

## *ПОНЯТИЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И МЕХАНИЗМЫ ЕГО ВОЗДЕЙСТВИЯ НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ*

**А.Э. КАСПАРЯН**

*Кубанский государственный университет, экономический факультет,  
350040, Российская Федерация, г. Краснодар, ул. Ставропольская, 149;  
электронная почта: kae95@list.ru*

Статья посвящена актуальной задаче анализа такого нефундаментального фактора, создающего стоимость бизнеса, как влияние моделей корпоративного управления на эффективность деятельности компании и на ее стоимость. Рассматривается понятие корпоративного управления, обозначена его важность и выделены важнейшие функции, проанализированы основные механизмы и модели корпоративного управления, их особенности с учетом применения в отечественной и зарубежной практике.

**Ключевые слова:** корпоративное управление, рыночная стоимость компании, акционеры, менеджмент, совет директоров.

Проблематика корпоративного управления превратилась в новое направление исследований, имеющее прямой выход на практику. Концепция стоимостного подхода к управлению (valuebasedmanagement), исходящая из задачи максимизации стоимости управляемых активов как главной цели собственников и менеджмента постепенно начинает доминировать в практике управления корпорациями.

Для российских компаний стоимостной подход также должен стать необходимым инструментом управления, так как национальные компании, пройдя этап консолидации активов, вынуждены перед лицом нарастающей глобальной конкуренции перейти в фазу повышения эффективности моделей управления и максимизации стоимости бизнеса. Разработка и совершенствование инструментария, который позволил бы собственникам и менеджерам компаний, а также консультантам правильно оценивать и планировать вклад различных факторов в стоимость компании, и адаптация его в управленческую модель представляет высокий научный и практический интерес.

С точки зрения самостоятельного теоретического направления исследований, корпоративное управление как система взаимодействующих механизмов, направленная на регулирование конфликтов интересов между различными участниками корпоративных отношений и создание, таким образом, организационной стоимости бизнеса, остается мало изученным, как в России, так и за рубежом. Такие механизмы корпоративного управления, как совет директоров, система мотивации, институциональная и правовая система, конкуренция и др., требуют дополнительного анализа в части их влияния на стоимость компаний, как в теоретическом, так и в эмпирическом плане.

Корпоративное управление – способ управления компанией, который обеспечивает справедливое и равноправное распределение результатов деятельности между всеми акционерами, а также иными заинтересованными лицами.

Корпоративное управление – комплекс мер и правил, которые помогают акционерам контролировать руководство компании и влиять на менеджмент с целью максимизации прибыли и стоимости предприятия.

Корпоративное управление – система взаимоотношений между менеджерами компании и их владельцами по вопросам обеспечения эффективности деятельности компании и защите интересов владельцев, а также других заинтересованных сторон.

Термин корпоративное управление не имеет связи с понятием управления как менеджмента. Это объясняется отсутствием исчерпывающего перевода с английского языка термина «corporate governance».

Основной вопрос корпоративного управления – минимизация конфликта между инсайдерами и аутсайдерами. Инсайдеры – менеджеры, крупные собственники – люди, имеющие доступ к управлению активами, в отличие от аутсайдеров – мелких акционеров, мелких инвесторов. Корпоративное управление – это по существу набор механизмов, призванный минимизировать эту проблему.

Корпоративное управление – это очень важный элемент создания стоимости компании наряду с оптимальной структурой капитала.

Инвестируя, аутсайдеры рассчитывают получить адекватный доход. Однако, инсайдеры, например, менеджеры, могут руководствоваться корыстными интересами и использовать средства для достижения личных целей, и тогда акционеры не заработают достаточную доходность на свои инвестиции.

Основная причина заключается в том, что инсайдеры не являются полными владельцами проектов, соответственно они не являются полными владельцами денежных потоков, и именно поэтому у них уменьшаются стимулы максимизировать стоимость компании, то есть фактически приведённую стоимость тех денежных потоков целиком. В долгосрочном периоде это отрицательно воздействует на всех, потому что если инвесторы ожидают такого поведения, то они попросят некую компенсацию – они могут не дать денег или попросят очень высокую ставку процента, если это кредиторы, или высокую цену за акцию, если это акционеры, которые покупают новые акции. То есть привлечение компанией капитала происходит на худших условиях. В результате всего этого происходит разрушение стоимости или неэффективность, которую можно поделить на две части: нет финансирования потенциально хороших проектов с NPV больше нуля (из-за того, что стоимость капитала оказывается очень высокой) и реализация неудачных проектов, разрушение стоимости компании.

Существует множество механизмов корпоративного управления. Они уникальны, и их применение во многом зависит от особенностей государства и компании, они являются реакцией на потенциальные конфликты, характерные для данной страны, для данной компании.

Среди наиболее важных механизмов выделяют:

- совет директоров компании;
- вознаграждения менеджеров;
- концентрация собственности;

- акционеры-активисты;
- враждебные поглощения.

Совет директоров должен выполнять 2 функции: консультационная – проведение при необходимости консультаций для менеджмента, защитная – контроль за соблюдением интересов акционеров. В компании с дисперсной структурой собственности важная функция – защита акционеров от менеджеров. В компании с концентрированной структурой – соблюдение баланса интересов мелких и крупных акционеров.

Проблема состоит в том, что совет директоров избирается акционерами. В фирме с контролирующим акционером существует риск зависимости совета директоров от контролирующего акционера в ущерб остальным. В фирме без контролирующего акционера – риск попадания совета директоров под влияние менеджеров. Решение проблемы – независимые директора, которые не подвержены влиянию менеджеров и крупных акционеров. Возможности директоров ограничены зависимостью от менеджеров в получении информации, совет директоров может потерять доверие менеджеров, и они перестанут предоставлять информацию, а, возможно, акционеры и менеджеры вовсе не захотят вводить независимых директоров в совет [1].

Результаты эмпирических исследований гласят, что независимые директора увеличивают стоимость компании, но есть оптимальный уровень насыщения совета директоров независимыми директорами, зависящий от характеристик компании. Требовать от всех компаний большого процента независимых директоров не оптимально. Независимые директора создают стоимость для миноритариев в компаниях с концентрированной собственностью. Этот эффект сильнее в странах со слабыми правовыми институтами[2].

Идея механизма вознаграждения состоит в том, чтобы заинтересовать менеджера в максимизации благосостояния акционеров, привязав его вознаграждение к прибыли компании, цене акций. Однако показатели работы компании зависят и от случайных факторов, находящихся вне власти

менеджера, поэтому также необходима фиксированная компонента вознаграждения и учет внешних факторов в компенсационной схеме (например, привязка вознаграждения к динамике цены акции относительно индекса отрасли)

Но рынки несовершенны, и многие, пользуясь этим, манипулируют показателями выручки, прибыли, цены акции. Поэтому размер компенсации должен устанавливаться независимым советом директоров, при этом распределяя ее на несколько лет, чтобы у менеджеров не было стимула искусственно увеличивать стоимость в краткосрочном периоде. Пример – компания Enron, в которой менеджмент был нацелен только на поддержании роста котировок. Все система стимулов была направлена на это, манипуляции с бухгалтерской отчетностью создавали видимость успешности компании. Участники финансового рынка на протяжении долгого времени верили в это. Журнал Fortune называл Enron «America's Most Innovative Company» 6 лет подряд с 1996 по 2001 г. В 2000 г. журнал Chief Executive включил Совет Директоров Enron в пятерку лучших советов директоров. Конец этому пришел, когда менеджеры продали акций на пике котировок: более \$1 млрд. за 2.5 года, зная о реальном положении дел в компании[3].

В России компенсационные схемы в виде опционов, акций применяются значительно реже, чем на развитых рынках. Причины этого в том, что рынок неликвиден, цена акции сильно зависит от внешних факторов, а контролирующие акционеры либо сами часто являются менеджерами, либо строго их контролируют. Необходимость в создании стимулов с помощью компенсации отпадает.

Механизм репутации - довольно важный механизм в странах с плохой правовой средой, где формальные механизмы могут не работать. В таких странах контролирующими собственниками решается вопрос о внедрении норм корпоративного управления. Слабая правовая среда не обеспечивает следование формальным нормам корпоративного управления. Соответственно она сдерживает потенциальный положительный эффект самоограничений, и

тогда теряется смысл их вводить. В странах с плохой правовой средой очень часто государство ведёт себя хищнически, есть некоторая склонность со стороны чиновников как-то подействовать на бизнес и попросить бизнес поделиться. Соответственно, если есть риски экспроприации, это вынуждает компании быть менее прозрачными и убивает стимулы создавать стоимость и практиковать хорошее корпоративное управление.

Акционеры-активисты – миноритарии с достаточно крупными пакетами, которые позволяют им активно воздействовать на менеджмент или на крупных акционеров компании, с тем, чтобы изменить политику компании, принять или отменить какие-то решения.

Враждебные поглощения не актуальны в России. Классические враждебные поглощения происходят в США. Враждебные поглощения – внешняя угроза, которая действует на менеджмент компании и заставляет его работать эффективнее, дисциплинирует. Если менеджмент будет работать неэффективно, стоимость компании снизится, появится потенциальный поглотитель, который поймет, что можно улучшить что-то в компании, придёт, поглотит компанию, скупит акции, и менеджер потеряет свою работу. Сам факт того, что менее эффективный менеджмент сменится на более эффективный, является элементом корпоративного управления, это процесс, который увеличивает стоимость компании (дисциплина и факт смены со стороны менеджера, если он оказался неэффективным)[5].

Подводя итог, можно сделать вывод о том, что корпоративное управление действительно создает стоимость, даже в странах с плохими институтами. Эффективность тех или иных механизмов зависит от правовой среды, развития рынка, концентрации собственности в компаниях. В странах со слабыми институтами выбор качества корпоративного управления находится в руках контролирующих акционеров. У них могут быть стимулы практиковать хорошее корпоративное управление с целью привлечения капитала. К сожалению, эти стимулы ограничены правовой средой и поведением государства.

Необходимо отметить, что отдельным ведущим публичным российским компаниям за счет совершенствования корпоративного управления и повышения прозрачности уже удалось существенным образом повысить свою рыночную капитализацию (например, ТНК-ВР, Лукойл) и привлекательность для ведущих международных портфельных и стратегических инвесторов, продемонстрировав, таким образом, реальную экономическую отдачу от улучшения практики корпоративного управления.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Блэк Б.С, Лав И., Рачинский А. Показатели корпоративного управления и рыночная стоимость компании // *Emerging Markets Review*. 2007. С. 1-34
2. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов, / Р.Брейли, С. Майерс. - М.: Олимп-Бизнес, 2010 г. – 1011 с.
3. Габдрахманов С. Корпоративные конфликты в современной России и за рубежом /С. Степанов, С. Габдрахманов. - Москва: Национальный совет по корпоративному управлению, 2011 – 140 с.
4. Ениколопов Р., Степанов С. Корпоративное управление в России // *Handbook of the Russian Economy*, Oxford University Press, 2013, С. 8-20.
5. Козырь Н.С. Подходы к определению глобальной конкурентоспособности // *Национальные интересы: приоритеты и безопасность*. 2015. № 26 (311). С. 39-52.
6. Ломакина С. А. Особенности корпоративного управления как фактора влияющего на рыночную стоимость компании // *Экономика и управление: анализ тенденций и перспектив развития*. 2013. №2. С. 60-64.

#### REFERENCES

1. Blek B.S, Lav I., Rachinskiy A. Pokazateli korporativnogo upravleniya i rynochnaya stoimost kompanii // *Emerging Markets Review*. 2007. S. 1-34
2. Breyli R. Printsipy korporativnykh finansov, / R.Breyli, S. Mayers. - M.: Olimp-Biznes, 2010 g. – 1011 s.

3. Gabdrakhmanov S. Korporativnye konflikty v sovremennoy Rossii i za rubezhom /S. Stepanov, S. Gabdrakhmanov. - Moskva: Natsionalnyy sovet po korporativnomu upravleniyu, 2011 – 140 s.

4. Enikolopov R., Stepanov S. Korporativnoe upravlenie v Rossii // Handbook of the Russian Economy, Oxford University Press, 2013, S. 8-20.

5. Kozyr N.S. Podkhody k opredeleniyu globalnoy konkurentosposobnosti // Natsionalnye interesy: priority i bezopasnost. 2015. № 26 (311). S. 39-52.

6. Lomakina S. A. Osobennosti korporativnogo upravleniya kak faktora vliyayushchego na rynochnuyu stoimost kompanii //Ekonomika i upravlenie: analiz tendentsiy i perspektiv razvitiya. 2013. №2. S. 60-64.

### *THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON THE MARKET VALUE OF THE COMPANY*

**A.E. KASPARYAN**

*Kuban State University,  
149, Stavropolskaya, st., Krasnodar, Russian Federation, 350040;  
e-mail: kae95@list.ru*

The article is devoted to the task of analyzing such non-fundamental factors, creating business value as the impact of corporate governance on the efficiency of the company and at its cost. There are discussing the concept of corporate governance, the importance of it, critical functions, analyzing the main mechanisms and models of corporate governance, especially with regard to Russian and world experience.

**Key words:** corporate governance, market value of firm, shareholders, management, board of Directors.