

ВЛИЯНИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СРЕДЫ НА ДИНАМИКУ СТОИМОСТИ КОРПОРАТИВНОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

Выявлен характер влияния факторов институциональной среды на экономику стран с различным уровнем развития рыночных институтов; выделены факторы институциональной среды, воздействующие на стоимость корпорации; определены тенденции в динамике стоимости украинской корпорации, обусловленные институциональной средой трансформационной экономики.

Ключевые слова: институциональная среда, стоимость корпорации, факторы стоимости, трансформационная экономика.

Формулировка проблемы. В мировой практике экономических отношений стоимость компании давно стала главным критерием, по которому оценивается эффективность ее деятельности на рынке. Поэтому проблема выявления и систематизации факторов, воздействующих на стоимость корпорации, является одной из важнейших проблем экономической науки. В экономической литературе факторы влияния на показатель EVA рассматриваются как инструменты управления стоимостью компании. В связи с этим анализу и классификации вышеуказанных факторов уделяется значительное внимание на страницах научных изданий.

Анализ последних исследований и публикаций. По мнению Т. Коупленда [1, с. 124–125], необходимо учитывать уровень управления, на котором нужно рассматривать те или иные факторы. Наибольший эффект может быть достигнут при проведении ранжирования стоимостных факторов по трем уровням: корпоративный, функциональный, оперативный. В экономической литературе используются различные критерии при классификации факторов стоимости [2, с. 36], позволяющие отражать причины возникновения тех или иных стоимостных факторов. Экономисты дискутируют о том, что является основным фактором формирования стоимости компании [3, с. 77], в ряде случаев рассматривая все факторы общим списком [4, с. 20]. Результаты обобщения литературных источников показывают, что большинство авторов разделяют стоимостные факторы на две условные группы: внутренние и внешние [5, с. 30–31]. Некоторые экономисты акцентируют внимание на финансовых факторах стоимости, которые условно подразделяют на 4 группы показателей [6, с. 281; 7, с. 5]: показатели, отражающие стратегическую эффективность компании, эффективность операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. В среде экономистов [1, с. 159; 8, с. 5] не существует единого мнения относительно целесообразности повсеместно применения концепции EVA, и в качестве альтернативного варианта предлагается применять методику расчета дисконтированного денежного потока.

Нерешенные части проблемы. Анализ подходов к определению факторов, влияющих на стоимость компании, показывает, что до сих пор экономисты

не исследовали воздействие факторов институциональной среды на стоимость корпорации в условиях трансформационной экономики.

Целью исследования является определение механизма воздействия факторов институциональной среды на стоимость корпоративного предприятия в условиях трансформационной экономики с целью формирования инструмента влияния на стоимость корпорации.

Основные результаты исследования. Институциональная среда, в которой функционирует предприятие, оказывает непосредственное влияние на многие показатели, характеризующие жизнедеятельность компании. Под институциональной средой мы будем понимать совокупность основополагающих политических, социальных и юридических правил, которые образуют базис для производства, обмена и распределения [9, с. 6]. С позиции украинского экономиста З.Г. Ватаманюка, институциональная среда представляет собой четкий, упорядоченный набор инструментов, которые определяют ограничения для экономических субъектов, формирующихся в рамках той или иной системы координации хозяйственной деятельности [10, с. 26]. Таким образом, институциональная среда представляет собой свод правил, которые одновременно являются упорядоченным набором инструментов, определяющих диапазон поведенческих рамок для субъектов экономической деятельности. В свою очередь, недостаточное развитие формальных (законодательно закрепленных) институтов, наоборот, усиливает нестабильность и неопределенность экономических отношений в обществе (табл. 1).

Таблица 1

Характер влияния факторов институциональной среды на экономику стран с различным уровнем развития рыночных институтов

Критерий деления	Страны с развитой рыночной экономикой	Страны с трансформационной экономикой
1. Устойчивость политических институтов власти	Стабильная политическая среда	Нестабильная политическая среда
2. Характеристика макроэкономической среды функционирования компании	Относительно устойчивая макросреда	Неустойчивая макросреда
3. Уровень развития правовой среды (законодательной базы)	Стабильная правовая среда	Правовая среда находится в стадии формирования и постоянно подвергается изменениям
4. Уровень рисков в сфере бизнеса	Поддаются прогнозированию с достаточно большой долей вероятности	Высокий уровень неопределенности не позволяет делать долгосрочные прогнозы
5. Степень развития рыночного менталитета домохозяйств	Рыночный менталитет домохозяйств сформировался и выражается в стоимостном образе мышления	Неготовность домохозяйств к институциональным изменениям и отсутствие стоимостного мышления
6. Функционирование институциональных инвесторов	Институциональные инвесторы активно функционируют на рынке	Институциональные инвесторы находятся в стадии формирования
7. Уровень корпоративного управления	Достаточно высокий уровень эффективности корпоративного управления	Низкая эффективность внутрикорпоративного управления

Анализируя степень влияния институциональной среды на динамику стоимости корпоративного предприятия, можно выделить следующие тенденции:

1. Устойчивость политических институтов власти способствует установлению стабильных взаимоотношений между органами власти и бизнесом; это является своеобразным страховым полисом бизнеса от возможных политических рисков, нежелательных изменений. В свою очередь, неустойчивость политических институтов провоцирует нестабильность во взаимоотношениях с бизнес-структурами и способствует возникновению политических рисков, что негативно отражается на динамике стоимости корпорации.

2. Неустойчивость макроэкономической среды, которая проявляется, прежде всего, в высоких темпах инфляции, безработице, негативной динамике валютных курсов и т. п., оказывает неблагоприятное воздействие на процессы кредитования и формирование инвестиционной привлекательности. Нестабильность макросреды создает неблагоприятную почву для развития бизнес-процессов и, соответственно, отрицательно воздействует на стоимость компании.

3. Одним из наиболее значимых институциональных факторов, оказывающих влияние на динамику стоимости корпоративного предприятия в рыночных условиях, является степень совершенствования правовых институтов. Правовая база создает условия для баланса интересов различных групп участников рыночных отношений. Это относится, прежде всего, к институту собственности, который закрепляет права передачи собственности по рыночным законам. Законодательно закреплённая процедура передачи прав собственности призвана обеспечивать:

- равный доступ к процессу обмена правами собственности для всех участников рыночных отношений;
- открытость и достоверность получения информации об объектах собственности;
- снижение рисков насильственных захватов и поглощений компаний их конкурентами.

В странах с развитой рыночной экономикой существует не только целый комплекс законов, регулирующих передачу прав собственности и деятельность фондового рынка, но и разработаны действенные механизмы реализации этих законов, которые существуют благодаря наличию элементов развитой рыночной инфраструктуры. Правовое сопровождение обмена прав собственности не только определяет правила игры на рынке капиталов, но и способствует снижению транзакционных издержек, связанных с получением доступа к покупке прав и последующим контролем менеджмента в рамках агентских отношений.

В Украине, стране с трансформационной экономикой, законодательная база, регулирующая различные аспекты рыночных отношений, находится в стадии формирования: некоторые законы или еще не приняты (закон, определяющий права собственности на землю), или действуют недостаточно эффективно (антимонопольное законодательство). Отдельно следует остановиться на комплексе законов, определяющих правовое поле функционирования корпораций. В Украине «Закон об акционерных обществах» вступил в действие только в июле 2011 г. (в Российской Федерации аналогичный закон действует с 26.12.1995 г.). Это соответствующим образом отразилось и на механизме передачи корпоративного контроля из одних рук в другие, и на уровне развития фондового рынка. Отсутствие механизмов четкого перехода корпоративного контроля от собственника к собственнику, в свою очередь, порождает практику рейдерских захватов, что, естественно, самым негативным образом отражается как на инвестиционной привлекательности отечественных предприятий, так и на их стоимости.

4. Отсутствие четко сформировавшейся правовой среды в трансформационных системах усиливает действие фактора неопределенности. Функционирование предприятий в условиях неопределенности связано с возникновением

дополнительных рисков в сфере бизнеса и сложностью их прогнозирования. В связи с этим горизонты стратегического планирования в трансформационных экономиках существенно сужаются и становятся малоэффективными, в то время как сформировавшийся в рыночной среде горизонт стратегического прогнозирования является одним из ключевых факторов, влияющих на стоимость корпорации, поскольку является одним из слагаемых при расчете стоимости компании по методу дисконтированного денежного потока.

5. Высокий уровень неопределенности и рисков в сфере бизнеса является сдерживающим фактором для развития институциональных инвесторов, к которым, прежде всего, необходимо отнести страховые компании, пенсионные фонды, фонды взаимного инвестирования и т. д. Институциональные инвесторы, аккумулируя денежные средства более мелких инвесторов, и прежде всего, сбережения домохозяйств, являются источниками потенциальных инвестиций. Слабые темпы развития и распространения институциональных инвесторов в трансформационных экономиках обусловлены несколькими факторами, такими как неопределенность правового статуса, высокие уровни риска, неготовность домохозяйств к долгосрочным вложениям.

6. Одной из основных проблем трансформационных экономик постсоветского пространства является неготовность института домохозяйств к институциональным изменениям. Это проявляется в отсутствии стимула к долгосрочным вложениям и трансформации сбережений в инвестиции посредством покупки различных финансовых активов предприятий. Экономическое поведение домохозяйств складывается из тесного взаимодействия ряда факторов, основными из которых, на наш взгляд, являются:

- особенность менталитета домохозяйств, которые проявляются в отсутствии у них опыта инвестирования (это в первую очередь относится к домохозяйствам постсоветского пространства) и, как следствие, отсутствию экономических навыков и знаний в области долгосрочных вложений;

- ограниченность каналов поступления информации о возможностях инвестирования;

- негативный опыт, возникший в период массовой приватизации государственных объектов собственности.

В настоящее время сбережения домохозяйств представляют собой мощный макроэкономический агрегат, который в условиях трансформационной среды практически не работает на фондовый рынок, а уходит в сферу неорганизованных накоплений.

Таким образом, в транзитивной экономике либо отсутствуют, либо недостаточно эффективно функционируют основные каналы поступления инвестиций, что, в свою очередь, отражается на инвестиционном потенциале корпораций.

7. Одну из ведущих позиций в системе внутренних институтов корпорации занимает институт корпоративного управления. Основная задача системы корпоративного управления состоит в создании условий для функционирования таких механизмов принятия эффективных управленческих решений, которые призваны обеспечить бесперебойную «работу» всех основных факторов стоимости. Основная цель корпоративного управления состоит в определении системы взаимоотношений между владельцами капитала – собственниками компаний и наемными менеджерами. После серии корпоративных скандалов, получивших широкую огласку (11 Enron, WorldCom, Parmalat и др.), инвесторы стали предъявлять более жесткие требования к системе корпоративного управления и контроля. Согласно этим требованиям, которые приняты на уровне законодательства и разработанных стандартов, качественное корпоративное управление должно выражаться в высокой информативной открытости, ведении финансовой отчетности по международным стандартам, соблюдении прав и интересов

миноритарных акционеров, ориентации на интересы акционеров в проведении дивидендной политики и заботе о корпоративной репутации. Уровень корпоративного управления положительным образом влияет на инвестиционную привлекательность, способствует привлечению инвесторов, что, в свою очередь, позволяет снизить стоимость заемного капитала и, как следствие, увеличивает стоимость компании.

Следует отметить, что в трансформационной экономике степень влияния корпоративного управления на динамику стоимости компании проявляется не так сильно, как в странах с развитой рыночной экономикой. Низкая эффективность внутрикорпоративного управления объясняется рядом причин:

– в государствах с транзитивной экономикой институт корпоративной собственности сформировался под влиянием процесса массовой приватизации, а не в результате капитализации;

– контроль над собственностью корпораций сосредоточен в руках достаточно узкого круга заинтересованных лиц, как правило, бывших менеджеров советского периода;

– процесс отделения собственности от менеджмента движется очень медленными темпами;

– институт миноритарных акционеров находится в стадии формирования.

Все указанные выше процессы способствуют повышению рисков, снижению эффективности управления бизнесом и накладывают дополнительные ограничения и барьеры на рынке капиталов.

8. Важным дестабилизирующим фактором, негативно влияющим на стоимость корпорации в условиях трансформационных экономик, является отсутствие развитого фондового рынка. Фондовый рынок не только представляет собой индикатор, отражающий рыночный спрос на акции корпорации, который мобилизует и способствует более рациональному размещению и использованию временно свободных финансовых ресурсов для создания новых или расширения и технического перевооружения уже функционирующих производств. Он способствует гибкому перераспределению средств между отраслями, создает предпосылки для дополнительного стимулирования топ-менеджеров.

Все вышесказанное позволяет выделить следующие характерные черты корпоративного предприятия, функционирующего в условиях трансформационной системы экономических отношений:

– большинство предприятий, составляющих корпоративный сектор, представляют собой бывшие объекты государственной собственности, которые перешли в собственность нынешних владельцев в результате проведения процесса приватизации;

– контроль над собственностью компаний сосредоточен в руках узкого круга лиц, либо бывших директоров этих предприятий, либо руководителей промышленно-финансовых групп;

– несовершенство правовых институтов создает условия, в которых права собственности передаются не по рыночным правилам, а в соответствии с неформальными нормами;

– сосредоточение контрольного пакета акций в руках одного или нескольких владельцев способствует замкнутости компаний и препятствует развитию фондового рынка, а отсутствие нормально функционирующего фондового рынка отражается на сокращении каналов поступления инвестиций;

– проблема ярко выраженного неравенства в распределении прав собственности препятствует развитию института миноритарных акционеров и тем самым ограничивает приток инвестиционных ресурсов посредством привлечения сбережений домохозяйств;

– процесс отделения собственности от ее управления протекает медленными темпами, порождая парадоксальную ситуацию, когда на фоне переда-

чи функций операционного управления наемным менеджерам одновременно функции стратегического управления и принятия ключевых решений в большинстве компаний остаются за собственниками-инсайдерами. В результате степень делегирования функций управления профессиональным менеджерам очень ограничена.

Выводы. 1. Доказано, что одной из основных задач системы управления стоимостью корпорации в условиях трансформационной экономики является выявление факторов институциональной среды, отслеживание динамики их развития и эффективное их использование в целях максимизации стоимостного потенциала компании.

2. Определены тенденции в динамике стоимости украинской корпорации, обусловленные институциональной средой трансформационной экономики (во-первых, отсутствие традиционных источников регулярного повышения стоимости компании за счет дополнительных эмиссий ценных бумаг вследствие неготовности института домохозяйств к институциональным изменениям, неразвитости институциональных инвесторов из-за высокого уровня риска в сфере бизнеса; во-вторых, значительные колебания показателя EVA вследствие неустойчивости политических институтов; в-третьих, слабое воздействие эффективности корпоративного управления на динамику стоимости корпорации).

3. Доказано, что для корпораций, функционирующих в условиях трансформационной системы экономических отношений, характерными являются низкая эффективность управления, недоиспользование потенциала роста и модернизации, низкий уровень ликвидности ценных бумаг. Все это отражается на стоимости привлекаемых ресурсов и способствует снижению финансовых результатов компании, а следовательно, уменьшению её стоимости.

Дальнейшие направления исследований. С целью обеспечения эффективного управления стоимостью компании в условиях трансформационной экономики необходимо исследовать действие факторов внешней среды, воздействующих на стоимость корпорации. Следующим шагом в обозначенном направлении исследований должно стать формирование рейтинговой оценки корпорации в трансформационной экономике, базирующейся на учете не только внутренних, но и внешних факторов, воздействующих на ее стоимость.

Список использованной литературы

1. Коупленд Том. Стоимость компаний: оценка и управление: пер. с англ. / Том Коупленд, Тим Коллер, Джек Мурин. – 2-е изд., стер. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002. – 576 с.
2. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємства: монографія / О.Г. Мендрул. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
3. Воронков Д.К. Вплив чинників на формування ринкової вартості промислового підприємства / Д.К. Воронков, Л.С. Запасна // Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського. Серія: Економічні науки. – 2008. – № 4 (40). – С. 76–81.
4. Щербаков В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – М.: Омега-Л, 2006. – 288 с.
5. Колос І.В. Обґрунтування ключових чинників вартості підприємства / І.В. Колос // Економіка та держава. – 2006. – № 11. – С. 30–32.
6. Момот Т.В. Вартісно-орієнтована корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: монографія / Т.В. Момот. – Харків: ХНАМГ, 2006. – 380 с.
7. Самохвалов В. Как определить ключевые финансовые факторы стоимости [Электронный ресурс] / В. Самохвалов. – Режим доступа: www.iteam.ru/publications/strategy/section_20/article_2148/

8. Ивашковская И. Управляемая стоимость [Электронный ресурс] / И. Ивашковская. – Режим доступа: www.compass-g.ru/dijest/novermber/d-3-05.htm

9. Davis L. Institutional Change and American Economic Growth / L. Davis, D. North. – Cambridge. 1971. – 292 p.

10. Інституційні засади формування економічної системи України: теорія і практика / За ред. проф. З. Ватаманюка. – Львів: «Новий Світ – 2000», 2005. – С. 648.

Виявлено характер впливу факторів інституціонального середовища на економіку країн з різним рівнем розвитку ринкових інститутів; виділено фактори інституціонального середовища, що впливають на вартість корпорації; визначено тенденції в динаміці вартості української корпорації, обумовлені інституціональним середовищем трансформаційної економіки.

Ключові слова: *інституційне середовище, вартість корпорації, фактори вартості, трансформаційна економіка.*

The impact of factors' character of institutional environment on economies with different levels of market institution development is detected; factors of institutional environment, affecting the cost of corporation are allocated; trends in dynamics of Ukrainian corporation cost that are conditioned by institutional environment of transformation economy are determined.

Key words: *the institutional environment of, value of Corporation, cost factors, transformational economy.*

Одержано 15.02.2013.