

## ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОЦЕНКИ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В ИНТЕГРИРОВАННОЙ МОДЕЛИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫХ КОМПАНИЙ

*Т.Ю. Салютина, зав. кафедрой «Экономика связи» МТУСИ, д.э.н.*

**УДК 338.2**

**Аннотация.** Обосновывается необходимость включения параметра «качество корпоративного управления» в перечень ключевых критериев процесса принятия эффективных инвестиционных решений. Определяется значение параметра качества и эффективности корпоративного управления в интегрированной модели оценки инвестиционной привлекательности телекоммуникационных компаний. Раскрывается сущность и параметры измерения эффективности и качества корпоративного управления.

**Ключевые слова:** инвестиционная привлекательность, корпоративное управление, эффективность и качество корпоративного управления.

## TOOLS FOR THE QUALITY ASSESSMENT OF CORPORATE GOVERNANCE IN THE INTEGRATED INVESTMENT ATTRACTIVENESS MODEL OF TELECOMMUNICATIONS COMPANIES

*Tatiana Salutina, head of the «Economy of communications» department MTUCI, Ph. D.*

**Annotation.** Proving the necessity of inclusion «the quality of corporate governance» parameter in the list of key criteria in the process of making effective investment decisions. The article determines the parameter value of the corporate management quality and effectiveness in the integrated model of investment estimation attractiveness of telecommunications companies. The essence and measuring parameters of the efficiency and quality of corporate governance are provided.

**Keywords:** investment attractiveness, corporate governance, efficiency and quality of corporate governance.

Эффективная долгосрочная инвестиционная деятельность в сфере инфокоммуникационного бизнеса зависит от множества причин. Определяющими для инвесторов при выборе объекта инвестирования являются, прежде всего, следующие основные параметры:

- эффективность деятельности компании;
- инновационная конкурентоспособность компании;
- положение компании на фондовом рынке;
- эффективность и качество управления компанией.

Практика показывает, что эффективное корпоративное управление – один из определяющих ключевых факторов в принятии инвестиционных решений [4,5].

Многие инвесторы, естественно, ставят вопрос о самом факте и размерах инвестирования в зависимости от эффективности качества корпоративного управления [2].

Эффективное корпоративное управление повышает инвестиционную привлекательность, помогает привлечь долгосрочных инвесторов, позволяет снизить стоимость кредитования и увеличивает рыночную стоимость корпорации.

В целом, преимущества качественного корпоративного управления сводятся к следующему:

- эффективность и качество корпоративного управления является определяющим фактором эффективности бизнеса компании;

- в конкретной компании при принятии инвестиционных решений ключевое значение придается качеству корпоративного управления.

Наиболее существенные внешние и внутренние факторы, влияющие на эффективность и качество корпоративного управления, могут быть представлены следующим образом (рис. 1).

Улучшение качества внутренних механизмов корпоративного управления позволяет увеличить стоимость компании.

Инвесторы воспринимают эффективно управляемые компании как внушающие больше уверенности в том, что они способны обеспечить акционерам приемлемый уровень доходности вложений.

В настоящее время среди инвесторов наблюдается тенденция включать качество корпоративного управления в перечень ключевых критериев, принимаемых во внимание в процессе принятия инвестиционных решений.



Рисунок 1.

Повышение качества корпоративного управления может дать очень быстрый и заметный эффект – рост капитализации компании [4].

Однако, это утверждение нельзя принимать за абсолютную истину по целому ряду причин. Несмотря на многочисленные исследования, не выявлена зависимость финансовых результатов деятельности компаний от качества корпоративного управления. По крайней мере, на каждое исследование, находящее такую зависимость, приходится другое, не обнаружившее никакой определенной связи [6].

До настоящего времени не была эмпирически доказана зависимость роста курсовой стоимости акций компаний от качества их корпоративного управления. Но, с другой стороны, резкое падение стоимости акций отдельных компаний во многих случаях связывали с низким уровнем корпоративного управления в этих компаниях. Поэтому степень внимания к корпоративному управлению со стороны традиционных портфельных инвесторов (пенсионных

фондов, страховых компаний, инвестиционных фондов) может зависеть от того, насколько консервативной стратегии они придерживаются. Если определяющим для инвестора является рост стоимости вложений, то на первый план при принятии инвестиционных решений, по мнению ряда специалистов, выходят факторы, не связанные с качеством корпоративного управления [6].

Интерес представляют результаты исследования, проведенного Economist Intelligence Unit среди исполнительных руководителей ряда компаний, действующих в различных регионах мира. Исследования показали, что, по мнению 90% респондентов, внедрение требований законодательства и апробация лучшего опыта в области корпоративного управления не привели ни к росту доходов, ни к снижению расходов их компаний. Это может свидетельствовать о том, что эффект от внедрения принципов корпоративного управления проявляется только в долгосрочной перспективе [6].

Аналитики Всемирного банка реконструкции и развития полагают, что хорошо организованное корпоративное управление в компании повышает ее эффективность, измеряемую рентабельностью активов – соотношением чистой прибыли и суммарных активов, и ее рыночную оценку, измеряемую соотношением рыночной и восстановительной стоимости активов (коэффициент Тобина, или  $Q$  Тобина) [7].

Коэффициент Тобина связывает рыночную стоимость компании (измеряемую рыночной ценой ее акций и облигаций) с восстановительной стоимостью ее активов:

$$Q = P / C,$$

где:  $P$  – рыночная стоимость активов компании;  $C$  – восстановительная стоимость активов компании, равная сумме расходов, необходимой для приобретения активов компании по текущим ценам.

Если фондовый рынок оценивает компанию больше, чем составляет восстановительная стоимость ее активов, то есть, если  $P > C$  ( $Q > 1$ ), то это означает, что компания получает дополнительную прибыль.

Многочисленные исследования установили, что коэффициент  $Q$  в среднем довольно устойчив во времени, а компании с высоким его значением обычно обладают уникальными факторами производства или выпускают уникальные товары, то есть для этих компаний характерно наличие монопольной ренты. Компании с небольшими значениями  $Q$  действуют, как правило, в регулируемых отраслях.

Для выявления динамики изменения  $Q$  Тобина в условиях российского рынка, было проанализировано тридцать компаний, акции которых категории  $AA$  и  $A$  (табл. 1) котируются на РТС. Для большинства исследованных компаний величина рыночной капитализации меньше балансовой стоимости, что свидетельствует о том, что большинство компаний неэффективно управляют своими активами, направляя инвестиции в основном в материальные активы, в то время как сформированные западные рынки понимают преимущества и очевидные выгоды использования нематериальных активов [8].

По мнению ряда специалистов, существует обратная связь между  $Q$  Тобина и концентрацией собственности в руках частных акционеров. Однако, когда контрольный пакет акций компании принадлежит государству, связанный с концентрацией собственности негативный эффект исчезает. Это означает, что контрольные пакеты акций в государственной собственности служат препятствием для извлечения крупными собственниками частных выгод контроля [3].

Анализ разных типов собственности показывает, что наличие крупных пакетов акций у российских собственников, не связанных с государством, приводит к падению  $Q$  Тобина. Это можно рассматривать как подтверждение склонности данной группы акционеров к извлечению частных выгод контроля, что отражается в более низких ценах акций компаний.

Из других факторов, влияющих на уровень корпоративного управления, а значит, на эффективность деятельности, специалисты выделяют соблюдение прав инвесторов и прозрачность информации о компании [7].

Для инвесторов, принимающих решение о вложении средств в конкретную компанию, принципиально важным является получение информации о реальном положении дел в компании. Наибольший интерес представляет следующая информация: подробные данные о структуре уставного капитала, размерах пакетов акций, принадлежащих главным собственникам корпорации, финансовая отчетность. Возможность получения достоверной финансовой информации является одним из основных моментов при принятии инвестиционного решения; исчерпывающая информация по структуре и динамике производимых услуг и продуктов; структура себестоимости предоставляемых услуг и производимых продуктов; место корпорации на рынке телекоммуникационных услуг; кредитная история корпорации; информация о структуре управления корпорации.

Знание и возможность измерения данных параметров позволяют принять взвешенные инвестиционные решения.

Методика Национального рейтинга корпоративного управления, предложенная консорциумом Российского института директоров и рейтингового агентства «Эксперт РА», предусматривает проведение качественной оценки корпоративного управления по следующим основным показателям [9].

Соблюдение в корпорации *прав акционеров*, в том числе:

- *Прав собственности* (наличие ограничений на приобретение и продажу акций, практика проведения дополнительных эмиссий, ведение реестра владельцев акций независимым регистратором).
- *Права акционера на участие в управлении корпорацией* (концентрация прав собственности, получение информации для реализации прав в управлении, удобство для акционеров места и времени проведения общих собраний, обеспечение равных прав голоса, своевременное подведение итогов голосования и оглашение принятых собранием акционеров решений).
- *Права на получение дивидендов* (наличие утвержденной дивидендной политики корпорации, перечисление дивидендов в разумные и одинаковые сроки всем акционерам).
- Наличие или отсутствие *рисков нарушения прав акционеров* (практика применения мер, сопряженных с риском для большинства акционеров, практика привлечения для проверки финансовой деятельности внешних аудиторов, наличие внутренних нормативных документов, устанавливающих права акционеров).
- Наличие в корпорации *Кодекса корпоративного поведения*.

Показатели, характеризующие *деятельность органов управления и контроля*, в том числе:

- *Состав и деятельность совета директоров* корпорации.
- *Состав и деятельность исполнительных органов* корпорации.
- *Функционирование системы контроля финансово-хозяйственной деятельности*.
- *Взаимодействие между собой органов управления корпорации*.

При оценке группы показателей «Уровень раскрытия информации» анализируются следующие подгруппы показателей:

- *Уровень раскрытия нефинансовой информации* (информационная политика корпорации; доступность информации о структуре собственности, о членах совета директоров и исполнительных органов).
- *Уровень раскрытия финансовой информации* (публичность финансовой отчетности, информации о существенных сделках, о вознаграждении аудитора).
- *Оценка общей дисциплины раскрытия информации* (оперативность публикации ежеквартальных и годовых отчетов в интернете).

- *Равнодоступность информации* для всех акционеров и других заинтересованных лиц (публикация аутентичной информации о деятельности корпорации на интернет-сайте).

Соблюдение принципов *корпоративной социальной ответственности* (КСО), в том числе: наличие в корпорации документа, закрепляющего принципы КСО; наличие свода правил корпоративной этики; реализация проектов КСО в отношении сотрудников корпорации и членов их семей; соблюдение принципов КСО в отношении населения; реализация спонсорских и благотворительных проектов; политика КСО по отношению к окружающей среде; политика КСО по отношению к конкурентам и контрагентам; подготовка корпорацией социальной отчетности.

В методике [9] приводится классификация компаний в соответствии с уровнем корпоративного управления, в той или иной степени отвечающему перечисленным критериям (табл. 1). В зависимости от качества корпоративного управления компании – участники рейтинга могут быть отнесены к одному из следующих рейтинговых классов:

Класс А – компании с высоким уровнем корпоративного управления.

Класс В – компании со средним уровнем корпоративного управления.

Класс С – компании с низким уровнем корпоративного управления.

По моему мнению, возможно привлечение для оценки качества корпоративного управления также показателя кризиса управления, именуемого в практике антикризисного управления *показателем Аргенти (А-счет)*.

Согласно методике расчета показателя Аргенти [1,10], исследование начинается с предположений, что, во-первых, идет процесс, ведущий к банкротству, во-вторых, процесс этот для своего завершения требует нескольких лет и, в-третьих, процесс может быть разделен на три стадии:

- Стадия появления *недостатков*. Компании, идущие к банкротству, годами демонстрируют ряд недостатков, очевидных задолго до фактического банкротства.
- Стадия *ошибок*. Вследствие накопления недостатков компания может совершать ошибки, ведущие к банкротству.
- Стадия появления *симптомов*. Совершенные компанией ошибки способствуют проявлению известных симптомов приближающейся неплатежеспособности: ухудшение финансовых показателей, признаки недостатка денег.

Показатели, применяемые для прогнозирования банкротства вследствие кризиса управления по методу А-счета (табл. 2.).

Таблица 1.

Классификация компаний по уровню корпоративного управления.

Класс	Уровень корпоративного управления
А++	Уровень корпоративного управления компании оценивается как очень высокий.
А+	Уровень корпоративного управления компании оценивается как высокий.
А	Уровень корпоративного управления компании оценивается как достаточно высокий.
В++	Практика корпоративного управления компании оценивается позитивно. Ее уровень в целом превосходит средний по данному рейтинговому классу, компания обладает заметным потенциалом для его повышения в ближайшем будущем.
В+	Уровень корпоративного управления компании оценивается как средний по данному рейтинговому классу.

Класс	Уровень корпоративного управления
<b>В</b>	Практика корпоративного управления компании оценивается в целом удовлетворительно, хотя ее уровень несколько ниже среднего по данному рейтинговому классу.
<b>С++</b>	Уровень корпоративного управления оценивается как низкий. Риски, связанные с нарушением прав акционеров компании, недостаточно эффективной работой органов управления, а также информационной непрозрачностью деятельности, достаточно высоки.
<b>С+</b>	Уровень практики корпоративного управления компании оценивается как весьма низкий. Компания допускает несоблюдение значительного числа норм российского законодательства в области корпоративного управления. Риски, связанные с нарушением прав акционеров, недостаточно эффективной работой органов управления, а также информационной непрозрачностью деятельности, высоки.
<b>С</b>	Практика корпоративного управления компании оценивается негативно. Компания данного класса допускает грубые нарушения основных норм российского законодательства в области корпоративного управления, ее деятельность непрозрачна для исследования, а совокупные риски нарушения прав акционеров очень высоки.

Таблица 2.

Показатели, применяемые для предсказания банкротства вследствие кризиса управления по методу А-счета.

Наименование показателя	Балл согласно Аргенти
<i>– Недостатки</i>	
Директор-автократ	8
Председатель совета директоров является также директором	4
Пассивность совета директоров	2
Внутренние противоречия в совете директоров (из-за различия в знаниях и навыках)	2
Слабый финансовый директор	2
Недостаток профессиональных менеджеров среднего и нижнего звена (вне совета директоров)	1
Отсутствие бюджетного контроля	3
Отсутствие прогноза денежных потоков	3
Отсутствие системы управленческого учета затрат	3

Наименование показателя	Балл согласно Аргенти
Вялая реакция на изменения (появление новых видов услуг, технологий, рынков, методов организации труда и других новаций)	15
Максимально возможная сумма баллов	43
<b>Если сумма баллов больше 10, недостатки в управлении могут привести к серьезным ошибкам</b>	
<i>– Ошибки</i>	
Слишком высокая доля заемного капитала	15
Недостаток оборотных средств из-за слишком быстрого роста бизнеса	15
Наличие крупного проекта (провал такого проекта подвергает фирму серьезной опасности)	15
Максимально возможная сумма баллов	45
<b>Если сумма баллов на этой стадии больше или равна 25, компания подвергается определенному риску</b>	
<i>– Симптомы</i>	
Ухудшение финансовых показателей	4
Использование «творческого» (подправленного) бухучета	4
Нефинансовые признаки неблагополучия (ухудшение качества предоставляемых услуг, падение оптимизма сотрудников, снижение доли рынка)	4
Окончательные симптомы кризиса (судебные иски, скандалы, отставки)	3
Максимально возможная сумма баллов	12
<i>– Результаты статистических наблюдений</i>	
Максимально возможный А-счет	100
Большинство успешных компаний	5-18
Компании, испытывающие серьезные затруднения	35-70

Наименование показателя	Балл согласно Аргенти
<b>Если сумма баллов более 25, компания может обанкротиться в течение ближайших пяти лет. Чем больше А-счет, тем скорее может наступить банкротство.</b>	

При расчете А-счета конкретной компании в расчет принимается либо количество баллов согласно Аргенти, либо 0 – промежуточные значения не допускаются.

По результатам А-счета можно судить не только о том, насколько устойчиво положение компании в смысле возможности банкротства, но и о том, где слабые места в системе управления и какие факторы могут приблизить компанию к кризисному состоянию.

## Литература

1. Айнбиндер Г., Бурлацкий А., Головнина К. Роль корпоративного управления в повышении капитализации компании. Интернет-портал Консалтинговой группы MD, URL <http://md-management.ru>.
2. Арабян К.К. Учет и анализ интеллектуального потенциала при формировании стоимости предприятия. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук, – М.: МЭСИ, 2007.
3. Иностранные инвестиции в России: современное состояние и перспективы // Под ред. И.П. Фаминского – М.: Изд-во Международные отношения, 2009. – 448 с.
4. Иовлева О.В. Инновационная деятельность как фактор конкурентоспособности предприятия. Дис. канд. экон. наук: [место защиты: Уральский ГЭУ] – Екатеринбург, 2012. – 186 с.
5. Черемных О.С., Черемных С.В. Стратегический корпоративный реинжиниринг: процессно-стоимостной подход к управлению бизнесом. – М.: Финансы и статистика, 2010. – 736 с.
6. Шевчук Д.А. Биржевое дело: конспект лекций // Д.А. Шевчук. – Ростов н/Д.: Феникс, 2010. – 255 с.
7. Шеремет А.Д., Негашев Е.В. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций. – М.: Инфра-М, 2010. – 237 с.
8. Корпоративное управление как способ привлечения инвесторов. Интернет-портал БДО-Юником Консалтинг, URL [www.bdo.ru](http://www.bdo.ru).
9. Корпоративное управление: история и практика, ФКЦБ России, URL <http://fcsm-arch.parking.ru>.
10. Корпоративному управлению – новое качество. Интернет-портал ОАО «Фариаль», URL <http://fariial.ru>.