

**INTERNATIONAL LABOUR ORGANIZATION
UNITED NATIONS ECONOMIC COMMISSION FOR EUROPE**

REGIONAL FORUM

“Social Aspects and Financing of Industrial Restructuring”

26 and 27 November 2003, Moscow, Russian Federation

**SPECIAL PANEL. Assessing the Impact of Foreign Direct
Investment**

Corporate Governments as a Means of Attracting Foreign Direct Investment

**By Ms. Albina RASSKAZOVA – Associate Professor, State University
“Higher School of Economic” (HSE)**

Russian Federation

(This paper is being circulated by the secretariat as received from the author)



UNITED NATIONS

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ КАК ФАКТОР ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Рассказова А.Н., Рассказов С.В.

(докладчик Рассказова А.Н.)

Одним из факторов повышения конкурентоспособности экономики страны и ее привлекательности для инвесторов является корпоративное управление. Корпоративное управление, «включает комплекс отношений между администрацией компании, ее правлением, акционерами и другими заинтересованными лицами. Корпоративное управление также определяет рамки, в которых намечаются задачи компании, а также средства реализации этих задач и контроля за результатами деятельности компании» [19]. Следование принципам корпоративного управления является признанным организационным механизмом защиты прав инвесторов, мощным рычагом привлечения их средств для реструктуризации промышленности, а также выступает одним из ограничений на источники финансирования.

В данном докладе применительно к России на разных масштабах раскрывается существующая и перспективная взаимосвязь: финансовая система → модель корпоративного управления → инструменты контроля компании в интересах ее собственников.

1. Вектор развития финансовой системы и корпоративного управления в России

Внимание к корпоративному управлению на современном этапе мирового экономического развития обуславливается следующими факторами, имевших место в течение последних двух десятилетий во многих странах:

- осуществлена приватизация;
- проведена реформа пенсионного фонда;
- активизировался рынок слияний и поглощений компаний;
- глобализация торговли, дерегуляция и интеграция рынка капитала;
- серия кризисов (например, азиатский в 1998 году) и недавних корпоративных скандалов в США;
- необходимо учесть также тот факт, что премия за управление в интересах инвесторов составляет в среднем 20-30%, в том числе применительно к России – 38% (см., например результаты исследования [15]).

Процесс реструктуризации промышленности включает изменение финансовой системы. Каждому типу финансовой системы соответствуют характерные для нее функции контроля и мониторинга (см. рис. 1), которые в свою очередь определяют модель корпоративного управления (инсайдерскую или аутсайдерскую). Аутсайдерская система обеспечивает организационно – правовые гарантии для собственников, в первую очередь, - миноритарных акционеров, тогда как в странах с инсайдерской, как правило, заметно выше защита прав работников предприятий.

Отметим, что «эталонная» инсайдерская немецкая модель корпоративного управления имеет тенденцию к смещению в сторону аутсайдерской. Знание и обобщение опыта Германии имеет принципиальное значение для перспективы развития финансовой системы РФ и соответствующих ей социальных аспектов. Так, до середины девяностых годов Германия на международных рынках считалась абсолютно конкурентоспособной [2]. Страна была и остаётся лидером в отраслях с так называемым средним уровнем наукоёмкости. Однако, начиная с середины 90-х гг. Германия начала отставать в секторах "новой экономики" (телекоммуникации, информационные технологии, биотехнологии, геномная инженерия и т.д.) не только от США, но и от Швеции, Голландии, Англии. Одной из причин называется неоптимальность банковского кредита для финансирования в больших объемах инновационного развития. Считается, что эту функцию должен выполнять развитый фондовый рынок. Результаты математического моделирования [13, 17, 20] подтверждают этот вывод.



Рис. 1. Сравнение моделей корпоративного управления и финансирования.

Многие из перечисленных выше аспектов характерны для современной экономики России. На первом этапе переходного периода в РФ была сформирована система корпоративного финансирования и контроля с чертами инсайдерской модели. Однако, есть основания полагать существование тенденции построения системы с чертами аутсайдерской модели. Проявлением этого можно считать: стремление России в ВТО, планируемый переход на международные стандарты финансовой отчетности, принятие Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг «Кодекса корпоративного поведения», подготовка к реструктуризации крупнейших промышленных компаний и другие факторы. Им соответствуют признаки аутсайдерской системы: открытость к внешним глобальным процессам, прозрачность финансовой отчетности, принципы корпоративного управления ОЭСР, формирование рынка корпоративного контроля. Заметим, что каждая компания в отдельности может иметь свою оптимальную структуру корпоративного управления в зависимости от отраслевой принадлежности, уровня развития технологии, степени правовой защиты и предпочтений инвесторов.

2. Какая система управления создает условия для инвестиционной деятельности?

В соответствии с «Руководством по корпоративному управлению для европейских собственников 2000» [14] целью менеджмента компании является максимизация акционерной стоимости в долгосрочном периоде. В указанном и других аналогичных документах отмечается, что акционеры должны быть информированы о финансовых целях, стратегии, перспективах компании, а также о чувствительности ее показателей к факторам риска. Эти достаточно разнородные требования объединяются в рамках единого подхода VBM-менеджмента (менеджмента, основанного на управлении стоимостью компании; VBM, Value Based Management, [18, 21, 22]). Данное направление получило интенсивное развитие во второй половине 90-х годов последнего десятилетия в англо-саксонских странах с развитой рыночной экономикой; имеются свидетельства того, что ведущие корпорации Германии также постепенно принимают систему управления VBM.

Повысить привлекательность российских предприятий для внешних (иностраннх) инвесторов возможно, если будут использоваться понятные и соответствующие их интересам методы корпоративного управления и контроля. Сопоставим ряд важнейших положений

принципов корпоративного управления (ПКУ) и VBM [9]. В качестве базового документа выбран [19], разработанный Советом организации экономического содружества и развития (ОЭСР). Заметим, что принятый в России «Кодекс корпоративного поведения» [4] близок к нему по содержанию.

Ниже кратко перечислены результаты сравнения:

- оценка инвестиционной привлекательности фирмы по методам VBM согласуется с ключевым аспектом ПКУ - обеспечением притока внешнего (иностранного) капитала;
- принцип раскрытия информации и прозрачности предполагает предоставление регулярной, надежной и сопоставимой информации, позволяющей обеспечить надлежащий контроль над деятельностью предприятия и оценить качество административного управления. Данное утверждение не противоречит оценке прошлой деятельности компании и мерам измерения ее характеристик в методах стоимостного управления [9, 10] при определении эффективности менеджмента и обеспечения основы для оценки ценных бумаг;
- следуя ПКУ, ключевой функцией правления (собственников) является контроль над эффективностью практики управления администрацией компании. Стоимостные методы управления нацелены на выявление ключевых факторов стоимости, степени ее созидания/разрушения. При этом принимается в расчет потенциальные резервы и возможности компании. Как следствие сказанного, обеспечивается двусторонняя связь между правлением и управленческим звеном компании.

Таким образом, управление на основе VBM – менеджмента позволяет обеспечить максимизацию благосостояния собственников, повысить инвестиционную привлекательность компании и создать приток внутренних и внешних источников финансирования. Данный вывод подтверждается практикой внедрения VBM в передовых корпорациях мира.

Количественно критерий качества VBM выражается через максимизацию рыночной добавленной стоимости (MVA – Market Value Added). Она в интегральной форме отражает степень создания стоимости и, значит, благосостояния акционеров компании с дисперсным характером собственности. По своей природе, этот критерий соответствует аутсайдерской системе. Однако в настоящее время в России для оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности используется иной критерий, характерный для осуществления функций банковской системы корпоративного мониторинга и контроля. Его главной особенностью является обеспечение возвратности кредитов. Тем самым, критерий качества оценки управления зависит от типа финансовой системы.

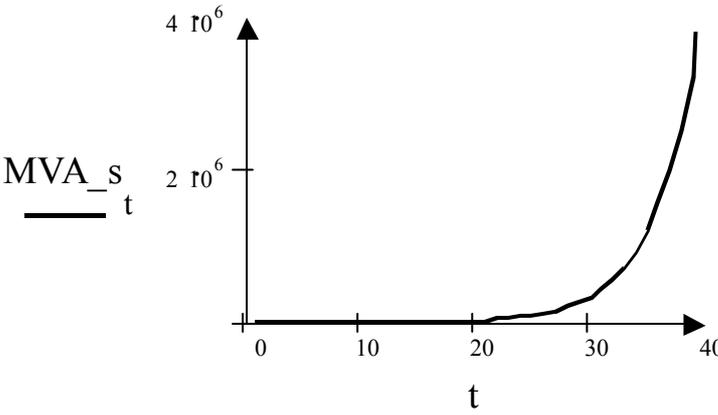
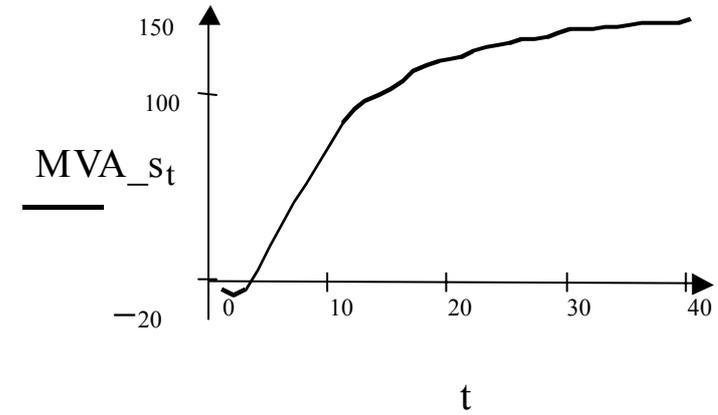
Как отмечалось в подразделе 1, глобальная тенденция развития финансовых систем в ведущих странах, включая РФ, характеризуется основными признаками сходимости к аутсайдерской модели. Следовательно, в системе управления предприятием в интересах акционеров и кредиторов в российской промышленности следует использовать методы VBM.

3. Инвестиционные «образы» российских компаний

Примеры расчета на основе VBM с использованием данных ведущих компаний российской промышленности изложены в [3, 8, 9, 10]. Метод, предложенный в работах [23, 24] позволяет изучить прогнозную динамику основных показателей деятельности компании по данным агрегированной отчетности и сосредоточить внимание на стратегических решениях. В нашем случае в качестве управляемой переменной вычисляется показатель рыночной добавленной стоимости MVA [11]. Типичные существующий и желаемый акционерами стоимостные «образы» предприятий показаны в таблице 1.

Таблица 1

**Результаты расчета MVA
(различные варианты стратегических решений)**

Управляющие параметры	Управляемый параметр MVA
<p>(1 вариант, типичная стратегия развития российского бизнеса)</p> <p>$g = 35 \%, r = 30 \%,$ $j = 20 \%, e = 5 \%$</p>	
<p>(2 вариант, стратегия, отвечающая требованиям акционеров и кредиторов)</p> <p>$g = 20 \%, r = 30 \%,$ $j = 20 \%, e = 30 \%$</p>	

Исходными управляющими данными являются: параметры временного ряда будущих инвестиций, отражающего типичную зависимость инвестиционного процесса для производственных компаний; темп роста инвестиций (g), доходность инвестиций (ROI), банковская процентная ставка (j) и требования акционеров на долю с получаемой ежегодной прибылью (ROE). В варианте 1 (в таблице 1) значение g , ROI, j , ROE приняты типичными для современного состояния компаний российской промышленности. Здесь в течение длительного периода времени собственность (стоимость инвестиционного капитала) не создается. Вариант 2 в наибольшей степени отвечает интересам акционеров и кредиторов. Различия в исходных данных двух вариантов состоят в уменьшении темпа роста инвестиций с 35% до 20% и увеличении требований акционеров на долю с прибыли с 5% до 30%. Как следствие, реализация второго инвестиционного решения сначала приводит к непродолжительному снижению стоимости инвестиционного капитала и далее – к созданию собственности с переходом к траектории устойчивого развития. Ему соответствует оптимальная структура владения инвестиционным капиталом в рассматриваемой компании.

Выводы

1. Корпоративное управление является общепризнанным фактором, способствующим привлечению прямых инвестиций. В докладе анализируются тенденции развития корпоративного управления в России и соответствующей финансовой системы.

2. Повышение инвестиционной привлекательности российских предприятий для внешних инвесторов возможно, если будут использоваться понятные и соответствующие их интересам системы корпоративного управления и контроля. Такой системой является менеджмент, основанный на управлении стоимостью компании.

3. Построены типовые «образы» развития российских компаний при существующих и отвечающих интересам внешних инвесторов управляющих параметрах. Их анализ позволяет определить оптимальную структуру владения инвестиционным капиталом, которая отвечает долгосрочным интересам акционеров и кредиторов.

Помимо названных в докладе можно указать множество не менее важных других факторов экономического роста. Но главное ограничение, на наш взгляд, следующее: реструктуризация российской промышленности будет успешной тогда, когда промышленная политика соответствует созданию новых активов, а не перераспределению приватизированной собственности.

Литература

1. Белая книга по вопросам корпоративного управления в России. Организация экономического сотрудничества и развития, ФКЦБ, 2002. 99 с.
2. Зарицкий Б.Е. Экономика Германии: путь по лестнице, ведущей вниз. – М.: Юристъ, 2003. –304 с.
3. Клоков В.И., Рассказова А.Н. Система контроля и управления стоимостью, основанная на доходности инвестиционных потоков / Финансовый менеджмент, №6, 2003 (принята к публикации).
4. Кодекс корпоративного поведения. –М.: «Книга сервис», 2003. –96 с.
5. Кондратьев В.Б. Корпоративное управление и инвестиционный процесс / В.Б. Кондратьев. – М.: Наука, 2003. –318 с.
6. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний. Оценка и управление / Пер. с англ. – М: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999. 576 с.
7. Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: Собственность, контроль, рынок ценных бумаг, Москва, ИЭПП, 1999, с.65-66
8. Рассказов С.В., Рассказова А.Н. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании / Финансовый менеджмент, №3, 2002. с. 71-81; №4, 2002. с. 13-26
9. Рассказова А.Н. Финансовые аспекты корпоративного управления. Расчет добавленной стоимости собственного капитала / Финансовый менеджмент, №5, 2002, с. 11-36
10. Рассказова А.Н. Экономическая добавленная стоимость как метод управленческого консалтинга / Финансовый менеджмент, №2, 2003, с. 13-33
11. Рассказова А.Н. Оценка экономической эффективности корпоративного управления // Тезисы докладов и сообщений 2-ой международной научной конференции «Производственная инфраструктура в стационарной и нестационарной экономике». Санкт – Петербург, 12-15 сентября, 2003.
12. Becht V., Bolton P., Roell A. Corporate Governance and Control. Finance Working Paper N02/2002, October 2002. 172 p.
13. Berndt M. Global Differences in Corporate Governance Systems Theory and Implications for Reforms. Discussion Paper No. 303, Harvard Law School Cambridge, MA 02138
14. Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000. The European Shareholders Group, “Euroshareholders”. February, 2000, 8 p.

15. Global Investor Opinion Survey: Key Findings. McKinsey&Company. July 2002. 14 p.(www.mckinsey.com/governance)
16. Höpner M. Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany //MPIfG Discussion Paper 01/5, October 2001. 61 p.
17. Kose J., Simi Kedia S. Institutions, Markets and Growth: a Theory of Comparative Corporate Governance. January 2003. 48 p
18. Madden B.J. The CFROI Valuation Model // The Journal of Investing. Spring, 1998. P. 31-44
19. OECD Principles of Corporation Governance. Directorate for financial, fiscal and enterprise affairs. Organization for Economic Co-operation and Development. 19-Apr-1999.
20. Pagano M., Volpin P. The political Economy of Corporate Governance. Working paper. London Business School. November 2000
21. Rappoport A. Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance.The Free Press. New York. 2000
22. Stewart G. Bennet. The Quest For Value: the EVA Management Guide. Harper Business, New York, 1991.
23. Timo Salmi – Ilkka Virtanen. Measuring the Long-Run Profitability of the Firm. A Simulation Evaluation of the Financial Based IRR Estimation Methods // Acta Wasaensia 1997, №54. 66 p.
24. Timo Salmi – Ilkka Virtanen. Economic Value added: A Simulation Analysis of the Trendy, Owner – oriented Management Tool // Acta Wasaensia 2001, №90, 33 p.