

## **Сущность рыночной эффективности деятельности публичной коммерческой организации и задачи ее оценки**

**Крылов Д.М.,** к.э.н.,

Институт исследования товародвижения и конъюнктуры оптового рынка

**Аннотация.** в статье рассматриваются теоретические проблемы оценки рыночной эффективности публичных компаний и задачи раскрытия информации об этой эффективности в их корпоративной отчетности в интересах различных заинтересованных сторон.

**Ключевые слова:** эффективность бизнеса, публичные компании, критерии оценки, рынок, заинтересованные лица, корпоративная отчетность.

## **Essence of the market efficiency of the public commercial organization and objectives of its evaluation**

**Krilov D.M.,**

Candidate of economic science

Institute for the Study of Goods and conditions of wholesale market

**Annotation.** This article discusses the theoretical problems of assessment of market efficiency and objectives of public companies disclosing information on this efficiency in their corporate reporting in the interests of the various stakeholders.

**Keywords:** business performance, public companies, the evaluation criteria, market, stakeholders, corporate reporting.

Понятие эффективности широко применяется в экономических исследованиях и в то же время остается предметом острых дискуссий. Подобные дискуссии не прекращаются и в условиях перехода отечественной экономики на рыночный путь развития, когда все острее ставится вопрос об оценке эффективности не просто хозяйственной деятельности конкретного

предприятия, а предпринимательской деятельности, осуществляемой на основе этого предприятия как коммерческой организации.

Предпринимательская деятельность (бизнес) является важнейшим атрибутом рыночной экономики, пронизывающим все ее институты. При этом Гражданский кодекс РФ определяет предпринимательскую деятельность как самостоятельную, осуществляемую на свой риск деятельность, направленную на систематическое получение прибыли от пользования имуществом, продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг лицами, зарегистрированными в этом качестве в установленном законом порядке [1]. В то же время на практике с позиций самого предпринимателя, как собственника, его главная цель – это увеличение стоимости бизнеса, которая состоит не только из прибыли, получаемой сегодня, но и из ожидаемой – той, которую он может получить в будущем. Очевидно, что предприниматели, акционеры и потенциальные инвесторы остро заинтересованы в информации, содержащей оценку такой интегрированной прибыли, а значит и оценку рыночного эффекта предпринимательской деятельности. В анализе подобной информации нуждаются и менеджеры коммерческих организаций, без чего они лишаются надежных ориентиров для выработки обоснованных решений, гарантирующих рыночный успех и инвестиционную привлекательность своих компаний. Однако на основе традиционных для нас до настоящего времени подходов бухгалтерского учета и ретроспективного экономического анализа весьма затруднительно оценить реальную рыночную эффективность бизнеса.

В социально-экономических системах эффективность одновременно выступает и как цель, и как индикатор их развития, и как важнейший его стимул. Поэтому в практике рыночного хозяйствования учет, оценка и анализ показателей эффективности неизбежно становятся важнейшими инструментами обоснования управленческих решений. Однако, если методологические подходы и прикладные методики анализа, применительно к показателям эффективности производственной деятельности предприятий, достаточно хорошо отработаны и апробированы на практике, то в отношении анализа

показателей рыночной эффективности бизнеса ощущается явный дефицит как теоретических разработок, так и практического опыта.

В современном экономическом анализе, как правило, используются два основных подхода к оценке эффективности бизнеса. Первый подход – затратный, преимущественно используемый в системе директивного управления экономикой. В этом случае целью хозяйствующего субъекта считается достижение устанавливаемых сверху параметров развития при минимальных издержках. Такой подход предполагает оценку эффективности деятельности предприятия посредством диагностики окупаемости затрат, связанных с производством продукции. В основе этой оценки лежит трудовая теория стоимости К.Маркса. Ее суть выражается в стремлении к минимизации затрат, приходящихся на единицу продукции.

Второй подход – ресурсный, основанный на концепции формирования стоимости А.Маршалла. В соответствии с этим подходом при оценке эффективности предпринимательской деятельности необходимо учитывать не затраты труда и капитала, непосредственно связанные с формированием потребительной стоимости, а ресурсы, которыми располагает хозяйствующий субъект, и капитал, привлекаемый для формирования этих ресурсов. При этом критерием эффективности выступает максимизация прибыли в расчете на единицу инвестированного в бизнес капитала (собственного и заемного) с учетом предельно допустимых уровней финансового и операционного леввериджей, характеризующих допустимые риски ведения бизнеса и его финансирования.

Таким образом, оценка эффективности бизнеса не может быть ограничена лишь операционной деятельностью и должна также включать диагностику инвестиционной и финансовой активности предприятия. Отсюда, эффективным может считаться только тот бизнес, который характеризуется не только высокой производительностью текущей операционной деятельности (использования активов) но и успешными финансовыми и инвестиционными операциями, необходимыми для сохранения и приумножения формируемого прибавочного продукта [3].

Эффективность это качественная категория, отражающая глубинные процессы развития предпринимательской структуры в тесном взаимодействии с окружающей рыночной средой. Для определения принципиальных подходов и методов оценки рыночной эффективности деятельности коммерческой организации рассмотрим два важнейших понятия – эффект и эффективность. Оба этих понятия отражают рост и развитие экономического объекта, его способность к прогрессивным количественным и качественным изменениям. Вместе с тем, между ними есть и существенные различия. Эффект отражает результат деятельности, а эффективность характеризует не только этот результат, но и условия, затраты или ресурсы, которые позволили его достичь [2].

Как правило, эффективность любой деятельности принято выражать при помощи отношения результата (эффекта) к затратам или ресурсам. Для предпринимателя целевая ориентация такого отношения – стремление к его максимизации. При этом ставится задача максимизировать результат, приходящийся на единицу затрат или используемых ресурсов. Однако при таком подходе возможны ситуации, когда рост показателя эффективности достигается без прироста самого эффекта (результата) лишь за счет уменьшения затрат или объема используемых ресурсов [4].

Такое изменение исследуемых показателей, в принципе, следует рассматривать как положительную тенденцию, но в отношении рыночной эффективности вряд ли возможно признать его оптимальным. Очевидно, что для решения задач достижения рыночного успеха элементы повышения эффективности должны дополняться элементами экономического роста. Необходима комплексная ориентация на сочетание роста и качества развития предпринимательской деятельности с соответствующим увеличением и объемных результативных, и качественных показателей [2].

В условиях рыночных отношений такой подход приобретает принципиальное значение. Конкурентная борьба обуславливает стремление предприятий наращивать свои конкурентные преимущества и обеспечивать с

их помощью устойчивость своих рыночных позиций, используя в качестве целевых ориентиров широкий спектр результирующих показателей: рост объема и ассортимента продаж, увеличение прибыли, завоевание больших секторов рынка, адаптация характеристик производимых товаров к запросам потребителей, повышение стоимости бизнеса и расширение возможностей инвестиционно-инновационного развития. Подобные целевые ориентиры, как и факторы, способствующие их достижению, требуют адекватного информационного отражения и углубленного анализа при помощи системы показателей и оценочных критериев, позволяющих обосновывать и разрабатывать конкретные меры по достижению рыночного успеха.

Приоритетность сформулированных выше целей может быть по-разному обоснована в рамках существующих теорий организации бизнеса [5]. С позиций теории максимизации прибыли владельцев (Profit Maximization Theory) успех фирмы ассоциируется с рентабельной работой, увеличением прибыли и уменьшением затрат. Однако такой подход не учитывает предпринимательских рисков и изменений стоимости денег во времени. Это может привести к игнорированию более привлекательных альтернативных вариантов вложений средств.

Характерное для современного крупного бизнеса отделение функций владения от функций управления и контроля привело к появлению известной теории агентских отношений (Agency Theory), обособляющей интересы собственников и управленческого персонала компаний. Дальнейшим развитием этого направления в экономической науке стала теория заинтересованных лиц – стейкхолдеров (Stakeholder Theory), ставшая основой нового направления в аналитической работе – «бизнес-анализа», ориентированного на оценку того, как в условиях рыночных отношений деятельность хозяйствующих субъектов удовлетворяет требования различных заинтересованных лиц (стейкхолдеров) и на поиск путей лучшего выполнения этих требований. Под заинтересованными лицами понимаются любые лица или стороны, которые могут влиять на деятельность организации или сами могут оказаться под ее влиянием

(акционеры, менеджеры, работники компании, банки, покупатели и деловые партнеры, государственные органы, общественные группы). Удовлетворение требований различных групп стейкхолдеров рассматривается при этом не только в качестве критерия эффективности бизнеса, но и как гарантия снижения вероятности возникновения имущественных и общественных конфликтов в будущем [2].

Однако в странах с развитой рыночной экономикой наиболее широкое распространение получила теория максимизации благосостояния акционеров (Wealth Maximization Theory). Разработчики этой теории исходили из того, что ни объем продаж, ни прибыль, ни рентабельность, ни контролируемый сектор рынка и т.п. показатели не могут претендовать на роль обобщающего критерия эффективности с точки зрения самих предпринимателей. По их мнению, такой критерий должен основываться на прогнозировании будущих доходов собственников компании, он должен быть обоснованно измеримым, ясным и точным, он должен быть приемлем для выработки всех аспектов управленческих и инвестиционных решений. На роль такого критерия в лучшей степени подходит критерий максимизации собственного капитала компании – то есть рыночной стоимости ее обыкновенных, голосующих акций [5].

С позиций данной теории социально-экономическое развитие общества достигается посредством повышения благосостояния владельцев и акционеров многочисленных коммерческих организаций, которое обеспечивается не только прибылью этих организаций, но и в первую очередь ростом рыночной стоимости их собственности. Таким образом, должно признаваться эффективным любое управленческое решение, обеспечивающее в перспективе рост стоимости акций. Однако на практике реализация этого подхода связана со значительными проблемами ввиду слабо предсказуемого, вероятностного характера воздействия конкретных решений на изменения рыночной стоимости акций, зависящие от огромного количества внешних факторов. К тому же для значительного числа компаний, не котирующих свои акции на фондовой бирже, весьма затруднительно достоверно определить их рыночную стоимость.

Для большинства других теорий также характерна ориентация на рынок. Так, исходная идея теории рыночного анализа (Market Analysis Theory) основывается на том, что реальная стоимость котируемых на бирже акций определяется лишь сложившейся рыночной конъюнктурой и поэтому она может определяться и прогнозироваться только на основе изучения динамических тенденций изменений их цен при помощи методов технического анализа финансовых рынков. При этом технический анализ не исследует причины изменений цен, ограничиваясь фактами их движения в определённом направлении.

Сторонники технического анализа полагают, что вся информация, влияющая на цену товара, уже учтена в самой цене и объеме биржевых торгов и поэтому нет необходимости отдельно изучать зависимость цен на продаваемые активы от экономических, социальных, политических, и прочих факторов. Одной из аксиом технического анализа является то, что цены изменяются не случайным образом и их движение подчинено определенным тенденциям, а поскольку психология участников рынка предопределяет их достаточно устойчивые реакции на различные типы поведения цен, то «история неизбежно повторяется» и можно прогнозировать рыночные котировки при помощи специально разработанных стандартных моделей.

Противники такого подхода исповедуют так называемую теорию случайных блужданий или ходьбы наугад (Random Walk Theory) в соответствии с которой текущие курсы акций и цены на разнообразные производные финансовые инструменты гибко отражают всю релевантную информацию, но при этом они изменяются бессистемно и их невозможно предсказывать ни при помощи анализа статистики прошлого, ни путем разработки каких-либо прогнозов на основе дополнительно собираемой информации.

На основе теории случайных блужданий была сформулирована известная гипотеза эффективного рынка (Efficient Market Hypothesis), согласно которой вся существенная информация о факторах, воздействующих на оценку бизнеса,

при полной ее доступности для рынка, немедленно и в полной мере отражается на курсовой стоимости его акций. А сам рынок может считаться эффективным в отношении какой-либо информации, если она сразу и полностью отражается в изменении цены соответствующего финансового актива. В этом случае цена акции на конкретный момент является лучшей оценкой ее реальной внутренней стоимости и поэтому может рассматриваться как основа оценки и ее будущей цены. Но при этом принято различать три формы рыночной эффективности:

- слабая форма эффективности, когда стоимость финансового актива отражает лишь прошлую общедоступную информацию о состоянии рынка, об объемах торговли этим активом и динамике его курсовой стоимости;

- средняя форма эффективности, когда стоимость актива отражает не только прошлую, но и текущую публичную информацию, ежедневно предоставляемую в средствах массовой информации, в отчётах компаний, выступлениях представителей государства, аналитических прогнозах и т.п.;

- сильная форма эффективности, когда стоимость финансового актива полностью отражает всю информацию - прошлую, текущую публичную и внутреннюю инсайдерскую информацию, которая известна узкому кругу лиц в силу их служебного положения, или иных особых обстоятельств.

Очевидно, что в последнем случае получение сверхприбылей от спекулятивных операций на фондовом рынке в силу доступа кого-то из участников торгов к закрытой информации будет просто невозможным [5]. Очевидно и то, что нынешняя рыночная ситуация в наибольшей степени характеризуется средней формой эффективности.

С позиций экономического анализа чрезвычайно важно, что служащие основой оценки бизнеса финансовые активы, являясь в принципе обычными товарами на рынке капиталов, могут быть охарактеризованы количественно измеримыми параметрами: рыночной ценой, внутренней стоимостью, доходностью и риском.

Цена финансового актива, будучи зафиксирована на бирже, объективно существует, она официально объявляется руководителем торгов и товар по ней



в равной степени доступен любому участнику рынка. Внутренняя стоимость эмитируемых компаниями акций заранее не известна, она требует аналитического обоснования, носит расчетный характер и всегда субъективна. Но при этом с известной долей условности можно утверждать, что стоимость первична, а цена вторична, так как в условиях рынка цена стихийно формируется в ходе биржевых торгов как средняя из оценок стоимости акций, рассчитываемых участниками этих торгов – инвесторами. А каждый из инвесторов – биржевых игроков стремится оценить реальную внутреннюю стоимость покупаемых акций, надеясь купить недооцененный сегодня актив и при повышении цены с выгодой его продать. Но в любой конкретный момент времени цена на финансовый актив на конкретном рынке однозначна, а стоимость многозначна, так как зависит от числа и профессионализма участников рынка [6].

Очевидно, что все попытки оценить рыночную эффективность деятельности коммерческой организации на основе принципов технического анализа или "блужданий наугад" - это по сути варианты оценки будущего на основе последующего анализа. Подобные подходы чрезвычайно важно дополнять анализом причин изменений рыночных оценок. Для этого необходимо использовать принципы фундаментального анализа, исходя из того, что любая ценная бумага имеет внутренне присущую ей ценность, которая может быть количественно измерена и оценена. Такую оценку можно осуществлять, исчисляя дисконтированную стоимость будущих поступлений, генерируемых этой бумагой. Таким образом, приводя будущие потоки денежных средств к их нынешней стоимости, нужно двигаться от будущего к настоящему. Обоснованность такого анализа зависит от того, насколько точно можно предсказать эти поступления, проводя исследование деятельности предприятия, эмитирующего ценные бумаги. А это можно сделать, осуществляя не только привычный для нас комплексный анализ хозяйственной деятельности эмитента, но и анализируя общую ситуацию на товарном и финансовом рынках, конкурентные позиции компании, ее инновационную,

инвестиционную и дивидендную политику.

При этом выявление стоимости бизнеса требует изучения его прошлого, настоящего и будущего, применения, как частных, так и единых или обобщенных оценок. В особой мере это относится к общественно значимым коммерческим организациям, участие в которых могут принимать как юридические лица, так и многочисленные физические лица.

Как известно, Государственная дума РФ еще 26.04.2012 г. приняла в первом чтении законопроект о поправках к Гражданскому Кодексу РФ, предусматривающий градацию акционерных обществ на публичные и непубличные. Исходя из смысла предлагаемых поправок, предполагается ликвидация деления акционерных обществ на открытые и закрытые – теперь общество, предлагающее свои акции и ценные бумаги, конвертируемые в акции, неограниченному числу лиц путем открытой подписки и выпускающее их в оборот на организованном фондовом рынке на условиях, определенных законодательством о ценных бумагах, должно получать статус публичной компании. Публичным обществом должно также признаваться акционерное общество, устав и фирменное наименование которого содержит указание на то, что это общество является публичным.

Статус публичности намного повышает инвестиционную привлекательность акционерного общества и расширяет его финансовые возможности. Его акции более ликвидны, так как они обращаются на бирже, где продавцу легче найти покупателя и при этом могут быть предложены к продаже неограниченному кругу лиц, а любой покупатель может оценить компанию-эмитента по открытым источникам, информация о совершенных на организованном рынке сделках, ценах и объемах продаж полностью доступна и продавцам и покупателям. При этом рыночная стоимость акций становится важнейшим индикатором успешности рыночной деятельности их эмитентов.

Однако статус публичного общества накладывает на него и связанные с этим повышенные обязанности информирования всех заинтересованных сторон о своей деятельности и своем финансовом положении. При этом именно

показатели рыночной эффективности находятся в центре внимания ключевых стейкхолдеров публичной компании – ее акционеров и потенциальных инвесторов. Оценка такой эффективности – решающий аргумент при принятии ими экономических решений. Собственно, цель бизнеса и состоит в получении рыночного эффекта.

В рамках теории максимизации благосостояния акционеров многие исследователи считают главным критерием оценки эффективности рост собственного капитала компании – то есть рыночной стоимости ее обыкновенных, голосующих акций [5]. Однако с точки зрения акционеров (а потенциальные инвесторы – это и потенциальные акционеры) не менее важен и текущий финансовый результат их вложений в компанию – ежегодно начисляемые дивиденды. Благосостояние акционеров (а это главный побудительный мотив и для инвесторов, чтобы войти в их число) более полно может определяться их совокупной доходностью, состоящей из начисленных за год дивидендов в расчете на каждую акцию и прироста рыночной цены акции за тот же период. И первый, и второй компоненты подобного совокупного эффекта отражают успехи компании и на товарных, и на финансовых рынках. А сама эффективность с позиций акционеров может быть выражена отношением их годового совокупного дохода к стоимости акции на начало отчетного периода.

Если рассматривать рыночную эффективность как цель функционирования и развития компании с позиций ее менеджмента, то на первый план выходит годовой прирост ее рыночной стоимости и превышение этой стоимостью вложенного капитала или чистых активов баланса, а дивиденды акционерам приобретают второстепенное значение. Относительные показатели подобной эффективности могут содержать в знаменателе расчетных формул сумму собственного и долгосрочного заемного капитала или чистые активы.

В зависимости от интересов проводящих оценки стейкхолдеров или целей проводимых научных исследований могут быть построены и

использованы при анализе и другие показатели рыночной эффективности. Но сущность рыночной эффективности деятельности публичной коммерческой организации состоит в том, что она является интегральной характеристикой ее инвестиционной привлекательности, основанной на оценках фондовым рынком успешности ее операций на товарных и финансовых рынках.

#### **Библиографический список:**

1. Гражданский Кодекс Российской Федерации. Части первая, вторая, третья и четвертая. Официальный текст. – М.: Кодекс, 2013.

2. Бариленко В.И. и др. Аналитическое обеспечение реализации инновационных программ развития реального сектора экономики //РИСК: Ресурсы, информация, снабжение, конкуренция. – 2013. – № 1. С. 106-117.

3. Бариленко В.И. Роль бизнес-анализа в обосновании направлений инновационного развития // Инновационное развитие экономики. – 2012. – № 8. С. 124-131.

4. Бариленко В.И. и др. Анализ финансовой отчетности. М.: КНОРУС, 2010. – 432 с.

5. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 768 с.

6. URL: <http://ecobashedu.narod.ru/finanaliz/glava4.htm> (дата обращения: 15.01.2014)