента компании начала активно внедряться в 80–90-х гг. XX в. [1; 2]. В качестве основных выгод использования этой концепции позиционировалось следующее [3]:

1. Создание предпосылок для долгосрочного прибыльного развития.

2. Рост привлекательности для потенциальных инвесторов.

3. Согласование долгосрочных, краткосрочных, финансовых, операционных и других показателей развития компании.

Основополагающим элементом концепции является рыночная стоимость, которая включает в себя рыночную капитализацию (стоимость акционерного капитала), стоимость привлеченного финансирования (долги компании) и наиболее ликвидных активов (A1, т. е. краткосрочных вложений, наличных средств организации и денег на счетах).

Сегодня в международной практике в силу своей универ-

сальности данный показатель используется для аналитических целей заинтересованными сторонами (стейкхолдерами), включая потенциальных инвесторов, банки, госорганы, собственников (акционеров), менеджмент компании и т. п., так как дает возможность:

- оценить эффективность операционных, инвестиционных, финансовых стратегий на любом этапе принятия (реализации) управленческих решений;
- выстроить систему управления (их оперативную корректировку) для достижения желаемого результата (например, максимизации рыночной стоимости компании);
- учесть влияние широкого спектра показателей (от изменения выручки, чистого оборотного капитала и соотношения собственных и заемных средств до инвестиционного потенциала отрасли и регуляторного влияния государства).

Влияние на рыночную стоимость компании внутренних (зависимых) и внешних (независимых) факторов ставит для перечисленных выше заинтересованных сторон задачу по формированию системы управления стоимостью компании, направленной на качественное улучшение управленческих решений на всех уровнях в долгосрочной перспективе за счет идентификации и развития ключевых факторов стоимости.

Проблематика оценки эффективности корпоративного управления в Республике Беларусь

В целом следует отметить, что концепция корпоративного управления в Республике Беларусь базируется на международном понимании и определяется как «организационная модель управления и контроля в акционерном обществе, направленная на повышение эффективности его деятельности», включающая обеспечение баланса интересов участников корпоративных отношений, т. е. создание такой системы взаимоотношений, которая позволяет учесть интересы акционеров, членов органов управления, должностных лиц

акционерного общества, а также других заинтересованных лиц (поставщиков, потребителей, кредиторов, иных контрагентов, государственных органов и др.) [4].

Исследования, проведенные компанией McKinsey [5], показывают, что размеры премии, которую потенциальный инвестор готов платить за хорошее корпоративное управление, дифференцируемы по странам. Так, в США и Великобритании инвесторы готовы платить на 18% больше за акции компаний с эффективным корпоративным управлением, чем за бумаги компаний с аналогичными финансовыми показателями, но менее совершенной практикой управления. В Италии аналогичный показатель достигал 22%, в Индонезии – 27%. В современных условиях инвесторы особенно заинтересованы во вложениях в компании, уровень корпоративного управления которых выше, чем в среднем по региону.

Таким образом, с одной стороны, эффективность КУ является фактором роста рыночной стоимости, а с другой – сама стоимость является критерием эффективности корпоративного управления. То есть наличие эффективно функционирующего формализованного способа управления уже само по себе позволяет повысить инвестиционную привлекательность компании, что наиболее четко выражается в росте такого показателя, как рыночная стоимость.

Началом становления системы корпоративного управления в Республике Беларусь можно считать принятие в 1992 г. законов, регулирующих функционирование хозяйственных обществ (где был сделан акцент на владельческий надзор), фондовой биржи и обращения ценных бумаг. Довольно поздняя актуализация данного вопроса связана с тем, что административно-хозяйственная система СССР исключала создание акционерных обществ и, соответственно, корпоративной системы управления ими [6].

Очередной этап становления норм корпоративного управления приходится на 2000-е гг. и связан с принятием ряда доку-

ментов, которые способствуют дальнейшему развитию фондового рынка и выходу предприятий на международные рынки капитала:

- приказ Министерства финансов Республики Беларусь от 18 августа 2007 г. № 293 «О применении Свода правил корпоративного поведения». Среди прочего в документе ставился акцент на необходимость привлечения в орган управления независимых директоров. Данная мера должна была повысить доверие инвесторов к компаниям и повлиять на их рыночную стоимость;

- рекомендации по применению принципов Базельского комитета по банковскому надзору в банковской системе Республики Беларусь и закрепление в Банковском кодексе Республики Беларусь корпоративной системы управления в банках. К слову, сегодня банковская отрасль – флагман во внедрении принципов корпоративного управления;

- постановление Государственного комитета по имуществу Республики Беларусь от 9 июня 2015 г. № 29 «Об утверждении примерных форм корпоративного кодекса и положений о комитетах при совете директоров (наблюдательном совете) открытого акционерного общества», совместное постановление Министерства экономики Республики Беларусь и Государственного комитета по имуществу Республики Беларусь от 26 июня 2016 г. № 45/14 «Об утверждении методических рекомендаций по организации корпоративного управления в акционерных обществах с участием государства». Начался процесс создания корпоративной системы управления в нефинансовых акционерных обществах с участием государства. Сегодня при участии Государственного комитета по имуществу Республики Беларусь и профильных экспертов на основе передового международного опыта продолжает совершенствоваться система корпоративного управления. Закончен пилотный проект по внедрению корпоративного управления на 10 предприятиях (например, ОАО «Березастройматериалы» и ОАО «Гомельхлебпром» приняли корпоративные кодексы, ОАО «Приборостроительный завод Оптрон»,

ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», ОАО «Минский вагоноремонтный завод» утвердили положения о наблюдательных советах), полученный опыт будет масштабирован на крупнейшие по выручке 100 предприятий республики (в рамках данного проекта в том числе будут отрабатываться вопросы эффективности владельческого надзора, функционирования независимого директората и различных комитетов при наблюдательных советах). Завершающим этапом построения данной системы, по мнению Госкомимущества, должна стать оценка ее результативности [7]. Авторы полагают, что предлагаемая в рамках данной статьи система может стать эффективным инструментом такой оценки.

Формирование системы управления стоимостью в корпоративном управлении

Как видно, активная трансформация экономических взаимоотношений сегодня требует развития классических подходов к корпоративному управлению, в том числе и при построении системы оценки результатов деятельности, которые можно укрупненно разделить на качественный (управленческий) и количественный (экономический).

Следует отметить, что в рамках качественного результата наиболее распространенными сегодня являются инструменты, основанные на рейтингах и системах мониторинга корпоративного управления (например, рейтинг Standart&Poor's, рейтинг корпоративного управления «РИД-Эксперт РА», методика С. Гуриева и т. п.). Несмотря на широкое распространение, данные методы имеют существенный недостаток – присутствие экспертного мнения.

В количественном результате выделяют метод, основанный на анализе финансового состояния компании, и метод, основанный на периодическом определении стоимости компании. По мнению авторов, последний метод представляется наиболее универсальным, т. к. стоимость компании имеет двойственную природу: как целевая функция и как

фактор оценки эффективности управления, и предлагается к внедрению его в практику корпоративного управления Республики Беларусь как дополнительно-инструмента.

Согласно исследованию McKinsey, публичные компании, внедрившие концепцию управления стоимостью, на долгосрочном отрезке времени показывают превышение доходности своих акций по сравнению со среднеотраслевыми показателями более чем на 5%. По их мнению, такие результаты возможны лишь в случае, когда руководство рассматривает данный процесс не как разовую акцию, а как долгосрочный процесс преобразований [9].

С учетом обозначенного подхода авторами предлагается следующее определение корпоративного управления: корпоративное управление – это система взаимоотношений между заинтересованными группами, охватывающая стратегию, финансы, организационную структуру, выраженную в руководстве и контроле над компанией на основе стоимостного мышления. Данный термин в начале 2000-х гг. стали активно культивировать представители компании McKinsey. Под стоимостным мышлением следует понимать экосистему компании, в которой деятельность, культивируемые ценности и поведение каждого сотрудника, т. е. стоимостная идеология, подчинены главной цели – созданию стоимости, при этом должна действовать четкая система измерения целевого параметра – стоимости компании.

В условиях экономики Республики Беларусь повышение стоимости актива как критерия эффективного управления должно использоваться в качестве одной из основных задач топ-менеджмента и собственника. Особую актуальность вопрос приобретает для государства, в собственности которого (полностью или частично) находится значительное количество предприятий (например, по последним данным, это 495 открытых акционерных обществ и 435 республиканских унитарных предприятий) [7].

Анализ отдельных постановлений Правительства, а так-

же исследований в этой сфере [8, с. 6] позволяет говорить о наличии предпосылок к пониманию важности поиска универсального показателя, отражающего уровень эффективности владения.

Так, согласно постановлению Совета Министров Республики Беларусь от 27 декабря 2019 г. № 921 «О задачах социально-экономического развития Республики Беларусь на 2020 год» одними из ключевых показателей эффективности работы руководителей хозяйственных обществ (в том числе банков и страховых организаций) с долей государства в уставных фондах от 50 и более процентов являются прибыль и рентабельность. Вместе с тем данные показатели ориентированы на прошлое, а не на будущее, и сами по себе не позволяют оценить устойчивость финансовых результатов, не показывают, что происходит со стоимостью компании. Положительным моментом является то, что в документе имеется и ряд показателей, создающих фундамент для использования концепции:

- снижение уровня затрат на производство и реализацию продукции (работ, услуг);

- темпы роста экспорта товаров, услуг (для организаций, осуществляющих внешнеторговую деятельность);

- рост нормативного капитала банка за отчетный год в процентном отношении, равный либо превышающий значение индекса потребительских цен за отчетный год;

- отношение темпов роста страховых взносов по всем видам страхования к темпам роста расходов на ведение дела, темпы роста страховых взносов по видам добровольного страхования (для страховых организаций).

Таким образом, можно отметить, что в Республике Беларусь формируются предпосылки к переходу от краткосрочных показателей, характеризующих различные направления деятельности компании, к показателям, позволяющим оценить отдачу от инвестированного в компанию капитала в долгосрочной перспективе. Необходимость формирования подобной стратегии авторами предлагается закрепить среди мер реализации Стратегии

привлечения прямых иностранных инвестиций в Республику Беларусь до 2025 года, разработка которой предусмотрена планом действий на 2020 год по созданию условий для развития экономики (утвержден вышеуказанным постановлением).

Принципиальным различием предлагаемого подхода по сравнению с традиционным является ориентация на прирост стоимости компании (создание экономической прибыли), а не на текущую прибыль, отраженную в традиционной финансовой отчетности (особенно составленной не в соответствии с МСФО). Таким образом, управление стоимостью основано на принципе экономической прибыли, т. е. оценки результата компании с позиций ее альтернативных издержек – упущенной выгоды или прибылей, утраченных в альтернативных вариантах вложения капитала компании из-за ограниченности ее ресурсов. Концепция экономической прибыли нашла выражение в модели экономической добавленной стоимости (Economic Value Added; далее – EVA) [3].

При этом в качестве ориентира для менеджмента можно выделить следующие основные факторы, влияющие на создание стоимости компании:

- норма отдачи на собственный (и/или инвестированный) капитал;
- затраты на заемный капитал;
- доходы, генерируемые существующими активами (при этом доход может выражаться в различных формах: экономическая прибыль, денежный поток и т. д.).

Использование показателя EVA позволяет определить потенциал роста компании и благосостояния собственников, а также принять решение о перспективности владения. Классический подход к определению показателя EVA заключается в сравнении доходности инвестированного капитала конкретной компании (далее – ROCE) и средневзвешенной стоимости инвестированного капитала (далее – WACC) – отраслевой показатель. Первый показатель рассчитывается на основании финансовой отчетности компании (показатель чистой прибыли

ли соотносится с показателем инвестированного капитала, фактически суммы балансовой стоимости долгосрочных активов и чистого оборотного капитала).

Следует отметить, что прямое сравнение показателей ROCE (рассчитанный исключительно по данным отчетности, подготовленной по национальным стандартам) и WACC (статистические/отраслевые показатели, как правило, основанные на данных публичных (западных или российских) компаний, уже внедривших принципы МСФО при подготовке финансовой отчетности) может исказить конечный результат и не способствовать принятию правильного решения. С учетом того, что переход на принципы МСФО потребует отвлечения значительных финансовых и временных ресурсов, целесообразно на начальном этапе внедрения, как минимум, провести анализ соответствия балансовой и рыночной стоимости основных средств, доходных вложений в материальные активы, оборудование к установке. С учетом полученного результата наиболее рациональным видится подготовка «проекта» финансовой отчетности для целей управленческого учета (такую работу может провести либо привлеченный консультант, либо собственная финансовая служба).

Таким образом, EVA создается лишь в случае превышения ROCE над WACC, т. е. стоимость компании увеличивается, если $ROCE > WACC$, и уменьшается, если $ROCE < WACC$.

Например, по данным скорректированного бухгалтерского баланса белорусского предприятия, производящего электро- и радиокомпоненты, ROCE составляет 7,89%, а средний показатель WACC (для развивающихся рынков) по группе предприятий схожей отрасли составляет 12,53%. Анализ ретроспективных данных показывает, что ROCE рассматриваемого предприятия к тому же начинает постепенно снижаться (тенденция последних 3 лет). Следовательно, фактическое положение анализируемой компании по отношению к «среднячкам» в отрасли свидетельствует о выборе менеджментом предприятия неверной стратегии развития, кото-

рая, по сути, уменьшает экономическую прибыль (спред составляет 4,64%) и «разрушает» рыночную стоимость компании.

Если, например, говорить о некоем портфеле, состоящем из ряда пакетов различных акционерных обществ, то, имея даже предварительный анализ данных по ROCE и понимание ограниченности ресурсов, собственник может разделить портфель на группы (например, «не перспективные для владения и теряющие стоимость» – по данной группе нужно принимать однозначное решение о немедленной продаже или «перспективные, требующие корректировки подходов к управлению и/или дополнительного финансирования» – по данной группе, очевидно, следует начать процесс отстройки системы управления стоимостью и т. д.).

Для внедрения названной стратегии в процесс управления белорусскими компаниями (на первоначальном этапе это может быть пилотный проект с группой компаний, указанных выше) предлагается создание системы, основанной на идеологии, принципах и процессах стоимостного управления, т. е. идеология сделает управление осознанным и создаст необходимые и правильные направления движения, принципы станут базой для обоснованных решений, отлаженность процессов определит эффективность организации в реализации общей стратегии и достижении поставленных целей. На рисунке представлена предлагаемая система, которая позволит достигнуть поставленных целей, обеспечит четкий и отлаженный механизм управления стоимостью, работа которого будет осуществляться посредством использования конкретных методов, инструментов и мероприятий, оказывающих непосредственное воздействие на процесс создания стоимости предприятия и ее роста в дальнейшей перспективе.

В центре системы – модель управления стоимостью, которая позволяет постоянно тестировать влияние различного рода управленческих решений на рыночную стоимость компании, тем самым выстраивая рычаги управления



оценки эффективности корпоративного управления позволит в условиях ограниченности ресурсов повысить качество управленческих решений с учетом позиции всех заинтересованных сторон. В целом система управления стоимостью, сформированная на основе вышеизложенных подходов, позволит осуществлять непрерывное, гибкое управление предприятием, обеспечивая высокий уровень его конкурентоспособности, инвестиционной привлекательности в условиях нестабильности и высокой степени неопределенности внешней среды.

Для реализации указанной системы потребуется адаптировать классические подходы к оценке стоимости компании для белорусских условий, характеризующихся недостаточностью отраслевой и фондовой информации, заложить фундамент, позволяющий автоматизировать процесс определения стоимости, выделить факторы создания стоимости, характерные для белорусских отраслей, и методы влияния на указанные факторы и самое главное – предложить алгоритмы достижения баланса интересов заинтересованных групп.

* * *

Материал поступил 29.07.2020.

компаний и формируя в рамках корпоративного управления стратегию управления стоимостью. Оптимизация управленческих решений происходит с учетом необходимости соблюдения баланса интересов заинтересованных сторон.

Заключение

Подводя итог сказанному, следует отметить, что внедрение системы управления стоимостью в Республике Беларусь и определение стоимости компании как целевой функции и фактора

Библиографический список:

1. Rappaport, A. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors* / A. Rappaport. – 2nd Edition. – New York: Free Press, 1998. – 205 p.
2. Коупленд, Т. *Стоимость компании: оценка и управление* / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – Изд. 3-е, перераб. и доп.: пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.: ил.
3. Россоха, Е.В. *Управление предприятием на основе создания стоимости [Текст]* / Е.В. Россоха // Труды Белорус. гос. технологич. ун-та. – Минск: БГТУ, 2010. – № 7. – С. 209–211.
4. *Методические рекомендации по организации корпоративного управления в акционерных обществах с участием государства [Электронный ресурс]*. – Режим доступа: https://econotny.gov.by/uploads/files/002824_665500_MetRecorg.pdf. – Дата доступа: 04.06.2020.
5. *Вестник McKinsey [Электронный ресурс]*. – Режим доступа: <http://vestnikmckinsey.ru/organizational-models-and-management-systems/cena-korporativnogo-upravleniya>. – Дата доступа: 05.06.2020.
6. Рабыко, И.Н. *Корпоративное управление акционерным обществом в Республике Беларусь как механизм минимизации рисков международных инвесторов* / И.Н. Рабыко, С.С. Ткачук // Науч. тр. Белорус. гос. ун-та. – Выпуск 9. – Минск: БГЭУ, 2016. – С. 296–302.
7. *Материалы доклада первого заместителя Председателя Государственного комитета по имуществу Республики Беларусь Васильева А.А. на заседании итоговой коллегии Государственного комитета по имуществу Республики Беларусь от 13.02.2020.* – Режим доступа: <http://gki.gov.by/ru/about-press-news-ru/view/itogi-raboty-gosudarstvennogo-komiteta-po-imuschestvu-respubliki-belarus-v-2019-godu-i-zadachi-na-2020-god-6590/>. – Дата доступа: 05.06.2020.
8. *Управление государственным сектором экономики: монография* / М. М. Ковалев [и др.]. – Минск: Изд. центр БГУ, 2018. – 250 с.
9. Коупленд, Т. *Управление стоимостью компании* / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин // Вестник McKinsey. Теория и практика управления. – 2002. – № 1. – С. 82–111.

The Concept of Value-based Management in Assessing the Corporate Governance Efficiency in the Republic of Belarus

Dmitry KORSUNSKY, RUE “Institute of Real Estate and Appraisal”, Deputy General Director, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: korsunsky@tut.by.

Evgeny ROSSOKHA, Belarusian State Technological University, Head of Production Organization and Real Estate Economics Department, Candidate of Economic Sciences, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: Evgeni_ros@mail.ru.

Abstract. *The introduction of a universal criterion for assessing the effectiveness of corporate governance – market value – to the governance practice of Belarusian companies will not only improve the quality of managerial decision-making, but also create preconditions for the growth of market value and increase investment attractiveness.*

This topic is of particular relevance in the field of public administration: the state has formed an impressive portfolio of multidirectional businesses that differ significantly in scale and return on invested capital.

The authors proposed a schematic diagram of the company's value-based management system, highlighted the key problems characteristic of the initial stage of implementation, as well as formed a number of proposals for implementation in the governance practice of Belarusian companies.

Keywords: *corporate governance; value-based management; improving management efficiency; return on invested capital.*