

УДК 338.24

UDC 338.24

**ПОВЫШЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ СИСТЕМЫ ОЦЕНКИ КАЧЕСТВА УПРАВЛЕНИЯ АКЦИОНЕРНЫМ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЙ**

**ENHANCING THE EFFICIENCY OF MEASURING THE QUALITY OF THE SHARE CAPITAL ENTERPRISES**

Полиди Александр Анатольевич  
д.э.н., профессор

Polidi Alexander Anatolyevich  
Dr.Sci.Econ., professor

Молчан Алексей Сергеевич  
д.э.н., профессор  
*Кубанский государственный технологический университет, Краснодар, Россия*

Molchan Alexey Sergeevich  
Dr.Sci.Econ., professor  
*Kuban State Technological University, Krasnodar, Russia*

Кабанова Надежда Ивановна  
к.э.н., доцент  
*Майкопский государственный технологический университет, Майкоп, Россия*

Kabanova Nadezhda Ivanovna  
Cand.Ecom.Sci., associate professor  
*Maikop State Technological University, Maikop, Russia*

В статье рассматриваются проблемы корпоративного управления с позиции оценки качества управления и оценки вопросов его эффективности. Также предлагаются варианты систем показателей оценки качества корпоративного управления. Приводится ряд теорий, пытающихся объяснить взаимосвязь дивидендной политики компании и стоимости ее акций. Рассматриваются виды дивидендной политики

In the article, the problems of corporate management are examined from the position of estimation of quality of this management and consideration of questions of his efficiency. The variants of the systems of indexes of estimation of quality of corporate management are also offered. A certain amount of theories, trying to explain intercommunication of dividend policy of company and cost of its actions is brought. The types of dividend policy are examined

Ключевые слова: АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ, УПРАВЛЕНИЕ АКЦИОНЕРНЫМ КАПИТАЛОМ, ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА КОМПАНИИ, РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ АКЦИЙ, КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Keywords: SHARE CAPITAL MANAGEMENT, SHARE CAPITAL, DIVIDEND POLICY, MARKET VALUE, CORPORATE GOVERNANCE

**Повышение эффективности системы оценки качества управления акционерным капиталом предприятий**

Большинство отечественных и зарубежных экономистов и специалистов в области экономики и управления, считают, что устойчивые кризисные процессы в российской экономики во многом связаны с проблемами формирования нового, адекватного изменившимся реалиям типа отношений – корпоративных отношений. Наиболее яркие проявления этой ситуации – наличие массы серьезных противоречий, препятствующих динамичному экономическому развитию. Так, например, процессы приватизации, разгосударствления предприятий, создание новых

организационно-правовых форм – акционерных обществ не привели к формированию эффективных собственников в большинстве российских корпораций. Несмотря на более чем пятнадцать лет реформ, не сложился и рынок профессиональных наемных управляющих промышленными предприятиями. Проблемы отсутствия контроля за менеджментом корпораций также, по мнению многих иностранных инвесторов, являются серьезным препятствием для интеграции российских и зарубежных компаний, привлечения иностранных инвестиций, выхода на внешние рынки и т.д.

Таким образом, эволюция форм взаимоотношений между собственниками предприятий и менеджерами не только не решила проблему повышения эффективности деятельности промышленных предприятий, а наоборот, обострила проблемы, существовавшие еще и в плановой экономике.

Одной из ключевых проблем в данном случае является проблема отсутствия адекватных механизмов оценки эффективности корпоративного управления. Такие механизмы позволили бы четко обозначить роль и вклад каждого из участников корпоративных отношений и, соответственно, выстроить эффективные коммуникации, ставить конкретные задачи перед менеджментом, контролировать их реализацию, привязывая к системе мотивации и стимулирования. Борьба за влияние внутри корпорации за контроль финансовых потоков в условиях общих целей и критериев оценки трансформировалась бы в сотрудничество и совместный рост благосостояния корпорации, собственников и менеджеров [1].

Большинство современных исследований в данной области, к сожалению, сосредоточено на адаптации зарубежных методик, технологий управления к современным проблемам российских предприятий. Не принимаются во внимание формирующиеся национальные модели

российского управления.

Очевидно, что необходима система показателей и концепций количественной оценки результатов управления акционерным капиталом.

Инструменты подобного анализа можно объединить в две группы:

- 1) система показателей на основе рентабельности инвестиций;
- 2) концепции управления стоимостью бизнеса.

Система показателей на основе рентабельности, по сути, не является инструментом оценки эффективности управления самим акционерным капиталом, а в своей основе отражает результаты деятельности общества за определенный отчетный период, а также отражает базовые принципы и цели системы корпоративного управления. В частности, для мониторинга финансовым директорам рекомендуются следующие коэффициенты:

1. Балансовая стоимость в расчете на одну акцию;
2. Темп роста акционерного капитала;
3. Индекс финансового рычага;
4. Процент изменения прибыли на акцию;
5. Рентабельность акционерного капитала;
6. Норма капитализации;
7. Соотношение продаж и покупок акций инсайдерами;
8. Отношение опционов на акции к обыкновенным акциям;
9. Коэффициент цена/прибыль (P/E) и обратный показатель E/P (earning yield);
10. Прибыль на одну акцию (EPS) [2].

Однако приведенные коэффициенты не дают возможности оценить функционирование бизнеса, управление бизнесом с точки зрения управления акционерным капиталом и эффективность этого управления, которая выражается в денежном потоке к акционерам. На этапе с 1920 по 1990гг. показатели и концепции эффективности, которые применялись к оценке деятельности компаний, постоянно изменялись. В большинстве

случаев данные коэффициенты и показатели позволяли в определенной степени оценить рентабельность бизнеса в сравнении с определенной базой или оценить вновь создаваемую стоимость. Важно то, что на основе современных концепций управления бизнесом можно оценить не только какие-то конкретные значения генерируемой прибыли для акционеров, но и оценить стоимость акционерного капитала в целом. Как известно, одной из основных причин появления данных концепций оценки и управления собственностью была возможность манипуляций значением отдельных показателей. И действительно, если рассмотреть такие коэффициенты, как P/E, EPS, ROA, ROI и так далее, то становится очевидным, что производимые операции, направленные на увеличение числителя или уменьшение числителя и знаменателя, приводили к корректировке показателя в более благоприятную сторону. Для корректировки показателей P/E или EPS достаточно произвести выкуп акций компании, соответственно возрастут как цены на рынке, так и чистая прибыль в расчете на одну акцию (EPS). С другой стороны, показатель EPS, к примеру, не отражает изменение курсовой стоимости ценных бумаг. Концепции же, в основе которых лежит денежный поток, добавленная стоимость, несмотря на то что не лишены своих недостатков, неточностей, возможных ошибок, защищены от подобных достаточно простых манипуляций. Рассмотрим концепцию совокупной акционерной прибыли, которая имеет самое непосредственное отношение к управлению акционерным капиталом. Total Shareholder Return (совокупная акционерная прибыль, TSR) представляет собой изменение в стоимости основного капитала котирующейся компании в течение определенного периода (как правило, один год и более) плюс дивиденды, выраженные как процент плюс или минус к начальной стоимости. Расчет производится по формуле:

$$TSR = \frac{P_{i+1} - P_i + D_{i+1}}{P_i} \quad (1)$$

где,

P – цена акции;

D – дивидендные выплаты акционерам.

Таким образом, полная доходность акционеров выражается в процентах и включает только полученную ими "стоимость" в форме дивидендов и повышения (или понижения) цены акций. При этом дивиденды включают не только регулярные платежи по дивидендам, но и все наличные платежи акционерам, а также специальные или единовременные дивиденды и выкуп акций. Главным достоинством данной модели является отражение как изменения цен на акции, так и инвестиционного дохода (выплата дивидендов акционерам). Если EPS улавливает только внутренне созданную стоимость, то TSR считается измерителем внешнего "создания стоимости". По мнению многих исследователей и аналитиков, он учитывает "бумажную" сущность прибылей (зловещим напоминанием о которой являются катастрофы Enron, Worldcom). Другим популярным подходом является Total Business Return (TBR). По нему совокупная доходность бизнеса измеряет доход от изменений в стоимости капитала и дивидендный доход бизнес-единицы, как если бы она была публичной корпорацией.

Совокупная доходность бизнеса = Стоимость бизнеса или его части (подразделения) на конец периода - Стоимость бизнеса на начало периода + Свободный денежный поток за период.

То есть показатель TBR показывает изменение стоимости бизнеса (рост капитализации или holding gain) и доход от операционной деятельности (выраженный в терминах денежных потоков). В настоящее время среди оценщиков продолжаются активные дискуссии по совершенствованию имеющихся методов оценки создаваемой стоимости и по созданию новых методик. Помимо количественной составляющей оценки качества управления акционерным капиталом также необходимо

упомянуть и о дивидендной политике предприятия.

Часть заработанной компанией прибыли реинвестируется в развитие бизнеса, а другая – выплачивается акционерам в виде дивидендов. Частота этих выплат различна по странам. В США дивиденды начисляются ежеквартально, в ряде других стран – два раза в год по результатам объявленных промежуточных итогов хозяйственной деятельности, а итоговые дивиденды выплачиваются в конце года после общего собрания акционеров.

В случае наличия убытка по результатам хозяйственной деятельности за год компания может принять решение о продолжении выплат дивидендов из специально сформированных фондов или из нераспределенной прибыли прошлых лет. Встречаются следующие формы выплаты:

1. Денежная форма. Это наиболее распространенный метод распределения прибыли акционерного общества;

2. Выплаты дивидендов акциями. Дивиденды в форме акций выплачиваются в виде дополнительных акций эмитента или другой компании, например дочерней компании общества, выплачивающего дивиденды;

3. Выплаты имуществом. Это достаточно редко встречающаяся форма выплаты дивидендов, и, как правило, выплата осуществляется производимыми компанией товарами или оказываемыми услугами.

В США некоторые компании создали программы реинвестирования дивидендов, которые позволяют акционерам систематически использовать дивиденды на покупку небольшого числа акций, обычно без комиссии и с небольшим дисконтом.

Для анализа дивидендных выплат используются следующие показатели:

— коэффициент дивидендного покрытия (Dividend Cover), который

рассчитывается как отношение чистой прибыли на акцию к дивиденду (EPS/D);

- коэффициент дивидендного выхода – величина обратная (D/EPS);
- коэффициент выплат. Рассчитывается как отношение денежного потока к совокупным дивидендам;
- коэффициент дивидендной доходности – отношение выплаченных дивидендов к стоимости акции на дату закрытия реестра.

На решение о выплате дивидендов может влиять тот факт, что данные выплаты сказываются на структуре капитала:

- нераспределенная прибыль увеличивает соотношение собственного капитала к заемному;
- финансирование за счет нераспределенной прибыли дешевле, чем привлечение дополнительного акционерного финансирования.

Существует целый ряд теорий, пытающихся объяснить взаимосвязь дивидендной политики компании и стоимости ее акций.

1. Теория не востребоваемости дивидендов. Теория исходит из того, что дивидендная политика компании не влияет на стоимость капитала. Инвесторы оценивают дивиденды и доходы от капитала равнозначно, а главный показатель для них не распределяемая, а общая прибыль.

2. Теория оптимальной дивидендной политики. Ее сторонники полагают, что именно дивидендная политика позволяет достичь равновесия между текущими дивидендами и их будущим ростом, что позволяет максимизировать стоимость акций компании.

3. Теория релевантности дивидендов. Согласно данной гипотезе цена компании подвержена влиянию дивидендной политики. Оптимальной будет такая дивидендная политика, которая сможет максимизировать стоимость бизнеса.

4. Гипотеза сигнализирования. Данная гипотеза утверждает, что инвесторы рассматривают дивиденды и изменения в их выплатах в

качестве прогнозов менеджмента относительно будущей величины выручки. Кроме того, сторонники данной теории считают, что рост уровня дивидендных выплат автоматически приводит к увеличению рыночных котировок акций.

5. Гипотеза клиентского эффекта. Эффект клиентов определяется как тенденция фирмы привлекать именно тех инвесторов, которым нравится ее дивидендная политика.

6. Гипотеза свободного денежного потока. При прочих равных условиях компании, выплачивающие дивиденды из денежного потока, который не может быть реинвестирован в положительную чистую приведенную стоимость проектов, оцениваются выше, чем те, которые не распределяют свободный денежный поток.

Исходя из специфики выплат дивидендов, можно выделить следующие типы дивидендной политики:

1. Политика стабильного дивиденда на акцию. Компания выплачивает определенную сумму средств в качестве дивиденда, как правило, это стабильные суммы, которые могут индексироваться время от времени.

2. Политика постоянных дивидендных выплат. Каждый год компания направляет на дивидендные выплаты определенный процент чистой прибыли, который, как правило, зафиксирован в уставе.

3. Компромиссная политика. В данном случае есть определенная стабильная выплата, а также некая надбавка, которая варьируется вместе с определенным показателем, например той же чистой прибылью.

4. Остаточный метод. Средства направляются на выплату дивидендов по остаточному принципу. При данной дивидендной политике компания не обращает большого внимания на выплаты.

Российские компании только в последние годы начали приближаться к стандартам западного корпоративного управления, но это касается



преимущественно "голубых фишек" и компаний, выходящих на зарубежные фондовые рынки. Характерными особенностями дивидендной политики российских компаний на современном этапе стали:

- закрытие реестра задним числом;
- уменьшение размера базы для расчета дивидендов;
- выплаты больших дивидендов для легализации доходов собственниками;
- выплаты больших дивидендов перед продажей компании;
- компании стали уделять большее внимание промежуточным дивидендам.

Таким образом, увеличение роли дивидендной политики вносит позитивный вклад в улучшение корпоративного имиджа российских компаний. Формирование прибыли и ее последующее распределение – по сути, завершающий этап оборота капитала. В этом ключе дивидендная политика в общеэкономическом смысле определяет специфику воспроизводственных процессов компании. Но кроме этого, она отражает специфику подходов к отношениям с инвесторами в компании, специфику корпоративного управления и долгосрочные цели.

Учитывая вышеизложенные концепции и теории повышения эффективности оценки управления акционерным капиталом предприятия можно сделать вывод, что применение данных методик в практике ведения бизнеса способно серьезно повысить конкурентоспособность бизнеса во всех отраслях и секторах экономики государства.

#### **Список использованной литературы**

- 1 Лукашов А.В. Сравнительные корпоративные финансы и корпоративное управление // Управление корпоративными финансами, 2009. – №2.
- 2 Напольнов А.В. Основы управления акционерным капиталом // Инвестиционный банкинг, 2012. – №1.
- 3 Королук Е.В. Противоречия в экономической науке современной России // Бизнес в законе, 2011. – № 4. – С.210-213.

4 Молчан А.С. Капитализация экономических субъектов как основной фактор воспроизводства социально-экономических систем // Вопросы экономики и права, 2011. – № 33. – С.33-37.

#### **References**

1 Lukashov A.V. Sravnitel'nye korporativnye finansy i korporativnoe upravlenie // Upravlenie korporativnymi finansami, 2009. – №2.

2 Napol'nov A.V. Osnovy upravlenija akcionernym kapitalom // Investicionnyj banking, 2012. – №1.

3 Koroljuk E.V. Protivorechija v jekonomicheskoj nauke sovremennoj Rossii // Biz-nes v zakone, 2011. – № 4. – S.210-213.

4 Molchan A.S. Kapitalizacija jekonomicheskikh sub#ektov kak osnovnoj faktor vosproizvodstva social'no-jekonomicheskikh sistem // Voprosy jekonomiki i prava, 2011. – № 33. – S.33-37.