

ЛЕВАНОВА Л.Н.

# **ТЕОРИЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Саратовский государственный университет имени Н.Г. Чернышевского

САРАТОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ИМ. Н.Г. ЧЕРНЫШЕВСКОГО

Экономический факультет

Кафедра менеджмента и маркетинга

Леванова Л.Н.

Учебно-методическое пособие по курсу

**ТЕОРИЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Саратов 2011

**УДК 338.5(2) (470)(072.8)**

ББК 65.422

Л-34

Леванова Л.Н.

Теория корпоративного управления. Учебно-методическое пособие. - Саратов: 2011. - с. 171

ISBN

Учебно-методическое пособие подготовлено в соответствии с положениями и требованиями Государственного образовательного стандарта высшего профессионального образования, в соответствии с требованиями, предъявляемыми к подготовке специалистов по специальности «Менеджмент организации». Учебно – методическое пособие включает основные и обязательные вопросы лекций, раскрывающие теоретические и практические положения теории корпоративного управления в современных рыночных условиях, вопросы для обсуждения на семинарских занятиях, задания для самостоятельной работы студентов, предусматривающие численные расчеты, дающие студентам практические навыки оценки эффективности корпоративного управления в акционерных обществах тестовые задания для проверки знаний и подготовки к экзамену.

Для студентов специальности «Менеджмент организации».

Составитель

Кандидат экономических наук, доцент Л.Н. Леванова

Рекомендуют к печати:

Кафедра менеджмента и маркетинга Саратовского государственного университета им.  
Н.Г. Чернышевского

Кандидат экономических наук, профессор Л.И. Дорофеева

ISBN

**УДК 338.5(2) (470)(072.8)**

ББК 65.422

© Леванова Л. Н. 2009.

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>ВВЕДЕНИЕ</b>	6
<b>ГЛАВА 1. СОДЕРЖАНИЕ КОРПОРАЦИИ И ЭВОЛЮЦИЯ КОРПОРАТИВНЫХ СТРУКТУР</b>	
§ 1.1. История формирования корпоративных структур	7
§ 1.2. Понятие корпорации	10
Вопросы для обсуждения	18
Тест	18
Задания для самостоятельной работы	22
<b>ГЛАВА 2. СУЩНОСТЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ</b>	
§ 2.1. Понятие корпоративного управления	23
§ 2.2. Эволюция взглядов зарубежных исследователей на корпоративное управление	32
Вопросы для обсуждения	37
Тест	38
Задания для самостоятельной работы	40
<b>ГЛАВА 3. СИСТЕМА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ</b>	
§ 3.1. Понятие системы корпоративного управления и ее элементов	40
§ 3.2. Организационная структура управления корпорацией	47
Вопросы для обсуждения	54
Тест	54
Задания для самостоятельной работы	58
<b>ГЛАВА 4. МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ</b>	
§ 4.1. Понятие модели корпоративного управления	58
§ 4.2. Англо - американская модель корпоративного управления	59
§ 4.3. Японская модель корпоративного управления	64
§ 4.4. Германская модель корпоративного управления	67
§ 4.5. Интеграционные процессы основных моделей корпоративного управления	72
Вопросы для обсуждения	75
Тест	75
Задания для самостоятельной работы	78
<b>ГЛАВА 5. УПРАВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ</b>	
§ 5.1. Концепции управления корпоративными финансами	79
§ 5.2. Модель управления стоимостью корпорацией (Value based management (VBM))	82
§ 5.3. Обработка данных финансовой отчетности с целью	85

	принятия управленческих решений Экономическая добавленная стоимость	
§ 5.4.	Финансовая устойчивость компании Абсолютные и относительные коэффициенты устойчивости	95
§ 5.5.	Анализ деловой активности компании	101
§ 5.6.	Связь коэффициентов: методика Du-Pont	105
	Вопросы для обсуждения	106
	Тест	106
	Задания для самостоятельной работы	110
<b>ГЛАВА 6. РИСК И ДОХОДНОСТЬ</b>		
<b>СТОИМОСТЬ КОРПОРАТИВНОГО КАПИТАЛА</b>		
§ 6.1.	Соотношение риска и доходности активов	113
§ 6.2.	Стоимость заемных средств корпорации	116
§ 6.3.	Стоимость обыкновенных и привилегированных акций	120
§ 6.4.	Стоимость корпоративного капитала	124
	Вопросы для обсуждения	126
	Тест	127
	Задания для самостоятельной работы	128
<b>ГЛАВА 7. ОЦЕНКА КОРПОРАЦИИ И ЦЕННОСТНО -</b>		
<b>ОРИЕНТИРОВАННЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ</b>		
§ 7.1.	Оценка стоимости компании	135
§ 7.2.	Понятие ценностно-ориентированного менеджмента	137
	Вопросы для обсуждения	139
	Тест	139
	Задания для самостоятельной работы	141
<b>ГЛАВА 8. СИСТЕМА МОТИВАЦИИ МЕНЕДЖЕРОВ</b>		
§ 8.1.	Система «кну́та» как форма предотвращения окапывания менеджеров	143
§ 8.2.	Система «пря́ника» как форма мотивации менеджеров	146
§ 8.3.	Количественный анализ мотивации менеджеров	
§ 8.4.	Сравнительная характеристика систем мотивации менеджеров в моделях корпоративного управления	
	Вопросы для обсуждения	149
	Тест	150
	Задания для самостоятельной работы	151
<b>ГЛАВА 9. УПРАВЛЕНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКОЙ В КОМПАНИИ</b>		
§ 9.1.	Сущность оптимальной дивидендной политики. Теория иррелевантности дивидендов. Теория «синицы в руках».	151

	Теория налоговых предпочтений	
§ 9.2.	Свойства дивидендной политики	154
§ 9.3.	Формирование дивидендной политики исходя из планового коэффициента выплаты дивидендов (модель выплаты дивидендов по остаточному принципу)	156
§ 9.4.	Процедура выплаты дивидендов	157
§ 9.5.	Факторы дивидендной политики	158
§ 9.6.	Выплата дивидендов акциями и дробление акций. Программы реинвестирования дивидендов	160
§ 9.7.	Выкуп собственных акций	162
	Вопросы для обсуждения	164
	Тест	165
	Задания для самостоятельной работы	168

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

170

## ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время термин «корпоративное управление» (corporate governance) широко применяется на практике, что связано с повышением сложности и масштабности задач управления, особенно на крупных предприятиях и на уровне групп компаний. Вопросы корпоративного управления наиболее актуальны для предприятий, находящихся в собственности одной группы людей (акционеров), но при этом непосредственно управляемых другими людьми (директорами и менеджерами), так как данная ситуация порождает проблему доверия менеджерам со стороны собственников.

Корпоративное управление – это дисциплина, которая прошла только первичный этап формирования в отечественной системе экономического образования, поэтому отсутствие четкого понимания предмета дисциплины «Корпоративное управление» в деловом и научном сообществе приводит к спорным ситуациям. Одни считают, что корпоративное управление – исключительно правовой вопрос, другие не понимают роли дисциплины в системе подготовки специалистов и ее отличие от общих курсов управления организацией и менеджмента.

Подробное изучение основных западных источников показывает, что и там как таковая целостная теория отсутствует. Есть лишь отдельные фрагменты, эклектично складывающиеся в некий набор материалов, имеющих описательный характер реализации вопросов корпоративного управления в отдельных компаниях, причем, как правило, без описания условий и особенностей. Часто это конфликты между участниками корпоративных отношений без достаточной для детального анализа формализации условий их возникновения. Данная ситуация объясняется тем, что вопросы корпоративного управления активно начали обсуждаться деловым и научным сообществом не так давно - примерно с середины 80-х годов прошлого века. Кодексы корпоративного управления стали появляться в 90-х годах, а Кодекс корпоративного управления ОЭСР, давший старт широкому движению по подготовке национальных кодексов корпоративного управления, появился в 1999 г.

Поэтому надеяться на то, что на Западе уже решены все вопросы не приходится - эта область знаний еще очень молода и, по-видимому, придется национальные проблемы России решать самостоятельно с учетом опыта компаний и правительственных программ и законодательств в области корпоративного управления других стран. Необходимо также оформить отдельные разрозненные теоретические изыскания в данной области в законченную теорию корпоративного управления, которая позволит не только выявить и объяснить происходящие в корпорациях процессы и явления, конфликтные ситуации и противоречия, но и спрогнозировать их, а также разрешить и минимизировать корпоративные риски. А как следствие, приведет к востребованности данной области знаний деловым сообществом и научным миром.

По мнению ряда ученых, сегодня нет теории корпоративного управления.<sup>1</sup> Ее формирование надо начинать с создания понятийного аппарата терминов, которые существуют в корпоративном управлении и обозначают конкретные понятия, а также с добавления новых терминов, позволяющих сформировать целостную систему корпоративного управления. К таким терминам следует отнести: «контроль», «влияние», «ресурсы», «распределение ресурсов», «корпорация», «стейкхолдеры», «совет директоров».

## **ГЛАВА 1. СОДЕРЖАНИЕ КОРПОРАЦИИ И ЭВОЛЮЦИЯ КОРПОРАТИВНЫХ СТРУКТУР**

### **§1.1. История формирования корпоративных структур**

Одним из важнейших нововведений капитализма является акционерное общество (корпорация),<sup>2</sup> становление которого — результат развития предпринимательства в течение нескольких веков. По мере увеличения масштабов производственной деятельности и расширения торговли возникла объективная потребность в привлечении больших капиталов и организации новых, более совершенных форм бизнеса. Капиталы и структура управления существовавших товариществ и обществ с ограниченной ответственностью не позволяли развивать крупные производства на новом технологическом уровне, так как в них присутствовала проблема дополнительного финансирования. Собственных средств общества оказывается недостаточно, а обращение к заемному капиталу имеет свои ограничения: либо кредиторы отказываются предоставлять новые займы, считая риски чрезмерно высокими, либо для заемщика их цена оказывается неприемлемой.

В результате отделением владения капиталом от управления им и использованием принципа ограниченной ответственности (возможность для инвесторов рисковать только своим вкладом) был создан институт

---

<sup>1</sup> Структура научной теории предусматривает следующие элементы:

- Понятийный аппарат – набор терминов, который позволяет называть своими именами любые объекты и процессы при объяснении явлений в рассматриваемой предметной области. Это язык, на котором разговаривают специалисты.
- Аксиоматическая база – набор принципов и аксиом, которые положены в основу теории.
- Формализованные закономерности – описывают взаимодействие объектов и протекание процессов в предметной области. Их знание позволяет прогнозировать развитие событий.
- Математический аппарат – позволяет рассчитывать функционирование системы.

<sup>2</sup> Понятие корпорация не имеет официального оформления в России, где нет его единого понимания. Чаще всего этот термин используется для обозначения хозяйствующего субъекта, образованного несколькими физическими и юридическими лицами путем объединения капиталов. В основном понятие «корпорация» отождествляется с понятием «акционерное общество».



акционерной формы собственности, который способствовал быстрому росту экономики, развитию научно-технического прогресса, возникновению крупного производства, получению дополнительного капитала для развития бизнеса за счет эмиссии акций.

История формирования корпораций началась еще в Средние века<sup>3</sup>. Многие исследователи считают первым акционерным обществом Генуэзский банк Святого Георгия, созданный в начале XV в. При его организации были использованы принципы, лежащие в основе современного акционерного общества. Высшим органом управления являлось собрание участников, которое проводилось один раз в год. Решения на собрании принимались общим голосованием. Функции исполнительного органа выполнял совет протекторов, который избирала особая коллегия. Совет протекторов подчинялся общему собранию участников. Капитал банка был разделен на равные доли, которые имели свободное обращение. Участникам банка на их доли начислялись и выплачивались проценты, размер которых зависел от полученного дохода.

Генуэзский банк стал образцом организации бизнеса для колониальных компаний, которые получили свое развитие в дальнейшем. Первые такие компании появились в XVI в. в Голландии и Англии, странах наиболее активно проводивших колониальную политику по отношению к новым землям. Освоение колоний требовало значительных финансовых средств, которых у правительств не было. Объединение частных капиталов и государственная поддержка позволили создать эффективный экономический инструмент освоения новых рынков. Появилось более 60 колониальных компаний (Ост-Индские и Вест-Индские в Великобритании, Голландии, Франции), дивиденды которых на вложенный капитал доходили до 300%. В процессе создания и роста числа этих компаний были сформированы организационные и правовые основы акционерного общества.

В начале XVIII в. в Европе началось интенсивное развитие акционерной формы собственности, которое продолжалось до конца века. Появилось достаточно большое количество мошенников и авантюристов, которые увидели в этом источник быстрого и простого обогащения. Отсутствие опыта государственного регулирования и саморегулирования компаний привело к значительным проблемам в экономике ряда европейских государств. Однако волна банкротств не подорвала доверия к идее корпорации. Такая форма собственности была наиболее распространена в сфере банковского дела и строительства. Несмотря на то, что первые корпорации имели сотни акционеров, большинство из них оставались компаниями закрытого типа.

В начале XIX в. на основе европейского опыта начинают создаваться корпорации в Северной Америке, причем с 1815 г. развитие этой формы бизнеса идет быстрыми темпами. В этот период насчитываются уже сотни

---

<sup>3</sup> Дементьева А.Г. Эволюция корпоративных структур и система корпоративного управления. // Менеджмент сегодня., 2008, №1. С.3.

корпораций в разных отраслях, а банки становятся активными участниками инвестиционной деятельности.

Создание и функционирование первых акционерных обществ потребовали не только повышения эффективности их деятельности и совершенствования системы управления, но и разработки механизмов и инфраструктуры управления рынком акций. В 1817 г. была основана Нью-Йоркская фондовая биржа. В 1844 г. в Великобритании был принят первый закон, запрещающий незарегистрированным компаниям выпускать акции. В США формируется специальное законодательство, упростившее процедуру регистрации корпораций. Развитие законодательной базы и появление фондового рынка способствовало дальнейшему развитию акционерной собственности.

В начале XX в. быстрое формирование финансовых рынков резко изменило характер деятельности многих американских корпораций. Акционерная собственность стала более раздробленной, во многих компаниях доля крупных акционеров не превышала 10%. К 1930-м гг. практически сформировался класс менеджеров и произошел переход к управлению корпорациями на профессиональной основе.

В России первые акции были выпущены Московской английской компанией в 1553 г. Английское правительство предоставило этому объединению купцов монопольное право торговли с Московским государством. Компания вела торговлю беспошлинно и использовала английские монеты. К середине XVII в. через нее действовали практически все иностранные купцы.

В XVIII в. Петр Великий пытался организовать подобные компании в России, но более консервативное купечество не поддержало его инициативу. При Екатерине II в 1762 г. был создан акционерный эмиссионный банк, а в 1767 г. — Нижегородская компания со свободным обращением акций. Наиболее известным обществом, успешно осуществлявшим свою деятельность по образцу западных колониальных компаний, была Российско-Американская компания, учрежденная в 1799 г. Ее уставной фонд составлял 724 тыс. руб. и был разделен на 724 акции. Пользуясь покровительством российского правительства, компания занималась промыслом и продажей ценных мехов. Для первых акционерных обществ были характерны следующие черты. При их учреждении создавался уставной капитал, разделенный на равные доли (акции). Внесенный участником вклад не мог быть востребован обратно. Акции свободно обращались на рынке, их приобретение не только предоставляло акционеру право на получение дивидендов, но и обязывало его вносить дополнительные взносы.

Российское законодательство в данной области формировалось постепенно на основе императорских указов. Одним из первых документов явился Указ Александра I от 1802 г. о введении принципа ограниченной в пределах стоимости вклада ответственности акционеров по долгам компании. С 1807 г. учреждение акционерных обществ регулируется специальным манифестом «О дарованных купечеству выгодах, отличиях,

преимуществах, новых способах к распространению и усилению торговых предприятий». В манифесте были выделены три формы хозяйствования: товарищество на вере, полное товарищество и товарищество по участкам. Последнее и представляло собой акционерное общество. Впоследствии данный манифест вошел в Свод законов Российской империи и Торговый устав, где был выделен в отдельную главу о «О торговом товариществе».

Позже, в 1836 г. было принято Положение о компаниях на акциях, содержащее ряд обязательных требований к их уставу: в нем должны оговариваться размер складочного капитала, порядок распределения акций, отчетность, права и обязанности акционеров, распределение дивидендов, порядок закрытия и ликвидации компаний. Положение допускало выпуск и обращение только именных акций.

Переход России на капиталистический путь развития способствовал появлению большого количества коммерческих структур. Ведущее место среди них заняли акционерные общества. Акционерные общества и товарищества создавались практически во всех отраслях промышленности. Этот процесс сопровождался быстрым формированием рынка ценных бумаг. К началу XX в. в России действовало 1,3 тыс. акционерных обществ, на долю которых приходилось 2/3 объема всей промышленной продукции. В этот период по темпам промышленного развития страна вышла на первое место в Европе и на второе место в мире после США. В 1917 г. Временное правительство своим постановлением отменило все действующие нормативные акты в области учреждения и функционирования акционерных обществ. А после октябрьской революции все акционерные предприятия были национализированы. Некоторое оживление их деятельности наблюдалось в годы НЭПа (1921-1926 гг.).

Возрождение частной инициативы в России началось только в 1990-х гг. В 1990 г. были приняты законы «О собственности в РСФСР» и «О предприятиях и предпринимательской деятельности», что положило начало развитию рыночных отношений и предпринимательской деятельности. Начатые в этот период преобразования экономики имели задачу некоторого перераспределения прав собственности от государства к частным лицам. В результате проведения приватизации доминирующей формой организации бизнеса стало акционерное общество. Было сформировано акционерное законодательство РФ, начал функционировать рынок ценных бумаг.

## **§1.2. Понятие корпорации**

Как показывает опыт развитых стран, основную роль в экономической жизни страны играют корпорации, производя до 90% всего объема промышленной продукции. Несмотря на небольшую долю в общем числе фирм, объем получаемой ими прибыли достаточно высокий. Так, например, 76% компаний США представляют единоличные предприятия, получающие 17% прибыли, 8% товарищества - с 5% прибыли, а 16% всех компаний – это

корпорации, на долю которых приходится 78% прибыли<sup>4</sup>. На долю 100 крупнейших компаний приходится до 60% ВВП США, 45% занятых, 60% инвестиций. Совокупный годовой объем продаж 6 крупнейших корпоративных объединений Японии, таких как «Мицубиси», «Мицуи», «Сумитомо», «Дай Ити Кангин», «Фуэ», «Санва», составляет до 15% ВВП. По мнению специалистов, под их контролем находится около 50% промышленных активов страны.<sup>5</sup>

Слово «корпорация» (лат. corporatio) означает объединение, общество, союз. Первоначально, на заре древнеримского общества, corporatio означало компактное совместное проживание людей или же группу лиц (часто земляков), объединенных общностью профессиональных или сословных интересов<sup>6</sup>.

С правовых позиций не всякая компания (фирма) является корпорацией. Корпорация — это прежде всего коммерческое юридическое лицо в организационно-правовой форме общества. В российском законодательстве ближе всего к определениям корпорации, распространенным в зарубежном праве, подходит определение «открытое акционерное общество», деятельность которого регламентируется Федеральным законом «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208 –ФЗ.<sup>7</sup>

Термин «корпорация» имеет несколько значений, наибольшее распространение среди них получили два — правовое и социальное. Правовое значение термина «корпорация» может выражаться в широком и узком смысле этого слова. В широком смысле слова корпорация — это любое юридическое лицо, в котором присутствуют отношения членства (участия). В узком смысле корпорация — это юридическое лицо, в отношении которого его участники имеют обязательственные права, это коммерческая организация с разделенным на доли учредителей (участников) уставным капиталом; юридическое лицо, в котором имущество, созданное за счет вкладов учредителей или произведенное (приобретенное), принадлежит ему на праве собственности.

<sup>4</sup> Дементьева А.Г. Эволюция корпоративных структур и система корпоративного управления. // Менеджмент сегодня, 2008, №1. С.6.

<sup>5</sup> Кукура С.П. Теория корпоративного управления. М.: ЗАО Изд-во «Экономика», 2004. С.55.

<sup>6</sup> Николаев В. Институциональная среда корпоративного экономического развития муниципальных сообществ. // Гос. служба. 2003., №6. С.102.

<sup>7</sup> В правовой терминологии США и ряда других стран корпорация — понятие очень широкое, означающее фактически любую организацию. Корпорация рассматривается юридически как единое целое и может выступать участником в гражданском обороте. Корпорация может владеть собственностью, иметь долги, возбуждать дело в суде или преследоваться по суду. Три основных особенности корпорации по-американски, это: ограниченная ответственность (она отвечает по обязательствам собственным имуществом), простой переход права владения при продаже акций, оговоренный период существования (может быть неограниченны).

Социальный аспект корпорации заключается в том, что лица и организации, составляющие в совокупности организацию – собственники, менеджеры, наемные работники, поставщики, потребители представляют собой спаянное общим интересом социально-экономическое образование. Каждый из них в той или иной форме и степени принимает участие в решении общих для корпорации задач и для них характерны тесные производственные и личностные связи. Причем, преследуя свои личные цели, участники корпоративных отношений не должны нарушать конгруэнтность целей корпорации.

Таким образом, корпорация представляет собой фирму, имеющую форму юридического лица, где ответственность каждого собственника ограничена его вкладом в акционерный капитал. Собственность фирмы «распылена» между акционерами в виде акций, дающих право акционерам получать соответствующую долю прибыли, называемую дивидендом. Соответственно, держатели акций рискуют только той суммой, которую они заплатили при покупке акций (облигаций), а кредиторы предъявляют иск к корпорации в целом, но не к акционерам как частным лицам, что отражает право ограниченной ответственности.<sup>8</sup>

Корпорация существует независимо от ее владельцев. Если акционеры не удовлетворены проводимой политикой и стратегией, они вправе продать акции, но, как правило, не в состоянии ликвидировать компанию как таковую. Поэтому корпорации характеризуются стабильностью, то есть сохраняют свои специфические ресурсы независимо от воли и желания отдельных акционеров.

Корпорация — это организация с четкой организационной структурой и наличием системы органов корпоративного управления. Объединенный капитал акционерных обществ предполагает наделение собственников только определенным кругом полномочий – подбор управленческой команды и контроль за распоряжением собственностью. Наемному менеджеру делегируются полномочия по распоряжению текущими финансовыми потоками и управлению активами, данные полномочия менеджеры должны реализовывать в интересах собственника. Собственник получает право на остаточный доход, размер которого в определенной степени зависит от работы наемного менеджера. Фирма в этой системе выступает нерыночной сферой, в которой на основе предварительно заключенных на рынке контрактов все участники связаны отношениями господства подчинения.

Акционеры выступают высшими управляющими корпорации посредством общего собрания акционеров, которое избирает совет директоров, осуществляющий руководство компанией. Высший менеджмент

---

<sup>8</sup> Согласно ст. 2 ФЗ «Об акционерных обществах» (далее — Закон об АО) акционерным обществом признается коммерческая организация, уставный капитал которой разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательственные права участников общества (акционеров) по отношению к обществу

действует в рамках принятого акционерного законодательства и социальной ответственности перед обществом.

«Корпорация – это объединение юридических лиц – хозяйствующих субъектов – в организацию, представляющую собой структурированную группу членов – участников, вступающих в согласованные и скоординированные организационно-экономические и управленческие отношения по поводу формирования и использования акционерной собственности для достижения желаемого результата как синергетического эффекта интеграционного взаимодействия.»<sup>9</sup>

Таким образом, современные корпорации представляют чрезвычайно сложные структуры, в которых вынужденно должно происходить согласование интересов множества групп индивидуумов. Эти группы включают в себя различные категории лиц: акционеров компании, потребителей ее продукции и (или) услуг, поставщиков, кредиторов, государственные органы, имеющие отношение к регулированию деятельности корпорации, профсоюзы работников компании, общественные организации, напрямую не связанные с корпорацией – общества защиты прав потребителей, экологические организации. Возникающие при этом взаимные обязательства, формализованные в договорах, или не носящие формально юридического характера, создают в совокупности определенный объем обязательств, из которых складывается социальная ответственность корпорации.

Преимуществами корпорации (акционерного общества) являются:

- Акционерное общество позволяет мобилизовать путем выпуска акций значительный объем денежных средств в короткие сроки, что делает эту форму незаменимой для массового крупномасштабного производства. Верхние пределы уставного капитала и количества акционеров законодательно не определены, что позволяет объединить практически неограниченное число вкладчиков.
- Посредством привлечения больших объемов капитала корпорациям доступно широкое внедрение достижений научно - технического прогресса.
- Корпорации располагают широкими возможностями для снижения издержек на единицу продукции, создания достаточно больших запасов сырья и товаров, получения кратко- и долгосрочных кредитов под приемлемые проценты, организации крупного диверсифицированного инновационного производства.
- Открытость корпорации для участников рынка предоставляют возможности для привлечения капитала посредством не только выпуска акций, но и различных долговых ценных бумаг.
- Имущество акционерного общества полностью обособлено от имущества акционеров. Акционер сам определяет приемлемый для него уровень риска и в случае банкротства теряет лишь тот капитал,

<sup>9</sup> Динамика корпоративного развития. / Под ред. А.И. Татаркина. М., 2004. С.35.

который вложил в акции.

- Выбытие из общества любого из акционеров не влечет за собой прекращения деятельности общества, и поэтому, имея потенциально неограниченный срок существования, оно функционирует намного дольше по сравнению с другими видами предпринимательской деятельности.
- Управление объединенными капиталами осуществляется на профессиональной основе.

Заметим, что страны с развитыми рынками располагают достаточно высоким внутренним инвестиционным потенциалом и инфраструктурой, дающей возможность быстро привлекать имеющиеся на рынке средства в акционерный капитал компании. Однако в Западной Европе достаточно большое число частных собственников не прибегают к публичному размещению акций. Это связано с недостатками акционирования с позиций самого акционерного общества.

К недостаткам корпорация можно отнести следующие аспекты:

- Чрезмерная концентрация капитала чревата усилением экономической власти корпораций на отраслевых рынках и их монополизации со всеми вытекающими отрицательными последствиями. Корпорации, нередко прибегают к практике подавления конкуренции, вытеснения с рынка более мелких конкурентов, а также злоупотребления своей рыночной властью.
- Открытость и прозрачность акционерного общества, обязанность публиковать всю финансовую отчетность требуют значительных усилий для сохранения его конкурентоспособности.
- Отделение собственности на капитал от управления им создает риски, связанные с необходимостью обеспечить эффективный контроль за наемным менеджментом со стороны собственников. Профессиональное управление часто приводит к конфликтам, влияющим на курс акций и благосостояние собственников. Стремясь к личному обогащению, высшие менеджеры могут участвовать в чрезвычайно рискованных операциях, иногда идти на злоупотребления властью (махинации с ценными бумагами, перелив капитала в дочерние компании) или наоборот проявлять «организационную слабость». Кроме того, мелкие и средние акционеры обычно не обладают необходимой и достаточной информацией для осуществления действенного контроля.
- Усложняется процесс принятия решений в компании. По стратегическим вопросам менеджмент должен получить одобрение совета директоров и акционеров, что требует созыва собрания.
- Свободное обращение акций компании создает возможность ее поглощения или смены контроля над ней.
- Выход на публичный рынок требует значительных денежных затрат. При принятии решения о первичном размещении акций (Initial Public Offering - IPO) компания должна следовать всем требованиям листинга,

принятым биржевой площадкой, на которой планируется проведение операции.<sup>10</sup>

Выход на международный фондовый рынок требует еще больших финансовых и временных затрат, так подготовка и размещение акций на Нью-Йоркской фондовой бирже займет более года<sup>11</sup>. Выход на зарубежные рынки капитала разрешается Федеральной службой по финансовым рынкам только тем компаниям, чьи ценные бумаги уже прошли листинг в России (Постановление ФКЦБ от 01.03.2003).

- Для включения в котировальный список любой биржевой площадки от компаний-эмитентов требуется соответствие не только количественным, но и качественным показателям. Каждая компания должна соблюдать определенные требования, как правило, касающиеся открытости информации о финансовой и хозяйственной деятельности, принятия внутренних документов, регламентирующих работу высшего уровня управления и самой компании, а также кодекса корпоративного поведения. Следовательно, условием успешного размещения акций является внедрение надлежащей системы корпоративного управления, несмотря на то, что внедрение данной практики влечет за собой зачастую перестройку всей системы управления.

<sup>10</sup> К требованиям листинга акций котировальных листов A1 Российской торговой системы (РТС), являющейся одной из крупнейших российских бирж относятся:

1. владение одним лицом и его аффилированными лицами не более 75% от общего количества акций;
2. отсутствие убытков по итогам деятельности компании за два последних года;
3. капитализация обыкновенных акций в объеме 10 млрд руб.;
4. наличие годовой финансовой отчетности по стандартам (IAS или US GAAP ) вместе с аудиторским заключением в отношении указанной отчетности на русском языке;
5. трехлетний минимальный срок существования эмитента;
6. соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения, предусмотренных правилами листинга.

<sup>11</sup> Нью-Йоркская фондовая биржа предъявляет следующие требования для прохождения листинга акций и депозитарных расписок иностранной компании:

1. суммарная прибыль компании до налогообложения либо ее оборотный капитал за последние три года должны составлять не менее \$100 млн;
2. рыночная капитализация не должна быть меньше \$500 млн;
3. подготовка и размещение ценных бумаг осуществляются консультантом и андеррайтером (как правило, за 5-7% от объема выпуска), кроме того, необходимо заплатить юристам, аудиторам, PR-агентствам около \$5-6 млн. Так, например, для привлечения нового капитала выпуск расписок самого престижного третьего уровня на \$70 млн. означает расходы примерно в \$8,5-11,4 млн.

Требования для регистрации (листинга) акций и депозитарных расписок на Лондонской фондовой бирже менее жесткие:

1. позитивная история торговли ценными бумагами компании в течение трех лет;
2. капитализация не менее \$1 млн;
3. публичное обращение 25% общего объема предлагаемых ценных бумаг (акции, депозитарные расписки);
4. подготовка и размещение ценных бумаг специальным консультантом.



- После размещения акций компания должна обеспечить поддержание приемлемого курса акций и выплату дивидендов, размер которых может достигать 80% чистой прибыли. В конкурентной борьбе за инвесторов компания вынуждена предлагать акционерам более привлекательные условия. Постоянная невыплата дивидендов может привести к утрате ею возможности дальнейшего размещения акций и падению их курса.

Корпорация может выступать в форме, как отдельного крупного предприятия, так и объединения нескольких предприятий или объединения акционерных обществ, например, холдинговой компании. По мнению ряда авторов, «на первых порах корпорация соответствовала понятию крупного акционерного общества (АО) как объединения вкладчиков капитала - акционеров. В настоящее время это ближе к объединению акционерных обществ и других фирм различных сфер деятельности: промышленной, коммерческой, научно-технической, маркетинговой и др.»<sup>12</sup>

Согласно ст. 7 ФЗ «Об акционерных обществах» АО может быть открытым или закрытым, что отражается в его уставе и фирменном наименовании.<sup>13</sup>

Открытое общество вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции и осуществлять их свободную продажу, а в определенных случаях — и закрытую подписку на акции. Число акционеров открытого общества не ограничено. В открытом обществе не допускается установление преимущественного права общества или его акционеров на приобретение акций, отчуждаемых акционерами этого общества. С точки зрения законодательства о ценных бумагах ОАО можно подразделить на два вида: общества, эмиссия и (или) обращение акций которых требует утверждения проспекта ценных бумаг, и общества, эмиссия и (или) обращение акций которых не требует утверждения такового.<sup>14</sup>

Достоинствами открытых структур (ОАО) являются:

- легкий порядок входа и выхода из бизнеса;
- возможность предложения акций ОАО для продажи неограниченному кругу потенциальных инвесторов, что повышает цену их покупки и общий размер инвестиций;
- построение развернутой системы корпоративного управления позволяет акционерам (в особенности владельцам крупных пакетов акций) дистанцироваться от решения текущих хозяйственных задач, передать их решение в руки профессиональных менеджеров, оставив за собой контроль и выработку стратегических решений.

<sup>12</sup> Страхова Л.П., Бартенев А.Е. Корпоративные образования в современной экономике. // Менеджмент в России и за рубежом. 2000. №6.

<sup>13</sup> Утверждение проспекта ценных бумаг необходимо при: проведении открытой подписки на акции; осуществлении закрытой подписки среди круга лиц, превышающего 500; публичном обращении эмиссионных ценных бумаг.

<sup>14</sup> К открытым структурам в полной мере можно отнести лишь ОАО, к закрытым — ООО и ЗАО.

Общество, акции которого распределяются только среди его учредителей или иного, заранее определенного круга лиц, признается закрытым обществом. Такое общество не вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции либо иным образом предлагать их для приобретения неограниченному кругу лиц. Число акционеров закрытого общества не должно превышать 50.

Закрытые структуры отличаются следующими особенностями:

- акции (доли, паи) распространяются среди ограниченного круга лиц;
- передача акций (долей, паев) третьим лицам производится в особом порядке; действующие участники обладают так называемым преимущественным правом на приобретение этих акций (долей, паев) по цене предложения третьему лицу пропорционально количеству акций, принадлежащих каждому из них, если уставом общества не предусмотрен иной порядок осуществления данного права.
- существует упрощенная система корпоративного управления, может отсутствовать совет директоров.

Недостатками закрытых структур являются:

- сложный порядок реализации акций и долей в пользу третьих лиц ставит проблему источников финансирования, которая решается либо за счет собственных средств, в том числе средств участников (акционеров), либо за счет заемного капитала.
- замкнутость таких организаций порождает так называемую проблему двухсторонней монополии, суть которой состоит в том, что участник (акционер), выходящий из общества, может диктовать достаточно высокую цену за свои акции (доли), но в случае отказа общества от их приобретения сторонний покупатель неизбежно (при вхождении в общество) столкнется с оппозицией со стороны оставшихся в обществе участников.
- неразвитость системы корпоративного управления, как правило, позволяет менеджерам закрытой компании практически полностью игнорировать интересы участников (акционеров, собственников). Особенно это проявляется в ООО — если в такой организации не создан совет директоров, то генеральный директор фактически единолично управляет компанией, совмещая функции руководителя и органа корпоративного управления (обладает правом созыва общего собрания, выработки повестки дня, осуществляет хранение протоколов и иных документов).

Значительная часть компаний в России существует в виде так называемых закрытых компаний. Что подтверждается рядом исследований. Среди них следует отметить совместное российско-японское исследование «Корпоративное управление и интеграционные процессы в российской экономике», основанное на опросе топ - менеджеров порядка 800 российских компаний, обосновывающее распространенность в России закрытой формы акционерного общества (АО). Статистические данные, размещенные на

официальном сайте ФНС РФ, свидетельствуют, что количественно ООО и ОДО на 1.01.2005 составило 1327320 по сравнению с акционерными обществами (ЗАО и АОА) 163583. По другим данным, число действующих юридических лиц по состоянию на 1 июня 2006 г. составило 3,7 млн, из них 85% — общества с ограниченной ответственностью и 8,2% — акционерные общества.<sup>15</sup>

По мнению Председателя комитета Госдумы по собственности В. Плескачевского, более 96% предприятий, функционирующих в организационно-правовой форме открытого акционерного общества, существуют в этой форме необоснованно, поскольку не отвечают стандартам прозрачности компании и информационной открытости. По меркам фондовых рынков США, ЕС и Японии ситуация, когда лишь 0,1% формально публичных компаний дают 98% капитализации рынка, позволяет считать рынок неустойчивым. В результате такая ситуация затрудняет привлечение капитала, особенно долгосрочные вложения.<sup>16</sup>

### **Вопросы для обсуждения:**

1. В чем принципиальное отличие некорпоративной и корпоративной форм ведения бизнеса?
2. Каковы предпосылки развития акционерной формы собственности? С какими ограничениями они связаны?
3. Каковы особенности формирования корпоративных структур в Европе, США, России?
4. В чем заключается юридический подход к сущности корпорации?
5. В чем заключается социальный подход к сущности корпорации? Как вы понимаете выражение «конгруэнтность целей»? В чем заключается социальная ответственность корпорации?
6. Каковы преимущества акционерной формы собственности?
7. Каковы недостатки акционерной формы собственности?
8. В чем отличие открытых и закрытых акционерных обществ?
9. Каковы недостатки закрытых акционерных обществ?

### **Тест:**

1. Достоинствами индивидуального производства является:
  - а) простота организации работы фирмы; свобода действий владельца фирмы; сильная экономическая мотивация — получение всей прибыли владельцем фирмы;
  - б) получаемый результат делится между учредителями в соответствии с их долями в капитале — паями;

<sup>15</sup> Беляков В.Г. Закрытое акционерное общества и общество с ограниченной ответственностью — две формы ведения бизнеса: опыт сравнительного анализа.// Вестник Санкт - Петербургского университета. Серия 8 — Менеджмент. 2008. №2. С.60.

<sup>16</sup> Там же. С.62.

- с) предприниматель не рискует своим имуществом.
2. Недостатками некооперированной формы организации бизнеса является:
- а) ограниченная ответственность собственника перед всеми субъектами;
  - б) риск потери всего имущества;
  - с) неограниченность в финансовых и материальных ресурсах.
3. С точки зрения предпринимательских рисков максимальный риск характерен для корпоративных структур:
- а) закрытое акционерное общество;
  - б) открытое акционерное общество
  - с) полное товарищество.
4. С точки зрения предпринимательских рисков минимальный риск характерен для корпоративных структур:
- а) закрытое акционерное общество;
  - б) открытое акционерное общество;
  - с) общество с ограниченной ответственности.
5. Корпоративная форма бизнеса, учрежденная одним или несколькими лицами, уставный капитал которого разделен на доли учредительными документами, участники которого не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью, в пределах стоимости внесенных ими вкладов является:
- а) обществом с ограниченной ответственностью;
  - б) полным товариществом;
  - с) производственным кооперативом.
6. Предпосылками развития акционерной формы собственности являются:
- а) право каждого участника в любое время выйти из общества независимо от согласия других его участников;
  - б) использование участниками общества преимущественного права покупки доли (части доли) участника общества по цене предложения третьему лицу;
  - с) возникновение крупного производства на основе научно-технических достижений и необходимость получения дополнительного капитала для развития бизнеса.
7. Первыми акционерными обществами считается:
- а) Генуэзский банк Святого Георгия;
  - б) колониальные компании Великобритании, Голландии, Франции;
  - с) корпорации в Северной Америке.

8. Развитию акционерной собственности в XIX в. способствовало:
  - a) развитие сферы банковского дела и строительства;
  - b) развитие законодательной базы и появление фондового рынка;
  - c) развитие частной собственности.
9. В капиталистических странах сформировался класс менеджеров и произошел переход к управлению корпорациями на профессиональной основе:
  - a) в XIX в.;
  - b) к 1930-м гг.;
  - c) к концу XX в.
10. В России первые акции были выпущены:
  - a) Московской английской компанией в 1553 г.;
  - b) в XVIII в. при Петре Великом;
  - c) При Екатерине II в 1762 г..
11. Правовое значение термина «корпорация» в широком смысле слова означает:
  - a) корпорация — коммерческая организация с разделенным на доли учредителей уставным капиталом; юридическое лицо, в котором имущество принадлежит ему на праве собственности.
  - b) корпорация — это любое юридическое лицо, в котором присутствуют отношения членства (участия);
  - c) каждый из участников в той или иной форме и степени принимает участие в решении общих для корпорации задач и для них характерны тесные производственные и личностные связи.
12. Трактовка корпорации как «лица и организации, составляющие в совокупности организацию — собственники, менеджеры, наемные работники, поставщики, потребители, представляющие собой спаянное общим интересом социально-экономическое образование» можно рассматривать как:
  - a) правовое значение термина «корпорация» в широком смысле слова;
  - b) правовое значение термина «корпорация» в узком смысле слова;
  - c) социальный аспект корпорации.
13. Если держатели акций рискуют только той суммой, которую они заплатили при покупке акций (облигаций), а кредиторы предъявляют иск к корпорации в целом, но не к акционерам как частным лицам, то это отражает право:
  - a) ограниченной ответственности;

- b) ограниченной ответственности;
  - c) полной ответственности.
14. Факт, что наемному менеджеру делегируются полномочия по распоряжению текущими финансовыми потоками и управлению активами, а собственник наделяется только определенным кругом полномочий, отражает факт того, что
- a) фирма в этой системе выступает сферой рыночных отношений;
  - b) фирма в этой системе выступает нерыночной сферой;
  - c) фирма в этой системе выступает организацией с жесткой структурой управления.
15. Высшими управляющими корпорации выступают:
- a) акционеры посредством общего собрания акционеров;
  - b) совет директоров,
  - c) топ-менеджмент корпорации.
16. Факт того, что имущество акционерного общества полностью обособлено от имущества акционеров, и акционер сам определяет приемлемый для него уровень риска и в случае банкротства теряет лишь тот капитал, который вложил в акции, отражает:
- a) достоинства корпорации;
  - b) недостатки корпорации;
  - c) нельзя ответить на данный вопрос однозначно.
17. Недостатками корпорации являются:
- a) ограниченность финансовых и материальных ресурсов;
  - b) отсутствие развитой системы внутренней специализации производственных и управленческих функций;
  - c) разрыв между функцией собственности и функцией управления.
18. Факты открытости и прозрачности акционерного общества, обязанности публиковать всю финансовую отчетность, требующие значительных усилий для сохранения его конкурентоспособности, отражает:
- a) достоинства корпорации;
  - b) недостатки корпорации;
  - c) нельзя ответить на данный вопрос однозначно.
19. При принятии решения о первичном размещении акций (Initial Public Offering - IPO) компания должна следовать всем требованиям листинга, принятым биржевой площадкой, на которой планируется проведение операции, вследствие чего ее затраты:
- a) увеличиваются;
  - b) уменьшаются;
  - c) невозможно ответить на данный вопрос.

20. Число акционеров открытого общества:
- a) не ограничено;
  - b) ограничено;
  - c) число акционеров зависит от отраслевой принадлежности компании.
21. Если в обществе не допускается установление преимущественного права общества или его акционеров на приобретение акций, отчуждаемых акционерами этого общества, то данное акционерное общество:
- a) закрытого типа;
  - b) открытого типа.
22. Если общество не вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции либо иным образом предлагать их для приобретения неограниченному кругу лиц, то данное акционерное общество:
- a) закрытого типа;
  - b) открытого типа.
23. Совет директоров может отсутствовать в акционерном обществе:
- a) закрытого типа;
  - b) открытого типа.
24. Проблема двухсторонней монополии, заключающейся в том, что акционер, выходящий из общества, может диктовать достаточно высокую цену за свои акции, но в случае отказа общества от их приобретения сторонний покупатель неизбежно (при вхождении в общество) столкнется с оппозицией со стороны оставшихся в обществе участников, относится к акционерному обществу:
- a) закрытого типа;
  - b) открытого типа.

### **Задания для самостоятельной работы:**

#### Темы эссе.

1. Достоинства и недостатки юридических форм коммерческих организаций: государственных и муниципальных унитарных предприятий; производственных кооперативов; хозяйственных товариществ и хозяйственных обществ.
2. Этапы и закономерности формирования корпоративных структур в Европе.

3. Этапы и закономерности формирования корпоративных структур в Соединенных Штатах Америки.
4. Этапы и закономерности формирования корпоративных структур в России.
5. Отраслевая составляющая и временная динамика акционерных обществ в России.

## ГЛАВА 2. СУЩНОСТЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

### §2.1 Понятие корпоративного управления

Работы по корпоративному управлению последних лет отражают доминирование следующих концепций: агентской теории (agency theory) и теории соучастников (stakeholder's theory).

#### *Агентская теория*

Агентская теория была разработана американскими экономистами М. Дженсенем и У. Меклингом в 1976 г. для объяснения взаимоотношений внутри корпораций,<sup>17</sup> которые рассматривает сквозь призму агентских издержек. Агентские издержки — это та величина потерь для инвесторов, которая связана с разделением прав собственности и контроля, с несовпадением интересов собственников капитала и агентов, управляющих этим капиталом.

С одной стороны менеджеры и акционеры фирмы одинаково заинтересованы в успехе бизнеса, но это не подразумевает общность индивидуальных целей каждой группы. Управление и контроль осуществляется многоуровневой иерархией менеджеров, которые могут и входить в число собственников. Менеджеры выполняют предпринимательскую функцию, а собственники, служат лишь поставщиками капитала. Конфликт интересов «агент-принципал» обусловлен тем, что действия строго в интересах принципала (собственника), агент (менеджер) должен ущемлять интересы собственные, тогда как последствия целиком ложатся на принципала, а состояние агента недостаточно для покрытия полных издержек. Агент располагает информационным преимуществом, а заключаемый с ним контракт неполон уже в силу невозможности определить степень влияния прилагаемых менеджером усилий на положение корпорации.

Когда в акционерном обществе преобладают мелкие инвесторы и компания практически контролируется менеджерами, возникает серьезная угроза, что менеджеры, не ощущая контроля со стороны акционеров, используют ресурсы компании в собственных целях.

<sup>17</sup> Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. // Journal of Financial Economics 3, 1976. — P/ 305 -360.



В качестве средств обратной связи, подтверждающих надлежащее выполнение агентских обязательств, выступают финансовая отчетность и заключение внешнего аудита.

### *Теория соучастников*

Теорию соучастников часто называют теорией несовпадения интересов корпорации с интересами общества. Корпорация, приносящая огромные прибыли, внедряющая новые технологии, зачастую определяющая не только экономическую, но и политическую жизнь в стране, практически никому не подотчетна в своих действиях и не учитывает интересы людей, связанных с ней, а также налогоплательщиков, малого бизнеса, будущего поколения и др. Согласно теории, корпорация имеет определенные обязательства по отношению как к своим акционерам, так и к различным заинтересованным группам - стейкхолдерам (stakeholders): сотрудникам, клиентам, поставщикам и др. Руководство компании должно быть подконтрольно всем этим группам для реализации принятой модели корпоративных отношений.

Таким образом, в современных корпорациях особенно остро встает проблема выработки системы взаимоотношений:

- между акционерами и менеджерами;
- между крупными и миноритарными акционерами;
- между корпорацией (акционерами, менеджерами) и внешними стейкхолдерами (поставщиками, потребителями, кредиторами, государством);
- между акционерами и менеджерами компании, с одной стороны, и работниками компании, с другой;
- враждебных поглощений, как способа перераспределения пучков правомочий и соответствующих им механизмов защиты;
- корпоративных захватов в условиях незащищенности прав собственности и неразвитости рыночной инфраструктуры перераспределения, прав контроля.

В силу сравнительно недавнего становления корпоративного управления как отдельной области знаний со своим предметом и объектом исследования точной формулировки данного понятия в литературе еще не закрепилось. Поэтому рассмотрим ряд подходов к содержанию корпоративного управления.

Под корпоративным управлением можно понимать систему руководства и контроля за деятельностью организации, основанную на разграничении прав собственности и прав управления и обеспечивающую баланс интересов всех финансово – заинтересованных сторон: акционеров, менеджеров, внешних кредиторов, наемных работников, поставщиков и потребителей, различных уровней государственного управления.<sup>18</sup> Данная

<sup>18</sup> По обобщениям определений специалистов практиков Всемирного банка реконструкции и развития (ВБРР), Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), международного рейтингового агентства «Стандарт энд Пуэрз» (Standard&Poor's). Панфилова Е.Е. Некоторые аспекты формирования корпоративного

система должна позволить промышленной организации завоевать доверие акционеров, уменьшить риск финансовых кризисов и расширить доступ к капиталу.

Но как подчеркивает Исаев Д., проблема агентских отношений возникает не только между директорами и акционерами, но и внутри предприятия, между его менеджерами.<sup>19</sup> В крупных компаниях, значительная часть полномочий делегируется директорами руководителям стратегических бизнес – единиц и далее – менеджерам среднего звена и линейным менеджерам. От того, насколько эффективным будет распределение полномочий и ответственности вдоль всей иерархической структуры управления, и от того, насколько удастся достичь конгруэнтности целей различных звеньев этой системы, во многом зависят конкурентоспособность компании и ее капитализация.

Кроме того, менеджеры постоянно формируют и реализуют стратегии различных уровней: корпоративную стратегию, бизнес - стратегию (на уровне стратегических бизнес - единиц), функциональные стратегии, от эффективности разработки и реализации которых зависит динамика стоимости компании и ее конкурентоспособность, отражающаяся на интересах всех стейкхолдеров. Следовательно, корпоративное управление следует рассматривать в более широком смысле с учетом внутренних агентских отношений.

Корпоративное управление - это система отношений, складывающихся в процессе формирования стратегий и их реализации на тактическом уровне между собственниками (акционерами) компании, руководителями высшего звена (директорами), менеджерами нижестоящих уровней, а также другими заинтересованными лицами (стейкхолдерами), направленная на обеспечение устойчивого развития компании и максимально полное удовлетворение интересов всех заинтересованных лиц.<sup>20</sup>

Причем устойчивость компании предполагает экономическую, экологическую и социальную составляющие и достигается при обеспечении конгруэнтности целей всех заинтересованных сторон (таблица 2.1.1). Ее обеспечение связано со стратегическим менеджментом, как с процессом определения целей развития компании, формирования стратегий и принятия управленческих решений.

Таблица 2.1.1.

*Финансово – заинтересованные стороны корпорации*

Субъекты	Интересы	Внешняя оболочка	Выгоды компании
<b>Менеджеры</b>	Материальные интересы: заработная плата,	Система профессионального менеджмента,	Рост капитализации компании, курс акций

управления в промышленной организации. // Проблемы теории и практики управления, 2008, №4. С.50

<sup>19</sup> Исаев Д. Сущность корпоративного управления: современный взгляд.// Проблемы теории и практики управления, 2007, №7. С. 67.

<sup>20</sup> Там же. С.68

	бонусы. Статус, реализация профессиональных амбиций.	разработанная система мотивации топ-менеджмента.	
<b>Акционеры</b>	Курс акций, дивиденды, открытость информации, авторитет, прибыльность, устойчивость.	Авторитетный Совет Директоров, прибыль, кредитные рейтинги, корпоративные коммуникации, доля рынка, известность брендов.	Курс акций, дешевое финансирование, привлечение инвестиций.
<b>Финансовые институты</b>	Объем кредитования, финансовая устойчивость, рост.	Кредитный рейтинг, финансовые показатели, открытость.	Дешевые кредиты, кредитный рейтинг.
<b>Потребители</b>	Качество продукции, качество сервиса, стабильность.	Сертификат качества, известность, открытость, бренды	Доля рынка, устойчивость, признание.
<b>Поставщики</b>	Объем поставок, стабильность и дороговизна закупок, будущее.	Стабильность, открытость	Финансовые показатели.
<b>Государство</b>	Налоги, соблюдение законодательства, занятость, окружающая среда, социальная стабильность	Соблюдение законодательства, уплата налогов, открытость, профсоюзы, экологические сертификаты, социальные программы	Налоговые льготы, политическая стабильность, справедливая конкуренция, невмешательство государства

Субъектов корпоративных отношений также можно выделить по степени влияния на процесс распределения ресурсов:<sup>21</sup>

- *Лица, вовлеченные в систему властных отношений* – это менеджеры компании, сотрудники, крупные акционеры или кредиторы, наиболее значимые поставщики, владельцы административных ресурсов. В этом случае действуют система подчиненности и приказа.
- *Лица, оказывающие существенное влияние, но не имеющие возможность приказывать* - это не входящие в систему властных отношений - крупные акционеры, члены совета директоров, наиболее значимые стейкхолдеры.
- *Лица, так или иначе взаимодействующие с компанией* - миноритарные акционеры, более или менее значимые стейкхолдеры, другие лица, вероятность влияния которых в данной системе более 0, что определяется особенностями деятельности компании.

<sup>21</sup> Каждая последующая группа включает предыдущую группу.

С учетом выделения такой классификации субъектов корпоративных отношений авторы предлагают следующую трактовку понятия корпоративного управления.

Корпоративное управление как научная и соответственно учебная дисциплина рассматривает методы, принципы и инструменты управления деятельностью корпорации в условиях, когда субъект осуществляет управленческое воздействие, находясь вне системы властных отношений корпорации, в которой действует такой инструмент управления, как приказ (отсутствие абсолютного права распоряжаться активами и определять деятельность корпорации, физической удаленностью объекта управления).<sup>22</sup>

Корпоративное управление изучает вопросы об использовании методов системного конструирования организации и методов общего менеджмента для достижения необходимого распределения ресурсов компании в условиях множественности субъектов корпоративного управления.<sup>23</sup> В результате в менеджменте особое внимание уделяется действиям сотрудника, а в корпоративном управлении - вектору поведения компании в целом, который определяется как суперпозиция векторов поведения отдельных участников корпоративных отношений компании<sup>24</sup>.



Рис. 2.1.1. Соотношение общего менеджмента и корпоративного управления

Таким образом, с чисто управленческой точки зрения корпоративное управление рассматривается как механизм осуществления властных полномочий со стороны акционеров, менеджеров и других участников бизнеса. С позиций экономической теории система корпоративного управления трактуется как средство минимизации издержек, связанных с разрешением конфликта интересов. Источником такого конфликта являются различия в доступе к информации, к выгодам и денежным потокам, к риску и праву на принятие решений. Управление

<sup>22</sup> Антонов В., Самосудов М. Теоретические проблемы корпоративного управления.// Проблемы теории и практики управления, 2008, №5.С.59.

<sup>23</sup> Антонов В., Самосудов М. Теоретические проблемы корпоративного управления.// Проблемы теории и практики управления, 2008, №5.С.56.

<sup>24</sup> Антонов В., Самосудов М. Теоретические проблемы корпоративного управления.// Проблемы теории и практики управления, 2008, №5.С.58.

этим конфликтами осуществляется через различные инструменты: финансовые стимулы, мониторинг, структуру прав собственности, структуру капитала, угрозы интервенции и прекращения существования предприятия в результате недружественного поглощения или банкротства.

Таким образом, корпоративное управление – это комплексное понятие и включает несколько взаимосвязанных аспектов:

- Нормативно-юридический (законодательство, стандарты, профессиональные кодексы).
- Организационный (структура компании и ее органов управления, состав и функции совета директоров, регламенты внешних и внутренних управленческих взаимодействий, подбор и расстановка управленческих кадров).
- Информационный (технологии сбора, обработки, хранения и представления управленческой информации).
- Культурно-этический (корпоративные ценности, корпоративная культура, социальная роль бизнеса).

Правила, отражающиеся в документах компании, создают *институциональную надстройку*, которая вместе с *институциональной базой* (ее образуют институты, внешние по отношению к рассматриваемой компании - централизованные нормы, правила и нормы национальной и деловой культуры, правила делового сообщества и т.п.) формируют целостную *институциональную среду* компании и ее управления.

Институциональная среда корпоративного управления - комплекс социальных институтов<sup>25</sup>, действующих в корпорации и определяющих правила взаимодействия субъектов в процессе обмена ресурсами, отражением которых является организационная структура, кодекс корпоративной этики, кодекс корпоративного поведения компании, корпоративная культура и другие институты.

Таким образом, корпоративное управление можно рассматривать как внутреннее ядро, состоящее из системы внутренних отношений, правил и процедур и внешнюю оболочку системы, как своеобразный интерфейс с окружающей средой, обеспечивающий коммуникацию с внешними заинтересованными лицами.<sup>26</sup>

Целью корпоративного управления является обеспечение притока инвестиций с меньшей стоимостью, максимизации выплачиваемых дивидендов акционерам, увеличение доли на рынке и капитализации компании в долгосрочной перспективе.

Для оценки эффективности корпоративного управления принято использовать следующие критерии:

<sup>25</sup> Социальный институт - это закреплённая в сознании множества людей или в документах информация о форме поведения и последствиях реализации такой формы поведения.

<sup>26</sup> Догилев А. Повышение конкурентоспособности компании с использованием европейских принципов корпоративного управления. // Журнал для акционеров, 2007, № 11-12. С.21.

- Степень приверженности принципам и кодексу корпоративного управления.
- Эффективность деятельности совета директоров и правления.
- Характер и степень раскрытия информации и прозрачность компании.
- Степень соблюдения прав акционеров.

Практика свидетельствует, что внедрение в компании системы корпоративного управления способствует повышению прозрачности структуры собственности и финансовой отчетности, что повышает вероятность получения заемных средств при более низких затратах. Так по данным опроса компанией McKinsey 200 крупнейших мировых инвесторов (в совокупном управлении – активы на сумму 3,25 трлн. долл.), 75% инвесторов ставят качество корпоративного управления на один уровень с финансово – экономическими результатами, а в условиях стран переходной экономики отдают фактору корпоративного управления приоритет. С точки зрения стоимости акций 80% инвесторов согласны на «надбавку» за качество корпоративного управления, а вызванная последним капитализационная премия находится в пределах 20% (страны с развитыми рынками) до 50% и более (развивающиеся рынки).<sup>27</sup>

Таблица 2.1.2.<sup>28</sup>

*История корпоративного управления*

1555 г.	Создана торговая Московская компания (Muscovy Company) - первая английская акционерная компания. (Англия)
1600 г.	Создана английская Ост-Индская компания (The Governor and Company of Merchants of London Trading into the East Indies), которая с 1612 г. стала постоянно действующей акционерной компанией с ограниченной ответственностью. Помимо собрания собственников в ней было образовано собрание директоров (в составе 24 членов) с 10 комитетами. Директором мог стать владелец акций на сумму не менее 2 тыс. ф. Ст. (Англия)
1602 г.	Создана голландская торговая Ост-Индская компания (Verenigde Oostindische Compagnie) - акционерная компания, в которой впервые было реализовано отделение собственности от контроля - создано собрание господ (т.е. директоров), состоявшее из 17 членов, которые представляли акционеров в региональных палатах компании пропорционально их долям в капитале. (Нидерланды)
1776 г.	А. Смит в книге «Исследование о природе и причинах богатства народов» предупреждает о слабых механизмах контроля за деятельностью менеджеров. (Великобритания)
1884 г.	Принят Закон об акционерных компаниях. (Великобритания)

<sup>27</sup> www.vestona.ru

<sup>28</sup> Мошкова Л.Е. Корпоративное управление: региональный аспект. Монография. – Тверь: Тверской государственный университет, 2005., С.399.

1855 г.	Принят Закон об ограниченной ответственности. (Великобритания)
1931 г.	А. Берли и Г. Минз (США) публикуют свою основополагающую работу «Современная корпорация и частная собственность».
1933 – 1934 г.г.	Закон о торговле ценными бумагами 1933 г. становится первым законом, регулирующим функционирование рынков ценных бумаг (в частности, введено требование раскрытия регистрационных данных). Закон 1934 г. делегировал правоприменительные функции Комиссии по ценным бумагам и биржам. (США)
1968 г.	Европейское экономическое сообщество (ЕЭС) принимает директиву о корпоративном законодательстве для европейских компаний.
1986 г.	Принят Закон о финансовых услугах, оказавший огромное воздействие на роль фондовых бирж в системе регулирования. (США)
1987 г.	Комиссия Тредуэя представляет доклад о мошенничестве при составлении финансовой отчетности, подтверждает роль и статус комитетов по аудиту и разрабатывает концепцию внутреннего контроля, или модель COSO (Комитета спонсорских организаций комиссии Тредуэя), опубликованную в 1992 г. (США).
1990-1991 г.г.	Крах корпораций Polly Peck (убыток в размере 1.3 млрд. ф. Ст.) и BCCCL, а также мошенничество с пенсионным фондом компании Maxwell communications (на сумму 480 млн. ф. Ст.) свидетельствуют о необходимости усовершенствования практики корпоративного управления в целях защиты инвесторов. (Великобритания)
1992 г.	Комитет Кэдбюри публикует первый Кодекс корпоративного управления. (Великобритания)
1993 г.	Компаниям, акции которых зарегистрированы на Лондонской фондовой бирже, вменяется в обязанность раскрывать информацию о соблюдении Кодекса Кэдбюри по принципу «подчиняйся или объясняй». (Великобритания)
1994 г.	Публикация доклада Кинга (ЮАР)
1994-1995 г.г.	Публикация докладов: Рутгемана - о внутреннем контроле и финансовой отчетности, Гринбюри - о вознаграждении членов директоров. (Великобритания)
1995 г.	Публикация доклада Вьено (Франция)
1996 г.	Публикация доклада Петерса (Нидерланды)

1998 г.	Публикация доклада Хэмпеля о фундаментальных принципах управления и Объединенного кодекса, созданного на основе докладов Кэдбюри, Гринбюри и Хэмпеля (Великобритания)
1999 г.	Публикация доклада Тернбулла о внутреннем контроле, который заменил доклад Руттемана. (Великобритания) Публикация «Принципов корпоративного управления ОЭСР», ставших первым международным эталоном в сфере корпоративного управления <sup>29</sup> .
2001 г.	Публикация доклада Майнерса об институциональных инвесторах. (Великобритания). Объявлено о банкротстве корпорации Enron, седьмой по размеру компании, включенной в листинг в США.
2002 г.	Публикация германского Кодекса корпоративного управления, российского Кодекса корпоративного управления ФКЦБ <sup>30</sup> . Крах компании Enron и другие корпоративные скандалы приводят к принятию Закона Сарбенса-Оксли (США). Публикация Бутона (Франция) и доклада Уинтера о реформе европейского корпоративного законодательства (Евросоюз). РСПП принял Хартию корпоративной и деловой этики. <sup>31</sup>

<sup>29</sup> Принципы ОЭСР:

- Справедливость.
- Ответственность.
- Прозрачность.
- Подотчетность.

<sup>30</sup> Принципы российского Кодекса корпоративного управления ФКЦБ:

- Обеспечение акционерам реальной возможности осуществлять свои права, связанные с участием в обществе.
- Обеспечение равного отношения к акционерам, владеющим равным числом акций одного типа (категория).
- Определение Советом директоров стратегии развития общества и обеспечение эффективного контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества.
- Обеспечение исполнительным органом общества возможности разумно, добросовестно, исключительно в интересах общества осуществлять эффективное руководство текущей деятельностью общества, а также подотчетность исполнительных органов Совету директоров и его акционерам.
- Обеспечение своевременного раскрытия полной и достоверной информации об обществе.
- Учет и защита прав всех заинтересованных лиц общества.
- Обеспечение эффективного контроля за финансово – хозяйственной деятельностью общества с целью защиты прав и законных интересов акционеров.

<sup>31</sup> Принципы РСПП:

- Эффективный менеджмент.
- Финансовая дисциплина.
- Прозрачность структуры собственности.
- Информационная открытость.
- Гарантия прав акционеров.
- Эффективный контроль.
- Справедливое вознаграждение.



2003 г.	Публикация докладов Хенггса - о роли неисполнительных директоров; Смита – о комитетах по аудиту. Введение в действие новой редакции Объединенного кодекса корпоративного управления. (Великобритания) В России создан Национальный Совет по корпоративному управлению - постоянно действующий совещательный Форум.
2004 г.	Презентация национального доклада по корпоративному управлению. I Международная конференция по корпоративному управлению г.Москва. Скандал с компанией Parmalat потряс Италию и может повлечь за собой последствия в общеевропейском масштабе.

## § 2.2. Эволюция взглядов зарубежных исследователей на корпоративное управление

Интерес к корпоративному управлению в развитых странах возрос в конце XX века, что обусловлено ростом значимости фондового рынка в обеспечении движения капитала, усилением роли институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний, фондов коллективного инвестирования), а также новыми технологиями финансового управления, ростом числа захватов, поглощений и слияний. В зарубежной экономической литературе взгляды на корпоративное управление претерпевали определенные изменения, эволюцию которых можно представить в виде основных этапов этих исследований.

Прежде всего, отметим исследование 1932 г. А. Берли и Ж. Минза<sup>32</sup>, «Современная корпорация и частная собственность», где впервые рассматривается проблема отделения контроля от собственности в публичных акционерных обществах. Они показали, что отделение собственности от управления привело к появлению нового социального слоя профессиональных менеджеров и развитию фондового рынка. Основным принцип корпоративного управления - разделение прав собственности и контроля в акционерных компаниях проявлялся в стремлении профессиональных менеджеров установить контроль над акционерной собственностью посредством образования «мультидробной корпорации», приводящий контроль акционеров к формальной условности. Согласно результатам проведенного ими исследования, 58% активов 200 крупных компаний контролировалось менеджментом. Развивая выдвинутые ранее постулаты, А. Берли назвал косвенный контроль акционеров пассивным правом

- Законность и этичность формирования внутренних регламентов.
- Активное содействие в продвижении правил корпоративного поведения в обществе.

<sup>32</sup> Berle A.A. Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan. 1932.

собственности и необходимостью соблюдения примата социальной ответственности менеджмента в качестве инструмента корпоративного управления<sup>33</sup>. В 1963 г. Р. Ларнер провел аналогичное исследование, которое показало, что уже 85% активов 200 ведущих компаний находилось под контролем управляющих.

Последователи данного направления<sup>34</sup> не смогли определиться относительно эффективности определенных структур и форм собственности, что частично объясняется тем, что при исследовании влияния разделения прав собственности и контроля на эффективность функционирования компании, они основывались на эмпирическом анализе англо-саксонских корпораций, которые характеризовались более устойчивым финансовым положением в условиях определенной внешней среды.

В основном исследователи применяли методологию и инструменты сравнительного финансового анализа, используя различные шкалы и агрегированные группировки разнообразных показателей, отражающих финансово-хозяйственную деятельность компании. Характерной особенностью этих исследований было сосредоточение внимания на внутренних проблемах и структуре корпоративной собственности в ущерб внешним механизмам, таким как рынок корпоративного контроля, институт банкротства и других экономических и правовых институтов, обеспечивающих функционирование корпоративного управления.

Параллельно развивалась и контрактная теория фирмы<sup>35</sup> которая базировалась на необходимости максимального снижения агентских издержек за счет детальной регламентации деятельности топ – менеджмента, прописанной в контракте. Однако признавался принцип остаточного контроля, который дает право менеджменту принимать решения по своему усмотрению в ситуациях, не прописанных контрактом. Но в рамках «контрактно-институциональной» природы фирмы, даже учитывая совершенствование самих контрактов, дисбаланс интересов участников корпоративных отношений так и не удавалось ликвидировать.

Сформулировал существо проблемы в 1942 г. Питер Друкер<sup>36</sup>. По его мнению, власть менеджмента — незаконная, поскольку в ее основе отсутствует какой-либо фундаментальный принцип, адекватный принципу права собственности. Власть принадлежит менеджменту не потому, что она узурпирована им, а поскольку акционеры забывают о своих правах и долге. По логике Друкера, «правильное» корпоративное управление нацелено на создание таких управленческих моделей, в которых акционеры, совет директоров могли бы действительно реализовывать свой долг и права.

<sup>33</sup> Berly A.A. For Whom Corporate Managers Are Trustees: a note//Harvard Law Review, №45, 1932.

<sup>34</sup> Leech D. Corporate Ownership and control: A New Look at the Evidence of Berle and Means//Oxford 1987.

<sup>35</sup> Coase R.H. The Nature of the Firm// Economica, № 4. 1937

<sup>36</sup> Drucker P.E. The Future of Industrial Man: A Conservative Approach. N.Y. : New American Library, 1965.

Развитие инвестиционных процессов постепенно привело к исследованию влияния корпоративного управления на рост капитализации компаний.<sup>37</sup> По мнению А. Шлейфера и Р. Вишни<sup>38</sup> понятие корпоративной собственности как финансового актива снова становится центральным в корпоративном управлении, которое является результатом устойчивого отделения собственности от контроля над ней. Они также отмечают, что, несмотря на периодически вспыхивающие корпоративные конфликты из-за чрезмерной заботы менеджмента о себе в ущерб интересам акционеров, абсолютная ориентация на рост капитализации акционерного капитала победила.

На рубеже 80-х - 90-х годов появляются многочисленные исследования, посвященные рассмотрению основных элементов корпоративного управления в его прикладных аспектах, а именно, рынку корпоративного контроля, функциональным характеристикам совета директоров в различных моделях корпоративного управления, формированию целостной системы мотивации руководства компании. Это направление исследований проблем корпоративного управления характеризуется эмпиричностью и разнообразием различных моделей, рассматривающих зависимости между основными участниками корпоративных отношений «акционеры - совет директоров», «топ - менеджеры - совет директоров», «топ - менеджеры - стейкхолдеры» и других.

Особенностью большинства исследований этого периода является слишком высокая привязка их к действующим национальным параметрам функционирования внутренних механизмов корпоративной системы. Это не могло не сказаться на результатах и выводах, которые существенно разнились между собой и первоначальными посылами и переменными показателями, на основе которых строились модели корпоративных процессов.

Революционным прорывом в исследованиях внешних механизмов и правовых детерминант корпоративного управления можно считать работу Рафаэля Ла Порты, в которой главную роль во внешних механизмах корпоративного управления он отводит правовым инструментам и институтам, воспроизводящим сущность и специфику конкретных форм существования национальных корпоративных систем.<sup>39</sup>

Проведенная группой последователей под руководством Ла Порты серия исследований была посвящена эмпирическому анализу влияния различных правовых систем на эффективность деятельности и стоимость

---

<sup>37</sup> Macpherson C.B. Property, mainstream and critical positions. Toronto: University of Toronto Press. 1978

<sup>38</sup> Shleifer A, Vishny R. A Survey of Corporate Governance. // Journal of Finance, 1997.

<sup>39</sup> La Porta Rafael, Lopes-De-Silanes Florencio, Shleifer Andrey, Vishny Robert W., Legal Detarmenants of External Finance, Journal of Finance, vol. LII, No. 3. 1997.

компаний.<sup>40</sup> Более того, исследуется агентская проблема посредством сравнения различных правовых систем и институтов и их влияния на величину агентских издержек, определяющих выбор и структуру внешних правовых инструментов корпоративного управления.<sup>41</sup>

Но выраженная правовая методология в исследованиях и результатах Ла Порта оставляла неудовлетворенными интересы экономической теории и практики. Именно это противоречие и было положено в основу исследований Рое М.<sup>42</sup>, который помимо критики Ла Порта добавил конструктивный момент с точки зрения развития и становления основных экономических институтов, таких как конкуренция и влияние ее на эффективность корпоративного управления.

Новый этап в исследованиях корпоративных отношений связан с необходимостью комплексного исследования проблем корпоративного управления, увязывающих внутренние и внешние механизмы воспроизводства данных отношений. Появился целый ряд исследований, посвященных рассмотрению сущности и особенностям рейтинговых оценок корпоративных систем управления, агрегирующих влияние внутренних механизмов.

Большое распространение в последние годы получили работы, посвященные сравнительному анализу развитых корпоративных систем и переходных моделей корпоративного управления.<sup>43</sup> Как показывают исследования, практика стран с переходной экономикой и, тем более, развитых стран последних двух десятилетий выявила несколько важных проблем корпоративного управления. Наибольший интерес исследователей направлен на изучение отношений: между крупными и миноритарными акционерами<sup>44</sup>; между корпорацией (акционерами, менеджерами) и внешними стейкхолдерами (поставщиками, потребителями, кредиторами, государством),<sup>45</sup> между акционерами и менеджерами компании, с одной стороны, и работниками компании, с другой<sup>46</sup>, враждебных поглощений, как способа перераспределения пучков правомочий и соответствующих им

<sup>40</sup> La Porta Rafael, Lopes-De-Silanes Florencio, Shleifer Andrey, Vishny Robert W., Law and Finance, Journal of Political Economy, 1998, vol. 106, No.6.

<sup>41</sup> La Porta Rafael, Lopes-De-Silanes Florencio, Shleifer Andrey, Vishny Robert W. Agency Problems and Dividend policies Around the World, Journal of Finance, 2000.

<sup>42</sup> Roe M.J. Political preconditions to separating ownership from corporate control//Stanford Law Review 2002. Vol. 35.

<sup>43</sup> Fox Merritt, Heller Michael A. Lessons From Fiascos in Russian Corporate Governance, University of Michigan, Working Paper No.99. 1999

<sup>44</sup> Анализ роли интегрированных структур на российских товарных рынках. Под ред. С.Б. Авдашевой, А.З. Астаповича и А.Е. Шаститко. Бюро экономического анализа. М.: Теис, 2002.

<sup>45</sup> Долгопята Т.Г. Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. ГУВШЭ. Препринт WP1/2003.03. Серия WP1. Институциональные проблемы российской экономики.

<sup>46</sup> Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. М.:ИЭПП, 2003, №55.

механизмов защиты,<sup>47</sup> корпоративных захватов в условиях незащищенности прав собственности и неразвитости рыночной инфраструктуры перераспределения, прав контроля<sup>48</sup>. Эффективность таких исследований зависит от методологических посылок и комплекса исследуемых проблем, основанных на сравнении экономических, правовых и социальных институтов, детерминирующих специфику функционирования национальных моделей корпоративного управления.

Заметим, что рассмотренные этапы эволюционного развития научных подходов к исследованию влияния корпоративного управления на эффективность функционирования компаний имеют условные временные границы, поскольку в современной теории и практике присутствуют все перечисленные направления, и образуют поле исследований корпоративных отношений. Ядром всех теорий являются отношения между акционерами, советом директоров, менеджерами и другими лицами, а корпоративное управление является своеобразным «зонтиком», под которым взаимодействуют все группы участников.

Кроме того, теоретической основой современных подходов к анализу взаимодействия собственников и управленцев стали работы неонституционального направления, исследующие рыночные взаимодействия в условиях ограничений, накладываемых институциональной средой: наличием трансакционных издержек, неполноты контрактов, асимметрии информации.

*Таблица 2.2.1.*

*Основные этапы развития взглядов исследователей на корпоративное управление*

<b>1 этап 1932 г.</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Пилотная работа Берли и Минза (1932) – принцип разделения собственности и контроля.</li> <li>• Многочисленные эмпирические исследования, посвященные анализу эффективности различных структур и форм собственности.</li> <li>• Основная часть исследования по англосаксонским странам.</li> <li>• Однозначных выводов относительно эффективности определенных структур и форм собственности не получено.</li> <li>• Методология – сравнительный финансовый анализ.</li> </ul>
<b>2 этап 1980 г.</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Исследование отдельных элементов и институциональных механизмов системы корпоративного управления.</li> <li>• Высокая привязка исследований к действующим национальным параметрам функционирования внутренних механизмов корпоративных систем.</li> <li>• Методология – системный и институциональный анализ.</li> </ul>

<sup>47</sup> Хаши И. Законодательная база эффективного корпоративного управления: сравнительный анализ опыта ряда постсоциалистических стран. Центр социально-экономических исследований, Варшава, 2004, №268.

<sup>48</sup> Tirole J. Corporate Governance. // Econometrica. V.69. N.I, January, 2001, p.1-35.

3 этап 1997 г.
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Пилотная работа Ла Порта - революция Ла Порта.</li> <li>• Правовая система признается фундаментально важным внешним механизмом корпоративного управления.</li> <li>• Серия исследований, посвященных эмпирическому анализу влияния различных правовых систем на эффективность деятельности и стоимость компании.</li> <li>• Критика М. Рое – критика выводов, полученных в работах по исследованию эффективности правовых систем с точки зрения корпоративного управления за упущенные переменные (в частности роль конкуренции).</li> <li>• Методология – сравнительный правовой анализ.</li> </ul>
4 этап 1999 г.
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Квазикомплексный подход.</li> <li>• Исследования, связанные с применением рейтингов корпоративного управления, агрегирующих влияние внутренних механизмов.</li> <li>• В моделях упущено влияние внешних механизмов корпоративного управления.</li> <li>• Методология – комплексный анализ.</li> </ul>

*Рис. Эволюция исследования корпоративного управления<sup>49</sup>*

### **Вопросы для обсуждения:**

1. В чем сущность агентской теории и агентских издержек?
2. В чем сущность теории соучастников? Каких экономических субъектов можно отнести к стейкхолдерам?
3. Какие отношения включаются в систему корпоративных отношений?
4. Какова роль капитализации компании и корпоративных стратегий в формировании понятия «корпоративное управление»?
5. Каковы основные субъекты корпоративных отношений и их корпоративные интересы?
6. В чем различие управленческого подхода к сущности корпоративного управления и подхода с точки зрения экономической теории?
7. Объясните вклад А. Берли и Ж. Минза в формирование теории корпоративного управления.
8. Объясните подход контрактной теории фирмы к корпоративному управлению.
9. Объясните вклад Рафаэля Ла Порта в формирование теории корпоративного управления.
10. В чем заключается сущность комплексного подхода к исследованию проблем корпоративного управления?

<sup>49</sup> Кузнецова Л.В. Эволюция исследований корпоративного управления // Банковские услуги, 2008, №3. С.22.

**Тест:**

- 1 Величина потерь для инвесторов, которая связана с разделением прав собственности и контроля, с несовпадением интересов собственников капитала и агентов, управляющих этим капиталом, называются:
  - a) трансакционными издержками;
  - b) операционными издержками;
  - c) агентскими издержками.
- 2 Конфликт интересов «агент-принципал» обусловлен тем, что:
  - a) действия агента направлены в интересах принципала;
  - b) действия агента направлены в интересах агента - собственника;
  - c) действия агента направлены в интересах менеджера.
- 3 В качестве средств обратной связи, подтверждающих надлежащее выполнение агентских обязательств, выступают:
  - a) ежегодные отчеты менеджеров;
  - b) финансовая отчетность и заключение внешнего аудита;
  - c) ежегодные отчеты совета директоров.
- 4 Теорию несовпадения интересов корпорации с интересами общества называют:
  - a) теорией соучастников;
  - b) теорией агентских издержек;
  - c) теорию фирмы Коуза.
- 5 Корпоративное управление изучает отношения:
  - a) между крупными и миноритарными акционерами;
  - b) между корпорацией (акционерами, менеджерами) и внешними стейкхолдерами (поставщиками, потребителями, кредиторами, государством);
  - c) между акционерами и менеджерами компании, с одной стороны, и работниками компании, с другой;
  - d) все перечисленное.
- 6 К внутренней проблеме агентских отношений относится конфликт:
  - a) между директорами и акционерами,
  - b) между менеджерами;
  - c) между крупными и миноритарными акционерами.
- 7 Структура компании и ее органов управления – совет директоров, регламенты внешних и внутренних управленческих взаимодействий, подбор и расстановка управленческих кадров отражают:
  - a) нормативно-юридический аспект корпоративного управления;

- b) организационный аспект корпоративного управления;
  - c) информационный аспект корпоративного управления;
  - d) культурно-этический аспект корпоративного управления.
- 8 Правила, отражающиеся в документах компании, создают
- a) институциональную надстройку компании;
  - b) институциональную базу компании;
  - c) институциональную среду компании.
- 9 Институциональная среда компании это:
- a) правила, отражающиеся в документах компании и институциональная надстройка;
  - b) институциональная база и институциональная надстройка;
  - c) институты, внешние по отношению к рассматриваемой компании централизованные нормы, правила и нормы национальной и деловой культуры, правила делового сообщества и т.п.
- 10 В процессе формирования условий взаимодействия задействованы:
- a) все участники корпоративных отношений;
  - b) акционеры, члены совета директоров, менеджеры высшего уровня;
  - c) лица, охваченные системой властных отношений.
- 11 Как экономическая дисциплина более широкой по рассматриваемым проблемам является:
- a) «менеджмент»;
  - b) «корпоративное управление»;
  - c) Невозможно ответить однозначно.
- 11 Впервые рассматривается проблема отделения контроля от собственности в работе:
- a) А. Берли и Ж. Минза «Современная корпорация и частная собственность» в 1932 г.;
  - b) М. Дженсена и У. Меклинга «Теория фирмы...» в 1976 г.
  - c) Коуза Р. «Природа фирмы» в 1937 г.
- 12 Революция Рафаэля Ла Порты, связана с тем, что главную роль во внешних механизмах корпоративного управления он отводит:
- a) фондовому рынку, на котором оценивается капитализация компании;
  - b) совету директоров;
  - c) правовым инструментам.
- 13 Критика Рафаэля Ла Порты связана с неучетом в его теории:
- a) экономическим аспектам корпоративного управления, в



- частности, аспектам конкуренции;
- b) правовым аспектам;
- c) этическим аспектам, нормам морали и социальной ответственности бизнеса.

- 14 Комплексный и рейтинговый подход в корпоративном управлении характерен для:
- a) периода зарождения корпоративного управления;
  - b) периода 80-х гг..
  - c) современного этапа развития корпоративного управления.

### **Задания для самостоятельной работы:**

Темы эссе.

1. Сущность корпоративного управления: в спорах рождается истина.
2. Соотношение предмета менеджмента и предмета корпоративного управления.
3. Вклад Рафаэля Ла Порты в формирование теории корпоративного управления.
4. Роль экономических факторов и конкуренции в исследованиях Рое М.
5. Особенности современных подходов к исследованию корпоративного управления.

## **ГЛАВА 3. СИСТЕМА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

### **§3.1. Понятие системы корпоративного управления и ее элементов**

Если интересы заинтересованных участников частично расходятся с интересами фирмы, то эффективное функционирование частной собственности в рамках корпорации требует создания системы стимулов и контроля, которая согласовывала бы интересы участников и уравнивала бы выгоды и издержки, связанные с оппортунистическим поведением менеджмента. Решение этой задачи и происходит в рамках системы корпоративного управления, которая в каждой национальной экономике различается в зависимости от существующей институциональной системы.

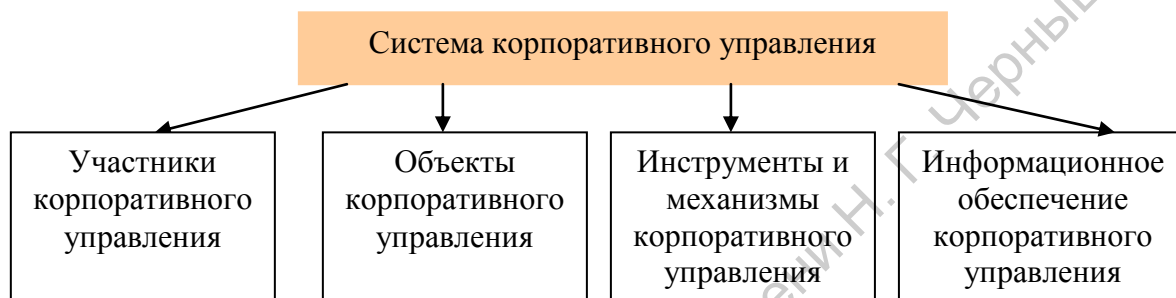
*Система корпоративного управления* представляет собой целостность организационных элементов, призванная урегулировать не только взаимоотношения между менеджерами и владельцами и минимизировать агентские издержки, но и согласовывать цели всех стейкхолдеров, обеспечивая эффективное функционирование компании.<sup>50</sup> То есть система

<sup>50</sup> Дементьева А.Г. Эволюция корпоративных структур и система корпоративного управления. // Менеджмент сегодня., 2008, №1. С.8.

корпоративного управления должна стимулировать участников разрабатывать такие стратегии развития компании, реализация которых приводила бы к повышению стоимости бизнеса.

К элементам системы корпоративного управления относятся:

- Участники (субъекты) корпоративного управления (на микро- и макроуровнях).
- Объекты корпоративного управления.
- Механизмы корпоративного управления.
- Информационное обеспечение корпоративного управления.



*Рис.3.1.1. Элементы системы корпоративного управления<sup>51</sup>*

Участниками или субъектами корпоративных отношений являются финансово-заинтересованные стороны как на микро-уровне – внутри организации, так и на макро-уровне – за ее пределами. Среди участников корпоративных отношений выделяют финансовых (банки, кредиторы и др.) и нефинансовых субъектов (поставщики, персонал, региональные и местные органы власти).

*Таблица 3.1.1.<sup>52</sup>*

*Участники корпоративных отношений на микро- и макро-уровне.*

<b>Участники корпоративных отношений на микро-уровне</b>	<b>Участники корпоративных отношений на макро-уровне</b>
Акционеры <ul style="list-style-type: none"> <li>• Мажоритарные (крупные акционеры)</li> <li>• Миноритарные (мелкие акционеры)</li> <li>• Держатели контрольного, блокирующего пакета акций</li> <li>• Владельцы дробных акций</li> <li>• Владельцы привилегированных акций</li> </ul>	Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), экспертный совет по корпоративному управлению при Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР) России
Общее собрание акционеров	Всемирный банк
Совет директоров (наблюдательный)	Фондовые биржи (Российская Торговая

<sup>51</sup> Панфилова Е.Е. Некоторые аспекты формирования корпоративного управления в промышленной организации. // Проблемы теории и практики управления, 2008, №4. С.59.

<sup>52</sup> Панфилова Е.Е. Некоторые аспекты формирования корпоративного управления в промышленной организации. // Проблемы теории и практики управления, 2008, №4. С.51,53.

совет) (наблюдательная функция) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Исполнительные директора</li> <li>• Неисполнительные директора (внешние)</li> <li>• Независимые директора</li> </ul>	Система – РТС, Московская межбанковская валютная биржа ММВБ и др.)
Исполнительный орган (функция управления) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Единоличный генеральный директор</li> <li>• Коллегиальный (правление)             <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Менеджеры высшего звена</li> <li>➤ Председатель (генеральный директор)</li> </ul> </li> </ul>	Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), объединяющая брокеров, дилеров, управляющих ценными бумагами и депозитариев (ПАРТАД)
Владельцы облигаций	Некоммерческое партнерство «Национальный совет по корпоративному управлению»
Аффилированные лица	Комитет по корпоративному управлению при Российском союзе промышленников и предпринимателей (РСПП)
Кредиторы	Российский институт фондового рынка и управления
Стратегические инвесторы	Институт профессиональных директоров
Поставщики	Гильдия инвестиционных и финансовых аналитиков
Персонал	Институт внутренних аудиторов
Посредники	Российский институт директоров
Финансовые посредники	Российский союз фондовых бирж
Консультанты	Институт корпоративного права и управления
Независимые оценщики	Страховые организации (представляют услуги страхования ответственности директоров и менеджеров )
Аудиторы	Ассоциация менеджеров
Контрольно-ревизионная служба	Ассоциация российских банков
Аналитики	Ассоциация независимых директоров
Ревизионная комиссия	Российская ассоциация по защите прав инвесторов
Специализированный регистратор	Международные рейтинговые агентства (Standard & Poor's и др.)
Корпоративный секретарь	Глобальный форум по корпоративному управлению
Региональные, местные органы власти	Арбитражный суд
	Федеральная антимонопольная служба России
	Институт профессиональных аудиторов
	Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР)

*К объектами корпоративного управления можно отнести:*

- Структуру собственности и влияние (прозрачность структуры собственности, концентрация собственности и влияние со стороны акционеров).
- Права акционеров (порядок проведения собрания акционеров и согласования, права собственности, меры защиты от поглощений).
- Прозрачность раскрытия информации и аудит (содержание раскрываемой информации, своевременность и доступность раскрываемой информации, аудиторский процесс).
- Распределение обязанностей и полномочий в части принятия решений, включая иерархическую структуру принятия решений.
- Структура и эффективность работы совета директоров (независимость совета директоров, роль совета директоров).
- Корпоративные ценности, кодексы поведения и другие стандарты надлежащего поведения.
- Стратегии, позволяющие оценить успех всего предприятия в целом и вклад отдельного работника.
- Механизмы деловых отношений с инвесторами, крупными акционерами, представителями высшего руководства или иными ответственными лицами, принимающими в корпорации важные стратегические решения.
- Механизмы взаимодействия и сотрудничества между членами совета директоров, менеджментом и служащими корпорации.
- Управление рисками, а также особый контроль рисков в тех случаях, когда конфликт интересов участников корпоративных отношений может оказаться особенно значительным.
- Стимулы финансового и управленческого характера в виде денежных вознаграждений, продвижения по службе и других форм мотивации, побуждающих высшее исполнительное руководство, руководителей среднего звена и служащих корпорации на ответственное и добросовестное отношение к своим обязанностям и повышающих заинтересованность в труде.

Чтобы минимизировать агентские издержки, необходимы надежные механизмы корпоративного управления — внутренние и внешние.

*Внутренним механизмом* выступает совет директоров, который избирается акционерами. Он, в свою очередь, назначает подотчетный ему исполнительный менеджмент корпорации, выступая посредником между менеджментом и акционерами, регулируя их отношения.

*К внешним механизмам* контроля относится государственное регулирование, рынок корпоративных ценных бумаг и рынок корпоративного контроля. Государственное регулирование связано с законодательными аспектами функционирования корпораций и процедурами банкротства. Государство устанавливает стандарты деятельности корпораций: систему бухгалтерского учета и принципы аудита. Рынок корпоративных ценных бумаг

представляет пространство, организующее инвестиционные процессы и обеспечивающее механизмы создания и обмена финансовых активов. Именно здесь формируется рыночная цена акционерного капитала компаний, которая оказывает существенное дисциплинирующее влияние на менеджмент. На рынке корпоративного контроля осуществляется процесс перемещения прав собственности и контроля над фирмами от одной группы акционеров и менеджмента к другой. Дело в том, что фондовый рынок отражает лишь перемещение прав собственности. При определенной концентрации собственности возникает возможность получения контроля над корпорацией. Собственник в этом случае может сменить менеджмент и провести реструктуризацию компании с целью увеличения ее стоимости. Такая операция имеет смысл, если капитал компании недооценен фондовым рынком, что чаще всего связано с неэффективным менеджментом.

Информационное обеспечение системы корпоративного управления состоит из внутреннего и внешнего обеспечения.

*Внешнее информационное обеспечение* представлено следующими нормативными документами: Гражданский кодекс Российской Федерации, Закон об акционерных обществах, Закон о рынке ценных бумаг, нормативные акты ФКЦБ России, дополнительные правовые акты (о налогах, банкротстве и т.д.), правила листинга фондовой биржи.

Создание системы корпоративного управления в компании осуществляется с учетом положений Федерального закона от 26.12.95 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в ред. от 1.12.07 г., 1.01.08 г.) и кодекса ФКЦБ России, носящего рекомендательный характер. Хотя, его рекомендации имеют определенную силу<sup>53</sup>. Если, например, Законом № 208-ФЗ наличие тех или иных комитетов и служб не регламентировано, то Кодексом может быть рекомендовано. Это касается, например, должности корпоративного секретаря или контрольно – ревизионной службы.

*Внутреннее информационное обеспечение.*

Руководство компании имеет широкие полномочия по созданию системы корпоративного управления, основанной на тщательной проработке устава и иных внутренних документов, а также на основе разработки собственного Кодекса компании. Уставы и иные внутренние документы компании статуса ОАО имеют обязательную силу и рассматриваются судами как источник права, регулирующего деятельность компании наряду с законом № 208-ФЗ и законодательством о ценных бумагах. Но уставы и внутренние документы компании не должны вступать в противоречие с действующим законодательством.

К внутренним документам компании можно отнести устав, кодекс корпоративного управления, положение о совете директоров, положение о

---

<sup>53</sup> Если акции компании допущены к открытой продаже на бирже, необходимо придерживаться распоряжения ФКЦБ России от 18.06.03 г. № 03-1169/р «Об утверждении Методических рекомендаций по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения».

комитете по аудиту, положение о комитете по корпоративному управлению, положение о комитете по кадрам и вознаграждениям, положение о комитете по стратегическому планированию и финансам, положение об исполнительных органах, положение о корпоративном секретаре, положение об общем собрании акционеров, положение о дивидендной политике, положение об информационной политике, положение о ревизионной комиссии, положение об управлении рисками, положение о внутреннем контроле. А так же, договоры с членами совета директоров, договор с генеральным директором, договор с корпоративным секретарем, протоколы заседания совета директоров, графики подготовки внеочередного общего собрания акционеров.

Дополнительные документы позволяют более детально регулировать порядок деятельности органов управления и сократить объем устава с учетом сложности процедуры внесения в него изменений и дополнений. В ряде статей Закона № 208-ФЗ достаточно часто встречается фраза: «... если иное не предусмотрено уставом общества». Данная оговорка представляет широкое поле деятельности для совета директоров в области корпоративного управления

В таблице представлен агрегированный перечень вопросов, по которым органы управления промышленной организацией могут устанавливать свои нормы.

*Таблица 3.1.2.*

*Перечень вопросов корпоративного управления, подлежащих самостоятельной детализации в уставе и иных внутренних документах компании*

Параметр	Вопросы корпоративного управления, подлежащих самостоятельной детализации в уставе и иных внутренних документах компании
<b>Сроки</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Срок накопления и <b>выплаты дивидендов</b> по привилегированным акциям определенного типа (если они являются кумулятивными).</li> <li>2. Сроки, в течение которых организация должна предоставить <b>запрашиваемую информацию</b> акционерам при подготовке к проведению общего собрания.</li> <li>3. Срок <b>внесения</b> акционером или группой акционеров, владеющих не менее чем 2% голосующих акций общества, <b>предложений</b> по кандидатурам в совет директоров, если повестка внеочередного собрания акционеров включает вопрос о его избрании кумулятивным голосованием (более поздний, чем 30 дней).</li> <li>4. Срок <b>проведения обязательного внеочередного собрания</b> акционеров для избрания совета директоров кумулятивным голосованием, составляющий менее 70 дней с момента принятия решения о его проведении.</li> </ol>
<b>Порядок / способ (регламенты)</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>5. Порядок выплаты <b>дивидендов</b>.</li> <li>6. Порядок принятия <b>общим собранием</b> решений по порядку его ведения.</li> <li>7. Порядок созыва и проведения заседаний <b>совета директоров</b>.</li> <li>8. Порядок работы <b>комитетов совета директоров</b>.</li> <li>9. Порядок избрания <b>ревизионной комиссии</b>.</li> </ol>

	<p>10. Порядок и основания для избрания <b>новых членов совета директоров</b> в случае досрочного прекращения полномочий предыдущего.</p> <p>11. Порядок назначения сотрудников <b>контрольно-ревизионной службы</b>.</p> <p>12. Иные случаи, при которых на совершаемые сделки распространяется порядок одобрения <i>крупных сделок</i> (сделки, связанные с имуществом, стоимость которого составляет от 25 до 50% балансовой стоимости активов организации).</p>
<b>Количественные показатели</b>	
<i>Количество голосов</i>	<p>13. Кворум для проведения заседания коллегиального <b>исполнительного органа</b>.</p> <p>14. Кворум для проведения <b>повторного общего собрания</b> акционеров в крупных АО (число акционеров более 500 тыс.), например не менее 20% размещенных голосующих акций.</p> <p>15. Количество голосов, необходимое для <b>выпуска и размещения облигаций</b> и иных ценных бумаг, конвертируемых в акции, если последние могут быть конвертированы в 25% или более в ранее размещенных обыкновенных акциях организации.</p> <p>16. Процент голосующих акций, находящийся в руках миноритарного акционера, дающий <b>право требовать</b> проведения заседания совета директоров по очерченному кругу вопросов (например, 2% голосующих акций).</p>
<i>Ограничения</i>	<p>17. Ограничения в отношении количества <b>акций</b>, принадлежащих <b>одному акционеру</b>, и их общей номинальной стоимости и ограничения максимального числа голосов, предоставляемых одному акционеру.</p> <p>18. Ограничение <b>количества организаций</b>, в которых члены совета директоров могут <b>одновременно</b> входить в его состав (не более 5).</p> <p>19. Ограничение числа <b>комитетов совета директоров</b>, в которые входят его члены (не более 3).</p>
<i>Организационная структуры управления</i>	<p>20. Количественный <b>состав совета директоров</b>, включая независимых директоров (не менее 3 или не менее 1/4 его состава).</p> <p>21. Число и структура <b>комитетов совета директоров</b>.</p>
<i>Стоимостные показатели</i>	<p>22. <b>Вознаграждение</b> исполнительных и неисполнительных <b>директоров</b>.</p> <p>23. Размер <b>вознаграждения посредника</b>, участвующего в размещении <b>дополнительных ценных бумаг</b> организации посредством подписки (по закону не должен превышать 10% цены размещения этих ценных бумаг).</p>
<b>Качественные показатели</b>	
<i>Объем полномочий /компетенция</i>	<p>24. Компетенция <b>комитетов совета директоров</b>.</p> <p>25. Полномочия <b>совета директоров</b> по принятию решения об <b>уменьшении размера оплаты труда генерального директора</b> и членов правления в случае выплаты дивидендов в неполном объеме или в неустановленный срок.</p> <p>26. Отнесение к компетенции совета директоров <b>одобрения сделок</b></p>

	<p><b>на сумму 10% и более</b> от балансовой стоимости активов организации.</p> <p>27. Определение понятия «<b>независимый директор</b>».</p> <p>28. Возможность выработки критериев для определения сделок с заинтересованностью в дополнение к критериям, предусмотренным законом</p>
<i>Требования к информации</i>	<p>29. Перечень дополнительных сведений о <b>кандидатах в органы организации</b>, которые избираются на общем собрании акционеров.</p> <p>30. Перечень информации, дополнительно включаемой <b>в годовой отчет</b> организации.</p> <p>31. <b>Уведомление акционеров</b>, не обладающих контрольным пакетом акций, об их праве <b>продать свои акции</b> акционеру (или группе акционеров), владеющему не менее чем 30% обыкновенных акций.</p> <p>32. Освобождение лиц, приобретающих контрольный пакет акций, от обязанности представить предложение акционерам о продаже принадлежащих им акций при осуществлении сделки по приобретению контроля.</p>
<i>Иные параметры</i>	<p>33. Формирование из чистой прибыли <b>фонда акционирования работников</b> (средства расходуются на приобретение акций организации, продаваемых ее акционерами для последующего размещения среди сотрудников).</p> <p>34. Иные преимущественные <b>права, предоставляемые привилегированными акциями</b> (помимо преимущественного права на получение дивидендов по сравнению с владельцами обыкновенных акций).</p> <p>35. Возможность <b>неденежной формы оплаты акций</b> организации при их приобретении.</p> <p>36. Случаи, когда <b>дивиденды выплачиваются имуществом</b> организации.</p>

### § 3.2 Организационная структура управления корпорацией

Организационная структура управления корпорацией представляет собой устойчивую совокупность обособленных подразделений, расположенных в иерархической последовательности, обусловленную миссией и стратегическими целями корпорации с наличием вертикальных и горизонтальных взаимосвязей. Данные взаимосвязи устанавливаются в соответствии с законодательными и внутренними корпоративными нормами, отличаются высоким уровнем динамизма и адаптации к возможным изменениям внутренней и внешней среды функционирования корпорации.

Высшее управление корпорациями во всех индустриально развитых странах носит примерно одинаковый характер. Оно состоит из собрания акционеров, совета директоров, генерального директора и правления акционерного общества. Причем все руководящие органы в акционерном обществе – выборные. Но при этом, как показывает опыт управления



корпорациями, решающая роль при принятии жизненно важных для корпорации решений принадлежит не многочисленной когорте мелких акционеров, а тем, кто владеет контрольным пакетом акций, или крупным акционером.

Система корпоративного управления определяет права и обязанности лиц, входящих в корпорацию, и других заинтересованных лиц, устанавливает правила и порядок принятия решений по делам корпорации.

Многообразие организационных форм интеграции обуславливают различия в структурном построении корпораций. Законодательная и нормативная база, регламентирующая вопросы корпоративного управления и функционирование совета директоров и высшего исполнительного руководства корпораций, имеет существенные страновые различия. В некоторых странах функции совета директоров выполняются наблюдательными советами. Это означает, что такой совет не имеет исполнительных функций. В других странах, напротив, совет директоров имеет более широкие полномочия, что позволяет ему устанавливать общие принципы управления корпорацией.

Рассмотрим основные функции органов управления, исполнительных органов, а также органов, не участвующих в управлении корпорацией в соответствии с учетом положений Федерального закона от 26.12.95 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»

#### 1. Общее собрание акционеров

Согласно статье 47 общее собрание акционеров является высшим органом управления акционерной корпорации.

Согласно статье 48 к компетенциям общего собрания акционеров, относятся:

1. внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции;
2. реорганизация общества;
3. ликвидация общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов;
4. определение количественного состава совета директоров (наблюдательного совета) общества, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий;
5. определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями;
6. увеличение уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций или путем размещения дополнительных акций, если уставом общества в соответствии с настоящим Федеральным законом увеличение уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций не отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества;
7. уменьшение уставного капитала общества путем уменьшения номинальной стоимости акций, путем приобретения обществом части

- акций в целях сокращения их общего количества, а также путем погашения приобретенных или выкупленных обществом акций;
8. образование исполнительного органа общества, досрочное прекращение его полномочий, если уставом общества решение этих вопросов не отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества, а также случаи, предусмотренные пунктами 6 и 7 статьи 69 настоящего Федерального закона;
  9. избрание членов ревизионной комиссии (ревизора) общества и досрочное прекращение их полномочий;
  10. утверждение аудитора общества;
  11. выплата (объявление) дивидендов по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года;
  12. утверждение годовых отчетов, годовой бухгалтерской отчетности, в том числе отчетов о прибылях и об убытках (счетов прибылей и убытков) общества, а также распределение прибыли (в том числе выплата (объявление) дивидендов, за исключением прибыли, распределенной в качестве дивидендов по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года) и убытков общества по результатам финансового года;
  13. определение порядка ведения общего собрания акционеров;
  14. избрание членов счетной комиссии и досрочное прекращение их полномочий;
  15. дробление и консолидация акций;
  16. принятие решений об одобрении сделок в случаях, предусмотренных статьей 83 (Порядок одобрения сделки, в совершении которой имеется заинтересованность) настоящего Федерального закона;
  17. принятие решений об одобрении крупных сделок в случаях, предусмотренных статьей 79;
  18. приобретение обществом размещенных акций в случаях, предусмотренных настоящим Федеральным законом;
  19. принятие решения об участии в финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций;
  20. утверждение внутренних документов, регулирующих деятельность органов общества;
  21. решение иных вопросов, предусмотренных настоящим Федеральным законом.

Вопросы, отнесенные к компетенции общего собрания акционеров, не могут быть переданы на решение исполнительному органу общества и на решение совету директоров (наблюдательному совету) общества, за исключением вопросов, предусмотренных данным законом.

Решение общего собрания акционеров по вопросу, поставленному на голосование, принимается большинством голосов акционеров - владельцев голосующих акций общества, принимающих участие в собрании.

Решение по вопросам, указанным в подпунктах 2, 6 и 15 - 19 принимается общим собранием акционеров только по предложению совета

директоров (наблюдательного совета) общества, если иное не установлено уставом общества. Решение по вопросам, указанным в подпунктах 1 - 3, 5 и 18 принимается общим собранием акционеров большинством в три четверти голосов акционеров - владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров.

К информации (материалам), подлежащей предоставлению лицам, имеющим право на участие в общем собрании акционеров, при подготовке к проведению общего собрания акционеров, относятся годовая бухгалтерская отчетность, в том числе заключение аудитора, заключение ревизионной комиссии (ревизора) по результатам проверки годовой бухгалтерской отчетности, сведения о кандидате (кандидатах) в исполнительные органы общества, совет директоров (наблюдательный совет), ревизионную комиссию (ревизоры), счетную комиссию общества, проект изменений и дополнений, вносимых в устав или проект устава общества в новой редакции, проекты внутренних документов, проекты решений общего собрания акционеров, а также информация (материалы), предусмотренная уставом.

Акционеры (акционер), являющиеся в совокупности владельцами не менее чем 2 процентов голосующих акций общества, вправе внести вопросы в повестку дня годового общего собрания акционеров и выдвинуть кандидатов в совет директоров (наблюдательный совет) общества, коллегиальный исполнительный орган, ревизионную комиссию (ревизоры) и счетную комиссию общества, число которых не может превышать количественный состав соответствующего органа, а также кандидата на должность единоличного исполнительного органа.

Совет директоров (наблюдательный совет) общества обязан рассмотреть поступившие предложения и принять решение о включении их в повестку дня общего собрания акционеров или об отказе во включении в указанную повестку дня.

#### Совет директоров (наблюдательный совет)

Совет директоров является коллегиальным органом управления и осуществляет общее руководство деятельностью акционерного общества в пределах своей компетенции. Основными задачами совета директоров, как правило, являются: разработка и реализация политики, обеспечивающей развитие корпорации, повышение ее устойчивости и увеличение прибыльности.

Совет директоров подотчетен общему собранию акционеров. Решения общего собрания акционеров, принятые в рамках его компетенции, являются для совета директоров обязательными.

Согласно статье 65 к компетенции совета директоров относятся следующие вопросы:

1. определение приоритетных направлений деятельности общества;
2. созыв годового и внеочередного общих собраний акционеров,
3. утверждение повестки дня общего собрания акционеров;

4. определение даты составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, и другие вопросы, отнесенные к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества;
5. увеличение уставного капитала общества путем размещения обществом дополнительных акций в пределах количества и категорий (типов) объявленных акций, если уставом общества в соответствии с настоящим Федеральным законом это отнесено к его компетенции;
6. размещение обществом облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг в случаях, предусмотренных настоящим Федеральным законом;
7. определение цены (денежной оценки) имущества, цены размещения и выкупа эмиссионных ценных бумаг в случаях, предусмотренных настоящим Федеральным законом;
8. приобретение размещенных обществом акций, облигаций и иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных настоящим Федеральным законом;
9. образование исполнительного органа общества и досрочное прекращение его полномочий, если уставом общества это отнесено к его компетенции;
10. рекомендации по размеру выплачиваемых членам ревизионной комиссии (ревизору) общества вознаграждений и компенсаций и определение размера оплаты услуг аудитора;
11. рекомендации по размеру дивиденда по акциям и порядку его выплаты;
12. использование резервного фонда и иных фондов общества;
13. утверждение внутренних документов общества, за исключением внутренних документов, утверждение которых отнесено настоящим Федеральным законом к компетенции общего собрания акционеров, а также иных внутренних документов общества, утверждение которых отнесено уставом общества к компетенции исполнительных органов общества;
14. создание филиалов и открытие представительств общества;
15. одобрение крупных сделок в случаях, предусмотренных Федеральным законом;
16. одобрение сделок, предусмотренных главой XI. (Заинтересованность в совершении обществом сделки) настоящего Федерального закона;
17. утверждение регистратора общества и условий договора с ним, а также расторжение договора с ним;
18. принятие решений об участии и о прекращении участия общества в других организациях, если уставом общества это не отнесено к компетенции исполнительных органов общества;
19. иные вопросы, предусмотренные настоящим Федеральным законом и уставом общества.

Вопросы, отнесенные к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества, не могут быть переданы на решение исполнительному органу общества.

Согласно статье 66 члены совета директоров избираются годовым общим собранием акционеров на период до следующего годового общего собрания акционеров. Если годовое общее собрание акционеров не было проведено в установленные Законом об акционерных обществах сроки, полномочия совета директоров прекращаются, за исключением полномочий по подготовке, созыву и проведению годового общего собрания акционеров.

Лица, избранные в состав совета директоров (наблюдательного совета) общества, могут переизбираться неограниченное число раз.

Членом совета директоров может быть только физическое лицо. Член совета директоров (наблюдательного совета) общества может не быть акционером общества.

Члены коллегиального исполнительного органа общества не могут составлять более одной четвертой состава совета директоров (наблюдательного совета) общества. Лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа, не может быть одновременно председателем совета директоров (наблюдательного совета) общества.

Количественный состав совета директоров (наблюдательного совета) общества определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров, но не может быть менее чем пять членов. Для общества с числом акционеров - владельцев голосующих акций общества более одной тысячи количественный состав совета директоров (наблюдательного совета) общества не может быть менее семи членов, а для общества с числом акционеров - владельцев голосующих акций общества более десяти тысяч - менее девяти членов.

Таблица 3.2.1

*Определение количественного состава совета директоров в отечественных корпорациях*

Численность акционеров - владельцев	Минимальное количество членов совета
1000 и менее	5
Более 1000	7
Более 10000	9

Выборы членов совета директоров в отечественных акционерных корпорациях осуществляются кумулятивным голосованием — число голосов, принадлежащих каждому акционеру, умножается на число лиц, которые должны быть избраны в совет директоров, и акционер вправе отдать полученные таким образом голоса полностью за одного кандидата или распределить их между двумя и более кандидатами. Избранными в состав совета директоров считаются кандидаты, набравшие наибольшее число голосов.

Согласно статье 67, председатель совета директоров избирается членами совета директоров из их числа большинством голосов. Совет директоров вправе в любое время переизбрать своего председателя большинством голосов членов совета директоров. Член совета директоров может быть избран

председателем или заместителем председателя совета директоров неограниченное число раз.

По решению общего собрания акционеров членам совета директоров в период исполнения ими своих обязанностей могут выплачиваться вознаграждение и (или) компенсироваться расходы, связанные с исполнением ими функций членов совета директоров, если иное не предусмотрено законодательством Российской Федерации.

Члены совета директоров не вправе использовать свое положение и полученную информацию о деятельности общества в личных интересах, а также допускать их использование в личных интересах другими лицами. В случае совершения членом совета директоров действий, противоречащих интересам общества, решением общего собрания акционеров его полномочия могут быть прекращены досрочно. Члены совета директоров должны доводить до сведения совета директоров, ревизионной комиссии и аудитора общества информацию<sup>54</sup>.

Исполнительный орган общества. Единоличный исполнительный орган общества (директор, генеральный директор) Коллективный исполнительный орган общества (правление, дирекция)

Согласно статье 69, руководство текущей деятельностью общества осуществляется единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) или коллегиальным исполнительным органом общества (правлением, дирекцией). Исполнительные органы подотчетны совету директоров (наблюдательному совету) общества и общему собранию акционеров, организует выполнение их решений, и действуют на основании устава.

Единоличный исполнительный орган общества (директор, генеральный директор) без доверенности действует от имени общества, в том числе представляет его интересы, совершает сделки от имени общества, утверждает штаты, издает приказы и дает указания, обязательные для исполнения всеми работниками общества.

Образование исполнительных органов общества и досрочное прекращение их полномочий осуществляются по решению общего собрания акционеров, если уставом общества решение этих вопросов не отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества.

Совмещение лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа общества (директором, генеральным директором), и членами коллегиального исполнительного органа общества (правления,

- 
- <sup>54</sup> о юридических лицах, голосующими акциями (долями, паями) которых в количестве 20 и более процентов они владеют самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом (лицами);
  - о юридических лицах, в органах управления которых они занимают должности;
  - об известных им совершаемых или предполагаемых сделках, в которых они могут быть признаны заинтересованными лицами;
  - о намерении учреждать или принимать участие в организациях, являющихся конкурентами

дирекции) должностей в органах управления других организаций допускается только с согласия совета директоров (наблюдательного совета) общества.

Общее собрание акционеров или совет директоров, если образование исполнительных органов отнесено уставом общества к его компетенции, вправе в любое время принять решение о досрочном прекращении полномочий единоличного исполнительного органа общества (директора, генерального директора), членов коллегиального исполнительного органа общества (правления, дирекции).

### **Вопросы для обсуждения:**

1. В чем заключается сущность системы корпоративного управления? Какова ее цель?
2. Какие элементы образуют систему корпоративного управления?
3. В чем различие между финансовыми и нефинансовыми участниками корпоративных отношений?
4. В чем отличие внутренних и внешних механизмов корпоративного управления?
5. В чем отличие внутреннего и внешнего информационного обеспечения корпоративного управления?
6. По каким основным параметрам компания может устанавливать собственный порядок организации?
7. Каковы основные функции общего собрания акционеров, касающиеся органов управления компанией?
8. Каковы основные функции общего собрания акционеров, касающиеся дивидендной политики компании?
9. Каковы основные функции общего собрания акционеров, касающиеся акций и уставного капитала компании?
10. Каковы основные функции совета директоров, касающиеся организационного аспекта управления компанией?
11. Каковы основные функции совета директоров касающиеся дивидендной политики компании?
12. Каковы основные функции совета директоров, касающиеся акций и уставного капитала компании?
13. Что представляет собой кумулятивное голосование?
14. Какова роль исполнительного органа в управлении корпорацией?

### **Тест:**

- 1 К финансовым участникам корпоративных отношений относятся:
  - а) банки, кредиторы;
  - б) поставщики, персонал;
  - в) региональные и местные органы власти.

- 2 Участники корпоративных отношений на макро-уровне являются:
  - а) совет директоров;
  - б) всемирный банк; фондовые биржи, Комитет по корпоративному управлению при Российском союзе промышленников и предпринимателей;
  - в) акционеры: мажоритарные и миноритарные.
- 3 Концентрация собственности и влияние со стороны акционеров относится к объекту корпоративного управления как:
  - а) структура собственности;
  - б) права акционеров;
  - в) прозрачность раскрытия информации и аудит;
  - г) структура и эффективность работы совета директоров.
- 4 К внутренним механизмам контроля относится:
  - а) рынок корпоративных ценных бумаг;
  - б) совет директоров;
  - в) рынок корпоративного контроля.
- 5 Процесс перемещения прав собственности и контроля над фирмами от одной группы акционеров и менеджмента к другой осуществляется:
  - а) на фондовом рынке;
  - б) посредством вмешательства государственных органов;
  - в) на рынке корпоративного контроля.
- 6 Под организационной структурой управления корпорации понимается:
  - а) Целостное единство следующих элементов: механизмов корпоративного контроля, порядка принятия решений, степени воздействия рынка капитала на внутреннее управление компании, находящиеся в тесной взаимосвязи с действующей в экономике финансовой системой, хозяйственным законодательством, нормами экономического поведения населения, сформированными предшествующим экономическим развитием
  - б) Устойчивая к кризисным ситуациям и прочим негативным проявлениям целостная совокупность внутренних и обособленных структурных подразделений, расположенных в иерархической последовательности, обусловленная миссией и стратегическими целями корпорации с наличием вертикальных и горизонтальных взаимосвязей.
- 7 К функциональным компетенциям общего собрания акционеров относятся:
  - а) реорганизация, ликвидация, назначение ликвидационной



- комиссии и утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов;
- б) определение приоритетных направлений деятельности общества, утверждение перспективных планов и основных программ деятельности общества, в том числе бюджетов и инвестиционных программ;
  - с) созыв годового и внеочередного общих собраний акционеров.
8. К функциональным компетенциям совета директоров относятся:
- а) утверждение годовых отчетов, годовой бухгалтерской отчетности, в том числе отчетов о прибылях и об убытках;
  - б) принятие решения об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций;
  - с) разработка рекомендаций по размеру выплачиваемых по максимальному размеру дивидендов по акциям и порядку их выплаты.
9. К функциональным компетенциям общего собрания акционеров относятся:
- а) определение количественного состава совета директоров (наблюдательного совета) общества, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий;
  - б) рекомендации по размеру дивиденда по акциям и порядку его выплаты;
  - с) утверждение штата, издание приказов и дача указаний, обязательных для исполнения всеми работниками общества.
10. К функциональным компетенциям совета директоров относятся:
- а) рекомендации по размеру выплачиваемых членам ревизионной комиссии (ревизору) общества вознаграждений и компенсаций и определение размера оплаты услуг аудитора;
  - б) избрание членов ревизионной комиссии (ревизора) общества и досрочное прекращение их полномочий;
  - с) избрание членов счетной комиссии и досрочное прекращение их полномочий.
11. Сколькими процентами голосующих акций должен обладать акционер, чтобы быть вправе внести вопросы в повестку дня годового общего собрания акционеров и выдвинуть кандидатов в совет директоров (наблюдательный совет) общества, коллегиальный исполнительный орган, ревизионную комиссию (ревизоры) и счетную комиссию общества?
- а) 1%;
  - б) 2%;

с) 10%.

12. Решения общего собрания акционеров, принятые в рамках его компетенции, являются для совета директоров:
- а) необязательными;
  - б) принимаются на усмотрение совета директоров;
  - с) обязательными.
13. Члены совета директоров избираются годовым общим собранием акционеров на:
- а) неограниченный период;
  - б) 5 лет;
  - с) год.
14. Лица, избранные в состав совета директоров (наблюдательного совета) общества, могут переизбираться:
- а) неограниченное число раз;
  - б) один раз;
  - с) повторно переизбираться не могут.
15. Член совета директоров (наблюдательного совета) общества:
- а) должен обязательно являться акционером общества;
  - б) может не быть акционером общества.
16. Какую часть не могут составлять члены коллегиального исполнительного органа общества от состава совета директоров (наблюдательного совета) общества?
- а) одну треть;
  - б) одну четвертую;
  - с) одну пятую.
17. Для общества с числом акционеров - владельцев голосующих акций общества более одной тысячи количественный состав совета директоров (наблюдательного совета) общества может быть:
- а) пять членов;
  - б) шесть членов;
  - с) восемь членов.
18. Для общества с числом акционеров - владельцев голосующих акций общества более десяти тысяч количественный состав совета директоров (наблюдательного совета) общества не может быть:
- а) десять членов;
  - б) восемь членов;
  - с) одиннадцать членов.

19. Председатель совета директоров избирается:
  - а) членами совета директоров;
  - б) акционерами;
  - в) правлением.
  
20. Может ли лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа общества (директора, генерального директора) или члена коллегиального исполнительного органа общества (правления, дирекции), совмещать должности в органах управления других организаций?
  - а) может;
  - б) не может;
  - в) допускается только с согласия совета директоров.

### **Задания для самостоятельной работы:**

Темы эссе и докладов.

1. Авторские подходы в литературе к категории «система корпоративного управления».
2. Структура Федерального закона от 26.12.95 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».
3. Права акционеров обыкновенных и привилегированных акций компании.
4. Ответственность членов совета директоров (наблюдательного совета) общества, единоличного исполнительного органа общества (директора, генерального директора) и (или) членов коллегиального исполнительного органа общества (правления, дирекции), управляющей организации или управляющего.
5. Независимые директора корпорации.

## **ГЛАВА 4. МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

### **§ 4.1. Понятие модели корпоративного управления**

Национальная модель корпоративного управления представляет собой целостное единство следующих элементов: механизмов корпоративного контроля, порядка принятия решений, степени воздействия рынка капитала на внутреннее управление компании, находящихся в тесной взаимосвязи с действующей в экономике финансовой системой, хозяйственным законодательством, нормами

экономического поведения населения, сформированными предшествующим экономическим развитием.

На формирование модели корпоративного управления значительное влияние оказывают конкретные условия развития экономики данной страны, исторические традиции хозяйственной жизни, состояние законодательной базы, укоренившиеся в обществе ценности и представления о нормах и правилах функционирования хозяйствующих субъектов. Поэтому существуют определенные различия – более или менее значительные – между моделями корпоративного управления разных стран. Современные исследователи, учитывая наиболее действенные из этих различий, выделяют три основные модели корпоративного управления: англо – американскую, германскую и японскую.

Родовые модели: англо-американская, германская и японская – являются представителями бесконечного многообразия структур внутреннего управления. Каждая из этих моделей представляет собой ответ на проблематику отношений между агентом и принципалом, а также оценивает эффективность организации производства. Принципиальным различием между ними является преобладание внутренних или внешних механизмов контроля. Нельзя просто взять одну из моделей и применять ее в другой стране, так как процесс формирования определенной модели управления динамичный: структура корпоративного управления всегда отвечает условиям и особенностям конкретной страны.

Основными признаками или элементами каждой модели являются:

1. Ключевые участники акционерного общества.
2. Механизм взаимодействия между ключевыми участниками
3. Структура владения акциями в конкретной модели.
4. Состав совета директоров (советов – в немецкой модели).
5. Законодательные рамки.
6. Требования к раскрытию информации для корпорации.
7. Корпоративные действия, требующие одобрения акционеров.

#### **§4.2. Англо - американская модель (Великобритания, США, Австралия, Канада)**

Развитие экономики в этих странах финансировалось путем мобилизации капитала на основе частного предпринимательства, работающего через механизм индивидуальных и независимых акционеров. В результате можно выделить пять базовых принципов модели:

- Разделение имущества и обязательств корпорации, с одной стороны, и собственников (акционеров) – с другой, что снижает

риск ведения бизнеса и позволяет создать более гибкие условия для привлечения дополнительного капитала.

- Разделение прав собственности и контроля над корпорацией.
- Достижение соответствия между индивидуальными целями вкладчиков капитала и целями экономического развития общества, поскольку ориентация компании на максимизацию доходов акционеров является условием повышения благосостояния общества.
- Максимизация богатства акционеров происходит через максимизацию рыночной стоимости акций компании; рынок ценных бумаг выступает естественным механизмом установления реальной стоимости компании и измерения благосостояния акционеров. Высокая ликвидность акций на рынке позволяет акционеру реализовать его пакет.
- Широко рассеянная акционерная собственность. Все акционеры пользуются равными правами. При этом, естественно, возникает противоречие между теми, кто инвестирует значительный объем капитала, получая более значительное влияние при принятии решений, и мелкими держателями акций. Наличие множества акционеров, располагающих мелкими пакетами акций, позволяет, с одной стороны, устанавливать контроль над компанией при относительно небольших долях, с другой стороны, делает для мелкого акционера невыгодным участие в контроле над корпорацией. Издержки, связанные с контролем, оказываются выше потенциальных выгод.

Рассмотрим основные характеристики данной модели.

1. Основными участниками корпоративных отношений выступают акционеры, совет директоров и менеджмент компании.
2. Банки не могут участвовать в капитале компаний прямо или косвенно — с помощью аффилированных инвестиционных банков, вовлекаться во внутренние процедуры управления и воздействовать на подбор высшего управленческого звена. Они осуществляют внешний контроль над использованием заемных средств<sup>55</sup>. В американском и английском законодательстве действует развитая система ограничений деятельности финансовых организаций. В

<sup>55</sup> По закону Гласса-Стигала (1933), принятому при президенте Ф.Д.Рузвельте в разгар Великой депрессии и устраняющим одну из существенных причин поразившего тогда США, и следом за ними весь капиталистический мир, экономического кризиса, а именно - слияние промышленного и финансового капитала в американской экономике. Финансовый, чисто спекулятивный по природе кризис в октябре 1929 г. в силу этого слияния немедленно распространился на реальный сектор экономики. Хотя в последние годы закон Гласса-Стигала подвергается критике, поскольку подрывает конкурентоспособность американских банков на мировом финансовом рынке, речь о поправках к нему пока не идет.

частности, в США запрещено банкам владеть более, чем 5% голосующих акций любой несберегательной компании, или каким-нибудь иным способом контролировать промышленную фирму. Пенсионным фондам, контролирующим около 2/3 акционерного капитала, находящегося в распоряжении финансовых организаций, запрещено иметь более 10% акций одной компании, чтобы исключить возможность большого влияния при голосовании и т.д.

3. Механизм взаимодействия между ключевыми участниками представляет так называемый треугольник корпоративного управления, результатом которого является формирование «агентских услуг» и агентских издержек.



Рис. 4.1.1. Основные участники в американской модели корпоративного управления

Механизмами корпоративного управления являются совет директоров компании, рынок ценных бумаг и рынок корпоративного контроля. Развитый рынок контроля, отработанные процедуры слияний и поглощений формируют рыночный контроль над корпорацией, понижение рыночной оценки компании по сравнению с потенциальной стоимостью принадлежащих ей активов делают ее объектом для враждебного поглощения. Следовательно, материальное вознаграждение менеджеров (бонусы, опционы на акции) и рынок корпоративного контроля (поглощения, ведущие к смене менеджмента) играют большую роль в корпоративном управлении.

Чем больше степень дисперсии собственности, тем в большей мере собственники заинтересованы в зависимости вознаграждения менеджеров от рыночной стоимости фирмы. Дисперсная структура собственности дополняет зависимость материальных стимулов от рыночных показателей, а доминирующая система стимулирования — господствующую структуру собственности, поддерживаемую прозрачностью рынка, которая, в свою очередь, дополняет управленческие стимулы.

4. Структура владения акциями в конкретной модели. Начиная с 1950-х г., в управлении корпорациями *возрастает роль*

институциональных инвесторов (акционеров). Финансовые структуры: пенсионные и инвестиционные фонды, страховые компании, управляют собственным портфелем ценных бумаг и не имеют специфических интересов участия в конкретной компании. Вследствие этого меняется структура управления капиталом<sup>56</sup>.

5. Совет директоров, избираемый акционерами, является основным органом корпоративного управления. По численности он составляет 13-15 человек. В его состав входят «внутренние» и независимые директора<sup>57</sup>. Совет контролирует все назначения, процедуры голосования, финансовое состояние компании, использование капитала. Совет директоров избирает генерального директора и наделяет его полномочиями для формирования всей управленческой команды верхнего уровня и правом менять его состав.
6. Законодательная база. Эффективная судебная система позволяют миноритарному акционеру добиться реализации собственных прав и привлечь к ответственности менеджмент и контролирующих акционеров при нарушении его интересов. Выработан широкий набор законодательных механизмов защиты компаний от недружественных поглощений.
7. Высокая степень обязательного раскрытия финансовой информации о деятельности корпораций: финансовая информация публикуется ежеквартально, открытыми должны быть данные о выплатах каждому из пяти наиболее высокооплачиваемых руководителей, данные о структуре капитала, сведения о вознаграждении, выплачиваемым исполнительным директорам.
8. В права акционеров входят: избрание директоров и назначение аудиторов, составление и применение плана выпуска опционов на приобретение акций служащими и руководством, слияния и поглощения, реорганизация корпорации, изменения и дополнения к ее уставу. В США акционеры не имеют права голосовать по размеру дивидендов, предлагаемому советом директоров, а в

<sup>56</sup> В США, например, частные лица (индивидуальные инвесторы) владеют в среднем 50 % капитала, 40% принадлежат различным финансовым институтам, а остальные 10% - прочим инвесторам. В 1990 г. институциональные инвесторы в США владели 53,3% акций американских корпораций. В Великобритании институциональные инвесторы владели приблизительно 61% акций британских корпораций, а индивидуальные – всего 21%. При этом индивидуальные инвесторы осуществляют лишь 20% сделок с ценными бумагами. Остальная часть приходится на долю институциональных собственников – пенсионных фондов, инвестиционных компаний и благотворительных организаций.

<sup>57</sup> Если число собственников невелико, то они могут войти в состав совета директоров и самостоятельно выработать необходимые процедуры и механизмы контроля за работой менеджеров компании. Но в большинстве корпораций число собственников весьма велико. В этих случаях проблемы решаются с помощью «внешних» членов совета директоров, то есть представителей собственников, никак не связанных с менеджментом данной компании.

Великобритании, наоборот, этот вопрос выносится на голосование. Акционеры могут осуществлять свое право голоса, не присутствуя на ежегодном собрании акционеров. Все зарегистрированные акционеры получают по почте следующие документы: повестку дня собрания со всей необходимой информацией, все предложения, годовой отчет корпорации и бюллетень для голосования. Акционеры имеют возможность голосовать «по доверенности», то есть они заполняют бюллетень и высылают его корпорации по почте. Акционеры имеют право вносить в повестку дня ежегодного общего собрания акционеров, а акционеры, владеющие более 10% капитала корпорации, имеют право созывать внеочередное (чрезвычайное) собрание акционеров.

#### Корпоративная структура

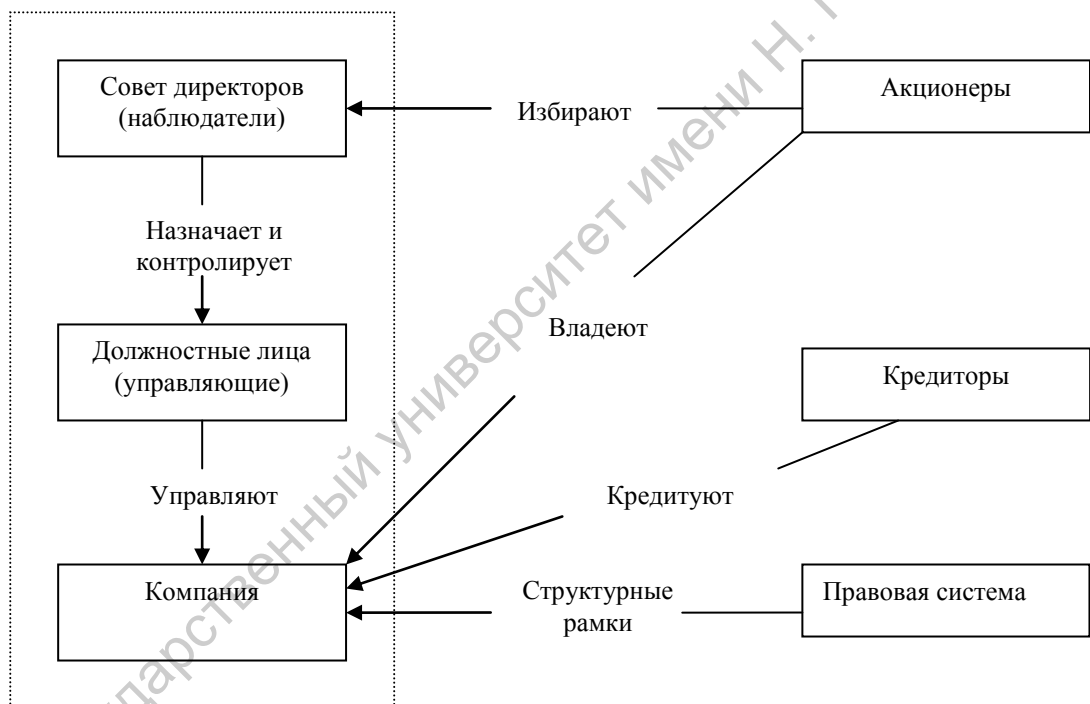


Рис.4 1.2. Англо-американская модель корпоративного управления

В рамках данной модели можно выделить следующие проблемы:

- стоимость капитала слишком высока, поэтому проект, который в Японии или Германии принесет прибыль, в США приходится отвергать;
- практика бухгалтерского учета, по мнению многих экспертов, независимо от стоимости капитала ведет к завышению оценки доходности проектов или неоправданно короткому сроку возврата инвестиций;
- фондовый рынок ориентирован на краткосрочные выгоды, инвесторы, прежде всего институциональные, не оценивают ситуацию в долгосрочной перспективе; фондовый рынок нередко не отражает истинной стоимости активов;
- заработная плата и иные формы вознаграждения высшего



руководства неоправданно быстро растут и по своим размерам не соответствуют реальному вкладу в успех компании.

### §4.3. Японская модель корпоративного управления

Японскую модель характеризует долгосрочная ориентация на инвестиции в промышленность, тесные связи между промышленным и финансовым секторами. Модель отличается тенденцией к группированию: хозяйственные единицы тесно связаны друг с другом посредством механизма перекрестного владения акциями, образуя корпоративные группы. Мобилизация капитала происходит на коллективной основе через банк группы. Ключевой особенностью является акцент на банковском и межкорпоративном контроле и представительстве. Кроме банков большую роль в корпоративном управлении играют члены так называемых кэйрэцу - аффилированные корпоративные акционеры<sup>58</sup>.

1. Основными участниками корпоративных отношений управления корпорацией являются банки, кэйрэцу, управляющие компаний и правительство страны, которое осуществляет координирующую роль. При безусловной важности акционерного финансирования в большинстве японских корпораций основными владельцами акций являются инсайдеры. Интересы внешних инвесторов практически не учитываются. С 1930-х гг. японское правительство проводит активную экономическую политику, направленную на оказание помощи японским корпорациям. Эта политика подразумевает официальное и неофициальное представительство правительства в Совете корпорации в случаях, когда она находится в затруднительном финансовом положении.

<sup>58</sup> Кэйрэцу - это мощные финансово-промышленные группы, которые сложились в послевоенной Японии. Для проведения политики демилитаризации страны после 1945 г. проводилась политика демонполизации, разукрупнения так называемых дзайбацу — крупных финансово-промышленных конгломератов, принадлежавших семейным кланам. Японские компании, формально пойдя на эти условия, выполнили требования по разукрупнению и акционированию. Но при этом сохранили высокий уровень взаимосвязи компаний посредством перекрестного владения акциями. Они обменивались пакетами акций, но при этом договаривались взаимно не продавать их. Тем самым сохранялся контроль над компаниями, что и привело в итоге к формированию кэйрэцу.

Послевоенное разукрупнение коснулось сферы промышленности и торговли, но не банковского сектора. Впоследствии правительство Японии, выполняя собственную программу экономического развития страны, сконцентрировало существенные финансовые ресурсы и распределило их между шестью крупнейшими банками. Банки самостоятельно организовывали инвестиционный процесс, беря риски на себя. Вокруг банков концентрировались группы взаимосвязанных промышленных, торговых, страховых компаний, сформировавшие шесть горизонтальных финансово-промышленных групп. Наряду с горизонтальными, постепенно формировались вертикальные финансово-промышленные группы — такие, как *Тойота*, *Сони*, *Нисан*.

2. Главные банки компании выполняют функции одновременно кредитора, крупного акционера, финансового и инвестиционного политика, с которыми практически все японские компании стремятся установить тесные партнерские связи. Главный банк, как правило, является главным держателем акций корпорации. Представители банков привлекаются в совет только в кризисных ситуациях.
3. Механизм взаимодействия между ключевыми участниками. По формальным признакам управление корпорациями строится по той же схеме, что и в США. Но неформальные стороны существенно различаются. Независимые акционеры практически не в состоянии повлиять на дела корпорации, в результате независимых директоров, представляющих независимых (внешних) инвесторов, мало. Схема японской модели выглядит как шестиугольник, в которой взаимодействие между участниками направлено на установление деловых контактов, а не на установление баланса сил, как в англо-американской модели.



Большую роль играют различные неформальные объединения - союзы, клубы, профессиональные ассоциации. Через них поддерживаются доверительные, дружеские отношения между взаимодействующими компаниями, происходит обмен информацией, в том числе конфиденциальной. Зачастую в неформальной обстановке происходит решение вопросов взаимоотношений компаний и согласование ключевых решений.

Данную комбинацию элементов можно охарактеризовать как внутренне согласованную систему, обеспечивающую решение проблемы минимизации издержек, связанных с конфликтом интересов.

4. Структура владения капиталом строится по следующей схеме: финансовые институты контролируют примерно 40%, индивидуальным акционерам принадлежит порядка 30%, 20% — нефинансовым организациям, и 10%- прочим. В Японии рынок акций целиком находится в руках финансовых организаций.

5. Совет директоров, как правило, многочисленный - около 50 человек, и практически полностью состоит из внутренних участников, то есть исполнительных директоров, управляющих, руководителей крупных отделов корпорации, и Правления<sup>59</sup>. Процент независимых членов чрезвычайно низок. Если объем прибыли корпорации уменьшается в течение продолжительного периода, основной банк и члены кэйрэцу могут снять директоров и назначить своих кандидатов, то есть состав зависит от финансового состояния компании. Привычным является назначение отставных чиновников различных министерств и ведомств в состав совета директоров компании. Представители аутсайдеров редко встречаются в составе совета директоров японских корпораций.
6. Законодательная база. Правительственные министерства имеют огромное влияние на промышленную политику Японии и традиционно осуществляют контроль за деятельностью корпорации. Ядро японского законодательства о фондовом рынке похоже на американское. Главные регулирующие органы: Бюро ценных бумаг Министерства финансов и Комитета по надзору за фондовыми биржами, учрежденный при Бюро в 1992 г. Бюро ответственно за соблюдение корпорациями существующего законодательства и расследование нарушений.
7. Раскрытие информации строго обязательно. Финансовая информация публикуется за полугодия, раскрываются данные о структуре капитала, даются сведения о каждом кандидате в совет директоров (имена и фамилии, занимаемые должности, отношения с корпорацией, владение акциями корпорации), данные о вознаграждениях, выплачиваемых исполнительным работникам и членам совета директоров, информация о возможном слиянии или реорганизации, о предлагаемых изменениях в уставе, имена лиц или названия компаний, предлагаемых к аудиторской проверке.
8. К правам акционеров относятся: выплата дивидендов; распределение средств; выборы совета директоров; назначение аудиторов; изменение величины уставного капитала; принятие поправок к уставу; выплата выходных пособий директорам и аудиторам; повышение верхнего предела вознаграждения директорам и аудиторам; вопросы слияния, поглощения и реорганизации. Предложения акционеров являются сравнительно новым в Японии. До 1981 г. законодательством не

---

<sup>59</sup> Министерство юстиции с истинно японским упорством пытается провести через парламент закон об обязательных внешних директорах компаний. Та же проблема остро встала в работающих по японской модели корпорациях стран Юго-Восточной Азии. В Республике Корея после краха компании «Дэу Групп», чье руководство было уличено в крупных махинациях с отчетностью, в стране был принят новый корпоративный кодекс, обязывающий корпорации иметь не менее 50% независимых директоров среди членов совета.

предусматривалось вынесение акционерами своих предложений на рассмотрение ежегодного общего собрания. В 1981г. была принята поправка к Коммерческому кодексу, устанавливающая, что акционер, владеющий по крайней мере 10% акций корпорации, может выступать с предложениями на ежегодном или внеочередном собрании акционеров. Японские корпорации заинтересованы в долгосрочных, предпочтительно аффилированных акционерах. Акционеры могут присутствовать на собрании лично или голосовать по доверенности, но иностранным акционерам голосовать очень сложно. Собрание – это частично формальное мероприятие, и корпорации не приветствуют какие – либо возражения акционеров. Большинство корпораций проводят свои собрания в одно и то же время, тем самым препятствуя присутствию или голосованию институциональных инвесторов в разных корпорациях.

Корпоративная структура

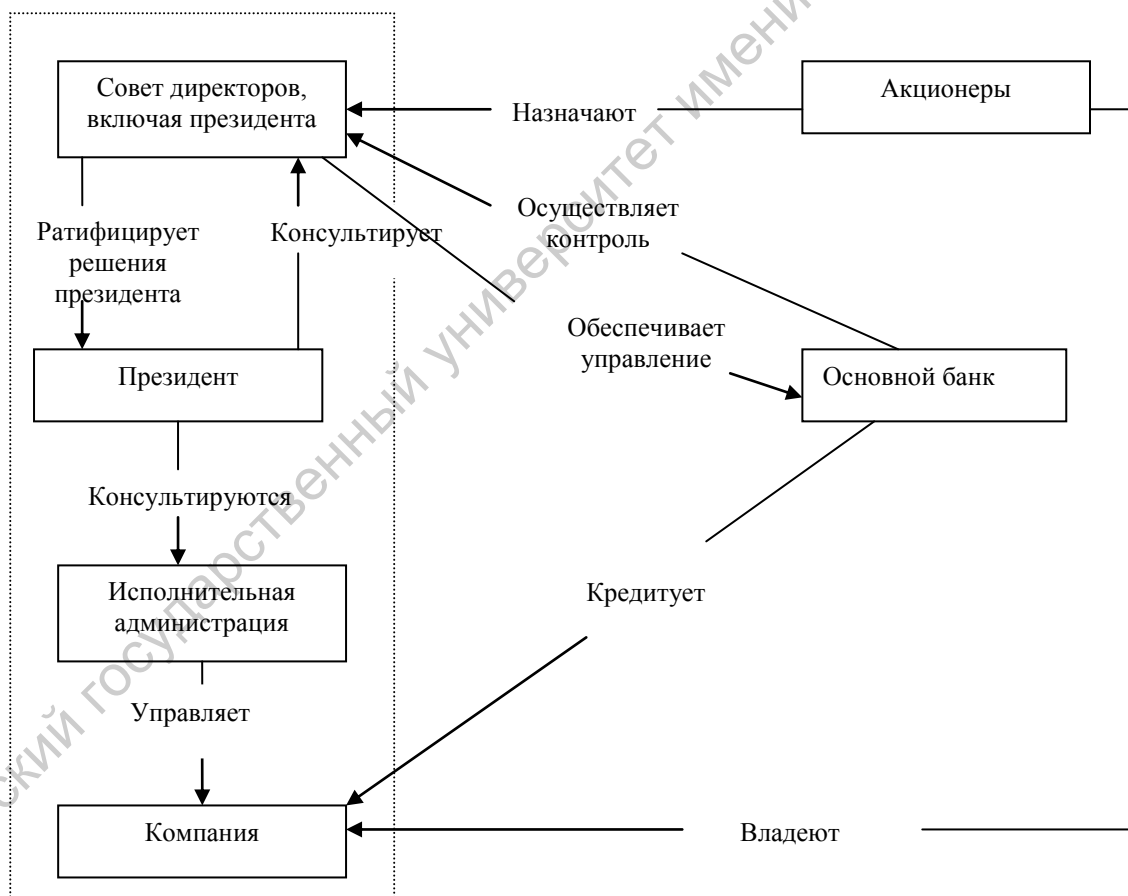


Рис.4 3.1.. Японская модель корпоративного управления

#### §4.4. Германская модель корпоративного управления (Германия, Австрия, Нидерланды, страны Скандинавии, Франция, Бельгия)

Европейские корпорации в меньшей степени отошли от предпринимательской стадии своего развития, и семейная собственность основателей сохраняется в виде крупных пакетов акций.

1. Основными участниками корпоративных отношений являются банки, акционеры и их управляющие.
2. Банки являются собственниками крупных пакетов акций, располагая 9-10% всех акций компаний, зарегистрированных в Германии и более чем 20% акций 33 крупнейших немецких промышленных корпораций. В руках банков обычно находится до 80% всех голосов на собраниях акционеров. Они осуществляют доверительное управление, располагая внутренней информацией о положении дел в компании вследствие ведения ссудных и текущих счетов, регулярно проводимого анализа кредитоспособности, участия в размещении облигационных займов. Банки имеют возможность квалифицированно воздействовать на разработку и принятие решений компании<sup>60</sup> и их представительство постоянно.

Банки способны защищать свои интересы как кредиторов через владение акциями, голосование по доверенности и представительство в советах, и именно это обстоятельство удерживает асимметрию информации между акционерами и кредиторами на низком уровне и способствует эффективным долговым контрактам.

3. Механизм взаимодействия между ключевыми участниками. Акционеры являются собой совокупность достаточно крупных держателей акций, способных объединяться для твердого контроля над менеджментом компании. Поэтому роль рынка ценных бумаг, как внешнего контролера, значительно снижена, поскольку корпорация сама контролирует собственную конкурентоспособность и результаты работы. В Германии корпорации также являются акционерами и могут иметь долгосрочные вложения в других неаффилированных корпорациях, то есть корпорациях, не принадлежащих к определенной группе связанных (коммерчески или промышленно) между собой корпораций. Учитываются интересы служащих, корпораций, банков и акционеров.

---

<sup>60</sup> Банковский механизм германской модели постоянно нацелен на долгосрочные инвестиционные отношения финансового и промышленного секторов. Коммерческие банки здесь универсальны и предоставляют широкий спектр услуг корпорациям: кредитование, брокерские и консалтинговые услуги, могут выполнять роль инвестиционного банка, осуществляя все работы, связанные с эмиссией акций. Как правило, промышленные компании стремятся установить тесные отношения с одним из банков, который становится основным кредитором и получает представительство в наблюдательном совете, одновременно становясь квалифицированным экспертом корпорации. Такой банк называется «домашний» банк компании. Например, у компании BMW «домашним» является Dresdner Bank, а у Daimler-Benz – Deutsche Bank.

Важнейший источник конфликтов интересов в Германии лежит не в отношениях между акционерами и менеджерами, как в США, а в плоскости контроля со стороны нефинансовых инвесторов и банков, которые через пирамиды собственности, представительство в наблюдательных советах, голосование по доверенности мелких акционеров способны осуществлять контроль, даже не обладая контрольным пакетом. Это определяет жесткий мониторинг с их стороны и относительную незначительность информационной асимметрии между акционерами и менеджментом, а, следовательно, и отсутствие необходимости в тесной связи вознаграждения менеджеров с рыночной ценой акций.

Жесткий мониторинг собственника объясняет и более низкий уровень вознаграждения. Информативность цен акций в качестве критерия успешности менеджмента снижается также в результате высокой степени концентрации собственности и низкой ликвидности большинства акций. Как и в Японии, в Германии мониторинг собственников замещает мониторинг рынка и дисциплинирующий эффект угрозы поглощения.

4. Структура владения капиталом определяется финансовыми институтами, которым принадлежит 70% капитала, 20% принадлежит индивидуальным инвесторам и 10% - прочим владельцам. Структура собственности относительно стабильна, возможность враждебного поглощения ограничена, продажа крупных пакетов акций происходит на внебиржевом рынке в процессе индивидуальных переговоров. Цена крупного пакета может существенно изменяться в зависимости от того, продавец или покупатель выступает инициатором сделки.
5. Совет директоров - не един, а состоит из двух органов: управленческого и наблюдательного советов. В управленческий совет - Правление (коллективный генеральный директор) входят от 5 до 15 членов, каждый из которых отвечает за определенные направления деятельности корпорации (управление финансами, персоналом, производством). Правление несет ответственность за текущее руководство компании. Наблюдательный совет является механизмом реализации принципа социального взаимодействия. Если в компании работает более двух тысяч человек, то по закону 50% членов наблюдательного совета избирается трудовым коллективом (в меньших по численности компаниях эта квота уменьшена), 30% мест принадлежит акционерам, и 20% - у прочих участников. Прерогатива наблюдательного совета – подбор, назначение и смена членов управленческого совета, утверждение баланса и годового отчета, определение дивидендной политики, утверждение основных капитальных затрат. В наблюдательный совет, как правило, входят «внешние» представители – банкиры, поставщики, потребители, он проводится раз в месяц. В германских

корпорациях членство в советах двух уровнях четко разграничено: совмещение не допускается. Численность наблюдательного совета устанавливается законом и не подлежит изменению.

6. Трудовой коллектив выступает активным участником корпоративного управления, поскольку он наделен рычагами влияния на принятие корпоративных решений через своих представителей в наблюдательном совете.
7. Законодательная база. В Германии существуют сильные федеральные традиции. Федеральные и местные законы оказывают влияние на структуру управления акционерными обществами. Федеральные законы включают в себя законы об акционерных обществах, законы о фондовых биржах, коммерческие законы, законы о составе наблюдательных советов.
8. Информация о деятельности компании представляется дважды в год – через 6 месяцев, раскрываются данные о структуре капитала, о вознаграждении, выплачиваемом членам правления и наблюдательного совета, данные об акционерах, владеющих более 5% акций корпорации, сообщения о существенных фактах, предполагаемых дополнениях и изменениях в уставе, имена лиц или компаний, приглашаемых для аудиторской проверки, предлагаемые поправки к Уставу.
9. Права акционеров обеспечивают распределение чистого дохода корпорации, утверждение решений правления и наблюдательного совета за прошедший финансовый год, выборы наблюдательного совета, назначение аудиторов, решения об осуществлении затрат, сотрудничество с филиалами, повышение верхнего предела вознаграждения членам наблюдательного совета. В Германии и других странах, использующих немецкую модель, узаконены ограничения прав акционеров в части голосования, то есть ограничивается число голосов, которое акционер имеет на собрании, и которое может не совпадать с числом акций, которыми этот акционер владеет.

## Корпоративная структура

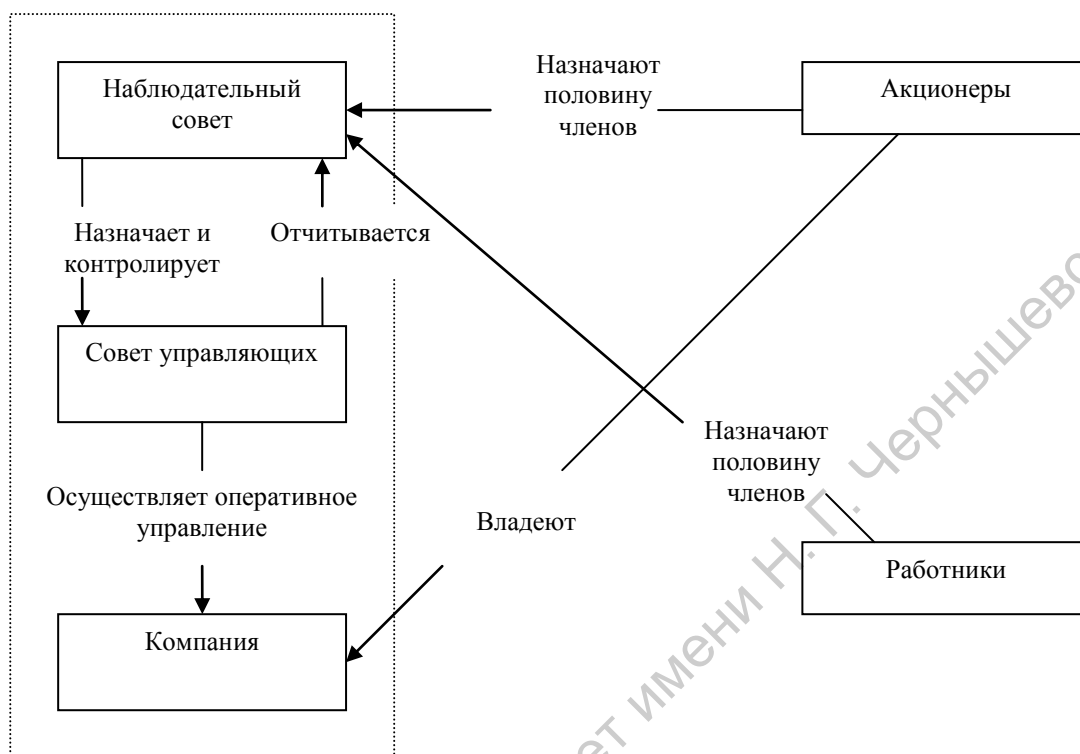


Рис. 4.4.1. Германская модель корпоративного управления

Проведем сравнительный анализ моделей корпоративного управления с помощью следующей таблицы.

Таблица 4.4.1<sup>61</sup>

## Сравнительная характеристика моделей корпоративного управления

	Англо – саксонская модель	Японо – германская модель
<i>Инструменты на уровне фирмы</i>		
<i>Степень концентрации акционерной собственности</i>	Дисперсия акционерной собственности преимущественно между домашними хозяйствами и институциональными инвесторами.	Концентрация акционерной собственности и контроль со стороны банков.
<i>Перекрестное / неперекрестное владение акциями</i>	Незначительное перекрестное владение акциями.	Значительное перекрестное владение акциями.
<i>Участие банков</i>	Незначительное участие банков в акционерной собственности и операциях компании.	Значительное прямое и косвенное участие банков в акционерной собственности и значительное участие в операциях компаний (мониторинг, принятие

<sup>61</sup> Саркисянц А.Г. Корпоративное управление: мировой опыт и Россия. // Аудитор, 2007, №5. С.53.



		решений, реструктуризация).
<i>Рынок корпоративного контроля</i>	Активный рынок корпоративного контроля (недружественные поглощения, борьба за голоса акционеров).	Отсутствие масштабного рынка корпоративного контроля
<i>Стимулирование менеджеров</i>	Сильное влияние материального стимулирования менеджеров.	Слабое влияние материального стимулирования менеджеров.
<i>Доля облигаций в заемных средствах</i>	Высокая доля облигаций в заемных средствах по сравнению с кредитом.	Низкая доля облигаций в заемных средствах по сравнению с кредитом.
<i>Инструменты на политическом уровне</i>		
<i>Требования к предоставлению информации</i>	Значительные требования к представлению информации и отчетности со стороны фондового рынка.	Ограниченные требования к представлению информации и отчетности со стороны фондового рынка.
<i>Степень защиты миноритарных акционеров</i>	Сильная защита миноритарных акционеров, барьеры для масштабных операций акционеров.	Ограниченная защита миноритарных акционеров, малочисленные барьеры для масштабных операций акционеров.
<i>Рынок корпоративных операций</i>	Правила, благоприятствующие или хотя бы не препятствующие рынку корпоративных облигаций	Возможность правовых ограничений масштабов рынка корпоративных облигаций.
<i>Защита кредиторов / от кредиторов</i>	Законодательство о банкротстве с элементами защиты от кредиторов.	Законодательство о банкротстве с элементами защиты требований кредиторов.

#### § 4.5. Интеграционные процессы основных моделей корпоративного управления

Международная конкуренция усиливает необходимость совершенствования корпоративного управления. Интеграционные процессы и глобализация экономики приводят к сближению рассматриваемых моделей, заставляют страны учитывать положительные аспекты других систем, одновременно сохраняя лучшие черты собственных.

##### *Эволюция японской модели корпоративного управления*

В конце 1980-х – начале 1990-х гг. финансовая либерализация, укрепление кредитоспособности многих фирм и ослабление влияния банков привели к росту издержек, связанных с конфликтом интересов, и неэффективности многих инвестиций. Фирмы оставались непрозрачными при сохранении трудностей внешнего мониторинга, что потребовало системных изменений. Несмотря на то, что стабильное перекрестное владение акциями продолжало служить защитой от угрозы поглощения компаний, Япония приступила к масштабной реструктуризации

корпоративного сектора, низкая прибыльность которого связывалась со слабостью балансов и низкой доходностью банков.

В 1997 г. в Японии было разрешено стимулирование менеджеров через опционы на акции, но эта мера оставалась неэффективной в условиях низкой ликвидности фондового рынка. В результате выяснилась необходимость радикальных реформ в направлении усиления роли рынка капиталов, а также изменения в системе вознаграждения менеджеров и в структуре собственности и капитала японских фирм.<sup>62</sup>

В 2002 г. власти ввели новый порядок внесудебной процедуры реструктуризации в обмен на отказ взыскания долга или конверсию долга в акции согласно рекомендациям, вырабатываемым соответствующими министерствами, ассоциациями предпринимателей и банкиров.

#### *Эволюция германской модели корпоративного управления*

В последние годы правовая и институциональная среда корпоративного управления в Германии претерпевают заметные изменения, вызванные европейской интеграцией и глобализацией рынков капитала и законодательных систем. Эти изменения затрагивают роль крупных акционеров и банков, структуру и уровень вознаграждения менеджеров, стандарты предоставления информации и прозрачность фирм и рынков.

В 1998 г. в Германии был принят закон, запрещающий любые отклонения от принципа «одна акция — один голос». Также закон запрещает использовать фирмам при выборах наблюдательных советов голосующие акции других принадлежащих им фирм, что сделано для решения проблемы переплетающихся директоров, препятствующей контролю со стороны внешних акционеров. Закон ограничивает права банков на использование голосования по доверенности, разрешает применять в качестве компонента вознаграждения менеджеров опционы на акции, которые быстро завоевали популярность.

Таким образом, наметившиеся тенденции в регулировании фондового рынка, в его прозрачности, структуре собственности, роли банков, стимулирования менеджеров и т.д. говорят о движении японской и германской моделей в сторону американской модели, которая также не является неизменной.

#### *Эволюция американской модели корпоративного управления*

Под давлением конкурентных сил американская модель эволюционирует в сторону германской и японской моделей. Наиболее яркое свидетельство тому — отмена многолетнего жесткого разграничения между коммерческими и инвестиционными банками и универсализация американских банков. США вводят в законодательство некоторые нормы, в

---

<sup>62</sup> Саркисянц А.Г. Корпоративное управление: мировой опыт и Россия.// Аудитор, 2007, №5. С. 54.

частности, отмену ограничений на участие банков в акционерном капитале корпораций.

Пересмотр и корректировка отчетности по прибыли ряда крупных публичных корпораций поставили вопрос о надежности практики финансового учета и качества предоставляемой корпоративной финансовой информации. Все это подтолкнуло к созданию в 2002 г. Специальной группы по борьбе с корпоративным мошенничеством, состоящей из представителей правоприменительных органов: Министерства юстиции, Комитета по ценным бумагам (SEC) и других ведомств, и к принятию закона Сарбанеса-Оксли, предусматривающего выделение судам и федеральным агентствам дополнительных средств, предназначенных для предоставления инвесторам возможности слежения за качеством управленческих решений.

Согласно закону, создана новая организация – Совет по надзору за финансовым учетом в публичных компаниях, в задачи которого входят разработка и применение стандартов аудиторской проверки, а также сертификация финансовых отчетов корпораций.

Обеспечение инвесторов своевременной и точной информацией о деятельности и финансовых результатах корпораций является основным направлением реформы. Закон Сарбанеса – Оксли содержит новые требования к содержанию и срокам предоставления информации корпорациями, в том числе касающейся сделок с акциями, состояния внутренних систем контроля, качественного состава комитетов по аудиту.

Финансовые аналитики и аудиторы также обязаны предоставлять определенную информацию, дающую возможность инвесторам судить о возможных конфликтах интересов. Закон существенно ужесточает санкции за нарушение норм предоставления информации и за мошенничество (увеличивая, помимо штрафов, максимальный срок тюремного заключения в четыре раза).

Закон Сарбанеса-Оксли вводит дополнительные санкции за несоблюдение ответственности и требования к внутренним системам управления. Так, высший исполнительный руководитель (СЕО) и главный финансист (CFO) корпорации обязаны лично удостоверить точность и полноту финансовых отчетов. Удостоверение заведомо сфальсифицированной отчетности квалифицируется как уголовное преступление и подвергается штрафу до 1 млн. долл., а преднамеренная фальсификация — до 5 млн долл.; совершившие их должностные лица могут быть лишены всех дополнительных вознаграждений, полученных от компании. На комитеты по аудиту возлагается ответственность за назначение и оплату внешних аудиторов. Руководители юридических служб обязаны сообщать обо всех известных им фактах нарушений.

Аналогично закону, в «Плане президента из десяти пунктов по улучшению корпоративной ответственности и защите американских

акционеров» лежат три ключевых принципа: точность и доступность информации, ответственность менеджмента и независимость аудиторов. На эти предложения немедленно отреагировал частный сектор, прежде всего в лице NYSE и Nasdaq, которые выступили в 2002 и 2003 гг. со своими инициативами в соответствии с новым законодательством и новыми правилами.

### **Вопросы для обсуждения:**

1. Каковы факторы, формирующие национальную модель корпоративного управления?
2. Проведите сравнительную характеристику национальных моделей корпоративного управления по ключевым участникам акционерного общества.
3. Проведите сравнительную характеристику национальных моделей корпоративного управления по механизмам взаимодействия между ключевыми участниками.
4. Проведите сравнительную характеристику национальных моделей корпоративного управления по структуре владения акциями.
5. Проведите сравнительную характеристику национальных моделей корпоративного управления по составу совета директоров.
6. Проведите сравнительную характеристику национальных моделей корпоративного управления по законодательным аспектам.
7. Проведите сравнительную характеристику национальных моделей корпоративного управления по требованиям к раскрытию информации для корпорации.
8. Каковы основные аспекты эволюции национальных систем корпоративного управления США, Японии и Германии? Каковы последствия данных изменений?

### **Тест:**

1. Развитие экономики финансировалось путем мобилизации капитала на основе частного предпринимательства, работающего через механизм индивидуальных и независимых акционеров в странах:
  - а) Великобритания, США, Австралия, Канада;
  - б) Германия, Австрия, Нидерланды, страны Скандинавии, Франция, Бельгия;
  - в) Япония.
2. Рынок ценных бумаг выступает естественным механизмом установления реальной стоимости компании и измерения благосостояния акционеров в:
  - а) американской модели;
  - б) германской модели;

- с) японской модели.
3. Широко рассеянная акционерная собственность характерна для:
- а) американской модели;
  - б) германской модели;
  - с) японской модели.
4. Банки не могут участвовать в капитале компаний прямо или косвенно, вовлекаться во внутренние процедуры управления и воздействовать на подбор высшего управленческого звена в:
- а) японской модели;
  - б) американской модели;
  - с) германской модели.
5. Материальное вознаграждение менеджеров (бонусы, опционы на акции) и рынок корпоративного контроля (поглощения, ведущие к смене менеджмента) играют большую роль в корпоративном управлении в:
- а) японской модели;
  - б) германской модели;
  - с) американской модели.
6. Чем больше степень дисперсии собственности,
- а) тем в большей мере собственники заинтересованы в зависимости вознаграждения менеджеров от рыночной стоимости фирмы;
  - б) тем в меньшей мере собственники заинтересованы в зависимости вознаграждения менеджеров от рыночной стоимости фирмы;
  - с) дисперсия собственности не отражается на интересах собственников.
7. Эффективная судебная система позволяют миноритарному акционеру добиться реализации собственных прав и привлечь к ответственности менеджмент характерна для:
- а) японской модели;
  - б) германской модели;
  - с) американской модели.
8. Высокая степень обязательного раскрытия финансовой информации характерна для:
- а) японской модели;
  - б) американской модели;
  - с) германской модели.

9. Характеристиками германской модели корпоративного управления являются:
- a) двухпалатное построение совета директоров позволяет четко разграничить функции по текущему управлению и контролю. Наблюдательный совет представляет как акционеров компании, так и прочих соучастников корпорации, включая обязательное представительство работников.
  - b) внутренняя структура управления корпорацией предусматривает высокую степень самостоятельности менеджмента от собственника – права акционеров фактически сведены к избранию совета директоров, который представлен менеджментом и независимыми директорами,
  - c) банки не могут участвовать в капитале компаний и осуществляют внешний контроль над использованием заемных средств, не вовлекаясь во внутренние процедуры управления и не воздействуя на подбор высшего управленческого звена.
10. Взаимодействие между участниками направлено на установление деловых контактов, а большую роль играют различные неформальные объединения – союзы, клубы, профессиональные ассоциации в:
- a) японской модели;
  - b) германской модели;
  - c) американской модели.
11. Трудовой коллектив выступает активным участником корпоративного управления, поскольку он наделен рычагами влияния на принятие корпоративных решений через своих представителей в наблюдательном совете в:
- a) японской модели;
  - b) германской модели;
  - c) американской модели
12. Совет директоров – многочисленный и практически полностью состоит из внутренних участников, то есть исполнительных директоров, управляющих, руководителей крупных отделов корпорации, и Правления, характерен для:
- a) американской модели;
  - b) германской модели;
  - c) японской модели
13. Значительное перекрестное владение акциями характерно для:
- a) американской модели;
  - b) германо-японской модели;

- с) для всех моделей.
12. Правительство страны является основным участником корпоративных отношений в:
- а) американской модели;
  - б) германской модели;
  - с) японской модели.
13. Независимые акционеры практически не в состоянии повлиять на дела корпорации в:
- а) американской модели;
  - б) японской модели;
  - с) германской модели.
14. Семейная собственность основателей сохраняется в виде крупных пакетов акций в:
- а) американской модели;
  - б) германской модели;
  - с) японской модели.
15. Источник конфликтов интересов, лежащий в плоскости контроля со стороны нефинансовых инвесторов и банков наблюдается в:
- а) американской модели;
  - б) японской модели;
  - с) германской модели.
16. Японской и германской моделям присущ:
- а) мониторинг собственника;
  - б) мониторинг рынка.
17. В германской модели наблюдательный совет:
- а) несет ответственность за текущее руководство компании;
  - б) является механизмом реализации принципа социального взаимодействия участников корпоративных отношений.

### **Задания для самостоятельной работы:**

Темы эссе и докладов

1. Особенности изменений в корпоративной системе США.
2. Особенности изменений в корпоративной системе Японии.
3. Особенности изменений в корпоративных системах Европейских стран.

#### 4. Особенности развития корпоративной модели России.

### ГЛАВА 5. УПРАВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ

#### §5.1. Концепции управления корпоративными финансами

В системе теоретических концепций и моделей, определяющих цель и основные параметры финансовой деятельности предприятия, наиболее значимыми являются следующие:

- Концепция приоритета экономических интересов собственников.

Впервые ее выдвинул американский экономист Герберт Саймон. Опровергая классическое и неоклассическое представление о фирме, как организации, нацеленной на максимизацию полезности и прибыли, он сформулировал альтернативную целевую концепцию ее экономического поведения, заключающуюся в необходимости приоритетного удовлетворения интересов собственников. Эта теоретическая концепция в прикладном своем значении формулируется как «максимизация рыночной стоимости предприятия». В 1978 г. Саймону была присуждена Нобелевская премия по экономике.

- Современная портфельная теория.

Ее родоначальником является Гарри Марковиц, изложивший основные принципы данной концепции в 1952 г. в работе «Выбор портфеля». В основе концепции лежат принципы оптимизации соотношения уровня риска и доходности рискованных инструментов финансового инвестирования при формировании инвестиционного портфеля по критерию максимизации благосостояния собственников. В дальнейшем в разработку теории существенный вклад внесли Джеймс Тобин и Уильям Шарп, являющиеся лауреатами Нобелевской премии по экономике.

- Концепция стоимости капитала.

Первоначальные теоретические разработки этой проблемы были осуществлены еще в 1938 году американским экономистом Джоном Уильямсом и изложены в работе «Теория инвестиционной стоимости». В наиболее системном виде эта концепция получила отражение в 1958 г. в работе известных американских исследователей Франко Модильяни и Мертона Миллера «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций». Сущность этой концепции состоит в том, что затраты предприятия по привлечению и обслуживанию капитала существенно различаются в разрезе отдельных источников. В связи с этим при выборе альтернативных источников финансирования активов количественная оценка стоимости привлекаемого капитала играет



решающую роль. Минимизация средневзвешенной стоимости капитала при прочих равных условиях обеспечивает максимизацию благосостояния собственников. Оба эти ученых являются лауреатами Нобелевской премии по экономике.

- Концепция структуры капитала.

Эта концепция также была выдвинута Франко Модильяни и Мертоном Миллером и изложена в работе «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций» в 1958 г. В основе этой концепции лежит механизм влияния избранного предприятием соотношения собственного и заемного капитала на показатель его рыночной стоимости. В совокупности с концепцией стоимости капитала теоретические выводы этой концепции положены в основу разработки «Модели оценки эффекта финансового левериджа», которая широко используется в практике финансового менеджмента.

- Теория дивидендной политики.

Основы теоретических разработок этой проблемы были заложены в 1956 году американским экономистом Джоном Линтнером в его работе «Распределение корпоративного дохода между дивидендами, капитализацией и налогами». Однако наиболее существенные теоретические выводы по этой проблеме были сделаны уже упоминавшимися американскими учеными — нобелевскими лауреатами Мертоном Миллером и Франко Модильяни в их работе «Дивидендная политика, возрастание стоимости акций», опубликованной в 1961 году. Теоретические основы дивидендной политики рассматривают механизм ее влияния на рыночную стоимость компании и цену ее акций, позволяя оптимизировать размер текущих дивидендов с учетом влияния различных факторов.

- Концепция стоимости денег во времени.

Основные теоретические положения этой концепции были сформулированы в 1930 году Ирвином Фишером в работе «Теория процента: как определить реальный доход в процессе инвестиционных решений». Позднее — в 1958 году — более полный механизм этой концепции был рассмотрен Джоном Хиршлейфером в работе «Теории оптимального инвестиционного решения». Сущность этой концепции состоит в том, что настоящая стоимость денег всегда выше их будущей стоимости в связи с альтернативой возможного их инвестирования, а также влияния факторов инфляции и риска. С учетом этой концепции разработаны различные модели дисконтирования денежных потоков.

- Концепция взаимосвязи уровня риска и доходности.

Теоретические основы этой концепции впервые были сформулированы в 1921 году Фрэнком Найтом — основателем Чикагской школы экономической теории — в книге «Риск,

неопределенность и прибыль». Сущность этой концепции состоит в том, что между уровнем ожидаемого дохода и уровнем сопутствующего ему риска существует прямо пропорциональная зависимость. На базе этой концепции построены множественные модели оценки финансовых активов (финансовых инструментов инвестирования) и методика инвестиционного анализа в системе портфельной теории.

- Модели оценки акций и облигаций на основе их доходности.

Простейшие модели оценки таких финансовых инструментов инвестирования как акции и облигации на основе данных об их доходности (дивидендах, процентах) были впервые систематизированы Джоном Уильямсом еще в 1938 году в его работе «Теория инвестиционной стоимости». Затем в связи с появлением новых разновидностей этих финансовых инструментов система моделей этого вида была дополнена Майроном Гордоном в работе «Инвестирование, финансирование и оценка стоимости корпорации», опубликованной в 1962 г. и Скоттом Бауманом в работе «Инвестиционный доход и настоящая стоимость, опубликованной в 1969 г. В основе всех моделей лежит дисконтированная стоимость ожидаемой доходности финансовых инструментов при соответствующем уровне их риска.

- Модель оценки финансовых активов с учетом систематического риска

Своим появлением данная модель обязана американскому исследователю Уильяму Шарпу, опубликовавшему ее в 1964 году в работе «Цены финансовых активов». Ее основу составляет определение необходимого уровня доходности отдельных финансовых инструментов инвестирования с учетом уровня их систематического риска. На основе этой модели формируется график линии доходности ценных бумаг, определяющий зависимость между уровнем систематического риска финансовых инструментов инвестирования и уровнем необходимой доходности по ним. Позднее эта модель была усовершенствована Джоном Линтнером в 1965 году, Яном Моссиным в 1966 году и другими исследователями.

- Гипотеза эффективности рынка.

Гипотеза была выдвинута в 1970 г. американским экономистом Юджином Фама в работе «Эффективные рынки капитала: обзор теоретических и практических исследований». Данная гипотеза отражает зависимость ценовой эффективности фондового рынка от уровня информационного обеспечения его участников. В соответствии с этой гипотезой процесс формирования цены предполагает, что ожидаемая доходность ценных бумаг является случайной величиной, отражающей соответствующий уровень информированности участников рынка. В зависимости от условий информационного обеспечения

участников следует различать слабую, среднюю и сильную ценовую эффективность фондового рынка. Участники, в наибольшей степени владеющие информацией, имеют приоритет в поиске и приобретении финансовых активов, котируемые цены на которые отличаются от их реальной рыночной стоимости ("недооценены рынком").

- Концепция агентских отношений.

Авторами этой концепции являются американские исследователи Майкл Дженсен и Уильям Меклинг, опубликовавшие ее в 1976 году в работе "Теория фирмы: управленческое поведение, агентские затраты и структура собственников». Рассматриваемая концепция предполагает, что между собственниками и менеджерами может существовать конфликт интересов в обеспечении максимизации благосостояния собственников. Концепцией утверждается, что деятельность менеджеров (агентов) лишь тогда будет направлена на реализацию главной цели управления финансами, если она будет дополнительно стимулироваться их участием в прибыли и соответственно эффективно контролироваться собственниками. В свою очередь, агентские затраты оказывают влияние на формирование и распределение прибыли, дивидендную политику, а соответственно и на цену обращающихся на рынке акций компании.

- Концепция асимметрической информации.

Авторами этой концепции являются американские экономисты Стюарт Майерс и Николас Майджлаф, опубликовавшие ее в 1984 г. в работе «Корпоративное финансирование и инвестиционные решения в условиях, когда фирмы владеют информацией, которой не располагают инвесторы». Сущность этой концепции заключается в том, что потенциальные инвесторы — возможные покупатели ценных бумаг компании располагают о ее деятельности меньшим объемом информации, чем ее менеджеры. Поэтому в те периоды, когда стоимость ценных бумаг компании «переоценена рынком», менеджеры инициируют дополнительную эмиссию этих ценных бумаг, в результате чего их прогнозируемая доходность искусственно завышается. В результате асимметрической информации инвесторы несут впоследствии определенные финансовые потери.

## § 5.2. Модель управления стоимостью как инновационный подход управления корпорацией Value based management (VBM)

На протяжении развития рыночных условий функционирования фирм в западных странах в теории управления фирмой наблюдалась

трансформация целевых установок фирмы и менялась модель главной ее целевой функции. В рамках теории выделялись такие модели целевой функции фирмы, как модель максимизации прибыли, минимизации операционных и транзакционных издержек, модель максимизации объемов продаж – роста, модель максимизации темпов роста предприятия, модель обеспечения конкурентных преимуществ, а также модель максимизации добавленной стоимости.

В соответствии с приведенными целевыми установками менеджеры фирм определяли и разрабатывали стратегии и тактики их реализации. Затратные принципы, модели максимизации прибыли и минимизации текущих издержек лежат в основе целевых установок фирм короткого периода, а базирующиеся на них стратегии зачастую ослабляют долгосрочные позиции компании в связи с недостаточным использованием рыночных возможностей и близоруким прогнозированием развития компании.

Таким образом, современному отечественному менеджменту при разработке различных типов стратегий развития компаний следует руководствоваться принципами, лежащими в основе современного корпоративного управления в западных странах, а именно принципами управления стоимостью компании (value based management, VBM). Модель VBM «представляет собой систему новых принципов финансового анализа, нацеленную на выявление изменений в инвестиционной стоимости компании независимо от формы ее собственности (открытая и закрытая) путем оценки созданной за год экономической прибыли».<sup>63</sup>

В последние десять лет среди экономистов США, Европы и Японии получила приоритетное развитие теория, в соответствии с которой целью функционирования предприятия является благосостояние его владельцев, непосредственно связанное с капитализацией компании. То есть, инвесторы приобретают акции корпорации, становясь ее акционерами, в надежде получить высокую отдачу от своих вложений и не подвергать себя чрезмерному риску. Формой отдачи от инвестиций и индикатором рискованности стратегии фирмы и ее менеджмента являются объем дивидендов, выплачиваемый акционерам, и рост цены акций, который в свою очередь связан с последним.

Следовательно, современный менеджмент компаний должен проводить политику, предпринимать инвестиционные, инновационные и маркетинговые стратегии, результатом которых является повышение благосостояния акционеров, повышение рыночной стоимости компании или рост ее капитализации. То есть другими словами, каждая стратегия должна быть «пропитана» анализом стоимости.

---

<sup>63</sup> Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании. // Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании. : сб. ст. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых / под науч. ред. Т.В. Тепловой; Гос. ун – т – Высшая школа экономики. – М.: Изд. Дом ГУ ВШЭ, 2006. С.6.

Концепция управления стоимостью становится сейчас предметом исследования и современных отечественных экономистов, одни из которых рассматривают ее как инновацию современного управления, другие подвергают критике. Так, по мнению одних ученых модель VBM является аналитической инновацией, так как вводит новые критерии оценки результата функционирования компании и эффективности ее менеджмента. Инновационным является оценка созданных прибылей, рассчитанных традиционным бухгалтерским способом, через призму рисков, а также сопоставление с требуемой за риск доходностью или затратами на капитал.

Основой критических позиций к модели VBM являются результаты распределения собственности и доходов от нее в современной России. Критике подвергается то, что анализируемая модель фирмы является синтезом предыдущих моделей, позволяющим гармонизировать экономические интересы основных субъектов, связанных с деятельностью фирмы: рост благосостояния собственников сопровождается ростом заработных плат работников, вознаграждений менеджеров, поступлением налогов в государственный бюджет, а также повышением удовлетворения и развитием потребностей у потребителей.<sup>64</sup>

Кроме того, замечается, что рыночная капитализация может, как превышать капитализацию – рыночная капитализация экономики США почти в пять раз больше реального уровня, так и быть меньше в несколько раз – среднее российское предприятие по сравнению с аналогичным западным сегодня недокапитализировано в рыночном смысле примерно в 40 раз. В основном это связано с ролью нематериальных активов в формировании стоимости современных компаний, которые только в незначительной степени отражены в бухгалтерской отчетности. Ведь в современной экономике, где интеллектуальный капитал играет важнейшую роль в стоимости компании, «потенциал компании похож на айсберг, лишь 10% которого возвышаются над водой, остальные 90% - интеллектуальный капитал корпорации находятся под водой и скрыты от взглядов бухгалтеров, финансовых аналитиков и самих руководителей»<sup>65</sup>.

<sup>64</sup> «При существующем экономическом росте наблюдается усиление итак чрезмерного социального неравенства в обществе. Имеющийся в последние годы экономический рост и капитализация предприятий страны позитивно отражается лишь на доходах наиболее богатых россиян, а самая бедная часть российского населения в связи с инфляцией испытывает все большие трудности». // Серединский Е.И. Критически – рефлексивный анализ методологической основы современных корпоративных финансов. // Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании. : сб. ст. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых / под науч. ред. Т.В. Тепловой; Гос. ун – т – Высшая школа экономики. – М.: Изд. Дом ГУ ВШЭ, 2006. С.146.

<sup>65</sup> Шарок Л. Пути эффективности использования человеческого капитала.//УП, 2007, 21(175), С.56

Модель интегрирует цели и задачи различных подразделений корпораций, а показатель рыночной стоимости обладает более глубоким потенциалом роста, нежели максимизация прибыли и минимизация издержек. Ведь капитализация фирмы может осуществляться за счет капитализации имиджа и бренда, за счет особенной организационной культуры, слияний и поглощений. Кроме того, модель посредством процессов дисконтирования приводит в соответствие текущие и перспективные цели развития компании, сегодняшние стратегии с будущими их результатами и влиянием данных результатов на текущую и будущую капитализацию компании.

### **§ 5.3. Обработка данных финансовой отчетности с целью принятия управленческих решений**

#### **Экономическая добавленная стоимость**

Целью менеджеров должно являться максимальное повышение стоимости акций корпорации, которая зависит от их способности создавать потоки денежных средств в настоящий момент и в будущем. Следовательно, менеджеры, учитывая внешние условия, могут добиваться роста цены акций своих фирм, как наращивая масштабы предполагаемых потоков денежных средств, так и ускоряя их получение и сокращая связанный с ними риск, в силу соответствующих положений:

- любой актив, включая акции, имеет стоимость только в той степени, в которой он создает для владельца потоки денежных средств;
- имеет значение распределение денежных потоков во времени: чем быстрее получаются денежные средства, тем лучше, так как их можно либо реинвестировать в компанию с целью производства дополнительной прибыли, либо распространить среди инвесторов в виде дивидендов;
- инвесторы обычно не склонны к риску, поэтому они оценивают акции, денежные потоки которых более определены, выше, чем акции, денежные потоки которых более рискованны.



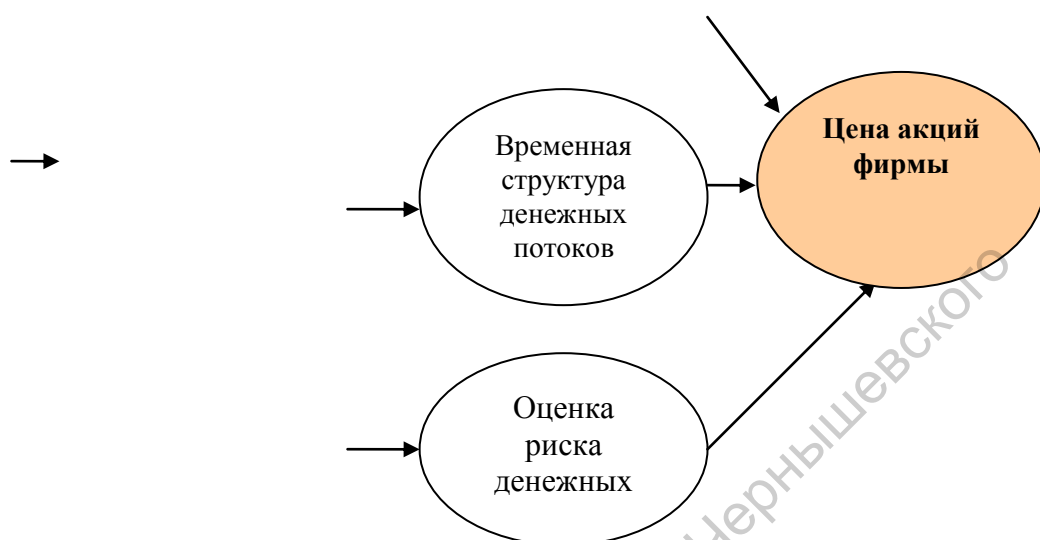


Рис. 5.3.1. Основные факторы, влияющие на цену акций

Для того чтобы инвестор мог оценить будущие потоки денежных средств фирмы, а менеджер выяснил какие действия приводят к наибольшему их приросту необходимо изучать финансовые отчеты, то есть проводить финансовый анализ. Независимо от специфики и специализации менеджера (менеджер персонала, менеджер в маркетинговом отделе, менеджер производства, финансовый менеджер) менеджеры должны понимать и уметь читать финансовые отчеты (не обязательно уметь их создавать), иначе они не смогут оценить результаты своей деятельности и не смогут оптимизировать свое управление.

Финансовый анализ представляет собой процесс исследования финансового состояния и основных результатов финансовой деятельности корпорации с целью выявления резервов повышения его рыночной стоимости и обеспечения эффективного развития. Целью финансового анализа является получение небольшого числа ключевых (наиболее информативных) параметров, дающих объективную и точную картину финансового состояния компании, ее прибылей и убытков, изменение в структуре активов и пассивов, в расчетах с дебиторами и кредиторами.

Финансовая отчетность в условиях рынка представляет интерес для двух групп пользователей:

К первой группе относятся непосредственно заинтересованные в деятельности компании пользователи:

- *существующие и потенциальные собственники* средств корпорации, которым необходимо определить увеличение или уменьшение доли собственных средств компании и оценить эффективность использования ресурсов руководством корпорации;

- *существующие и потенциальные кредиторы*, использующие отчетность для оценки целесообразности предоставления или продления кредита, определения условий кредитования, усиления гарантий возврата кредита, оценки доверия к корпорации как к клиенту;
- *поставщики и покупатели*, определяющие надежность деловых связей с корпорацией;
- *государство, прежде всего в лице налоговых органов*, которые проверяют правильность составления отчетных документов, расчета налогов, определяют налоговую политику;
- *служащие компании*, интересующиеся данными отчетности с точки зрения уровня их заработной платы и перспектив работы в корпорации.

Ко второй группе относятся пользователи финансовой отчетности опосредованно заинтересованные в деятельности компании. Изучение отчетности им необходимо для защиты интересов первой группы пользователей.

- *аудиторские службы*, проверяющие соответствие данных отчетности определенным правилам, с целью защиты интересов инвесторов;
- *консультанты по финансовым вопросам*, использующие отчетность в целях выработки рекомендации своим клиентам относительно помещения их капитала в ту или иную компанию;
- *биржи ценных бумаг*, оценивающие информацию в отчетности при регистрации соответствующих фирм, при принятии решения о приостановке деятельности компании;
- *законодательные органы*;
- *специалисты организаций по оказанию юридических услуг*, использующие отчетную информацию для оценки выполнения условий контрактов, соблюдения законодательных норм при распределении прибыли, выплате дивидендов;
- *средства массовой информации и информационные агентства*, использующие отчетность для подготовки обзоров, оценки тенденций развития и анализа деятельности отдельных корпораций и отраслей, расчета обобщающих показателей финансовой деятельности.

Практика финансового анализа выработала основные методы аналитической работы с финансовыми отчетами.

- I. Горизонтальный (трендовый) анализ – сравнение каждой позиции отчетности с предыдущим и с рядом предшествующих периодов и определение тренда, то есть основной тенденции динамики показателя. С помощью тренда формируются возможные значения



показателей в будущем, а, следовательно, ведется прогнозный анализ.

II. Вертикальный (структурный) анализ – определение структуры итоговых финансовых показателей - рассчитывается их удельный вес в агрегированных финансовых показателях.

1. *Структурный анализ активов.* Определяется удельный вес оборотных и внеоборотных активов, элементный состав оборотных и внеоборотных активов, состав активов по уровню ликвидности, состав инвестиционного портфеля.
2. *Структурный анализ капитала.* Определяется удельный вес используемого собственного и заемного капитала, состав заемного капитала по периодам его предоставления (краткосрочный, долгосрочный), состав заемного капитала по его видам (банковский, товарный, коммерческий кредит). Результаты используются в процессе оценки эффекта финансового левериджа, определения средневзвешенной стоимости капитала, оптимизации структуры источников формирования заемных финансовых средств.
3. *Структурный анализ денежных потоков.* В составе общего денежного потока выделяют денежные потоки по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности, структурируются поступления и расходование денежных средств, состав остатка денежных активов по отдельным его элементам.

III. Сравнительный анализ.

1. *Сравнение со среднеотраслевыми финансовыми показателями.* Выявляется степень отклонения основных результатов финансовой деятельности корпорации от среднеотраслевых с целью оценки своей конкурентной позиции.
2. *Сравнение с финансовыми показателями конкурентов.*
3. *Сравнение финансовых показателей внутренних структурных подразделений.*
4. *Сравнение отчетных и плановых (нормативных) финансовых показателей.* Выявляется степень отклонения отчетных показателей от плановых (нормативных), определяются причины этих отклонений и вносятся рекомендации по корректировке отдельных направлений финансовой деятельности корпорации.

IV. Анализ финансовых коэффициентов. (R-анализ)

1. *Анализ финансовой устойчивости.* Коэффициенты финансовой устойчивости позволяют выявить уровень финансового риска, связанного со структурой источников формирования капитала, и степень его устойчивости в предстоящем периоде.
2. *Анализ платежеспособности.* Коэффициенты платежеспособности (ликвидности) характеризуют

возможности корпорации своевременно рассчитываться по текущим финансовым обязательствам за счет оборотных активов, обладающих различной степенью ликвидности.

3. *Анализ оборачиваемости активов.* Коэффициенты показывают, насколько быстро сформированные активы оборачиваются в процессе хозяйственной деятельности.
4. *Анализ оборачиваемости капитала.* Коэффициенты показывают, насколько быстро используемый капитал в целом и отдельные его элементы оборачиваются в процессе хозяйственной деятельности.
5. *Анализ рентабельности.* Коэффициенты оценки рентабельности (прибыльности) характеризуют способность предприятия генерировать необходимую прибыль в процессе хозяйственной деятельности.

V. Интегральный анализ позволяет получить многофакторную оценку условий формирования отдельных агрегированных финансовых показателей.

1. *Дюпоновская система* интегрального анализа предусматривает разложение коэффициента рентабельности активов на ряд частных финансовых коэффициентов, взаимосвязанных в единой системе.
2. *Интегральная система портфельного анализа* основана на использовании «портфельной теории», в соответствии с которой уровень прибыльности портфеля фондовых инструментов рассматривается в связке с уровнем риска портфеля.

В рамках зарубежных стандартов финансовой отчетности финансовые отчеты состоят из двух разделов:

- I. *Вербальный раздел* представляется в форме письма, где описываются результаты деятельности компании за прошедший период (год) и обсуждаются новые направления развития.
- II. *Основные финансовые документы.* Отчеты предоставляются более подробно за два последних года и дополняются заключениями за последние 5 - 10 лет.
  1. Баланс.
  2. Отчет о прибылях и убытках.
  3. Отчет о нераспределенной прибыли.
  4. Отчет о движении денежных потоков.

Рассмотрим предоставление финансовой отчетности на конкретном примере.

#### *I. Вербальный раздел.*

Компания Micro – Drive Inc., производитель дисководов для персональных компьютеров, основана в 1982 г. Доходы компании снизились в 2001 г по сравнению с 2000 г. Менеджеры сообщили, что

этот спад произошел в результате трехмесячной забастовки, что не давало возможности фирме полностью использовать мощности нового завода, который финансировался в основном в долг. Однако менеджеры представили более оптимистичную картину будущего развития фирмы, начиная с полного восстановления объема операций, выхода нескольких видов новой продукции и заканчивая выводом о росте прибылей в 2002 г.

## II. Основные финансовые документы.

### I. Баланс на 31 декабря 2000 и 2001 годов, млн. долл.

<b>Активы</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>
Денежные средства и их эквиваленты	10	15
Дебиторская задолженность	375	315
Материально – производственные запасы	615	415
Ликвидные ценные бумаги и прочие краткосрочные активы	0	65
Всего оборотных активов	<b>1000</b>	<b>810</b>
Чистая стоимость зданий и оборудования	1000	870
Активов, всего	<b>2000</b>	<b>1680</b>
<b>Обязательства и собственный капитал</b>		
Задолженность перед поставщиками	60	30
Векселя к оплате (кредиты банкам)	110	60
Задолженность перед персоналом	140	130
Краткосрочные обязательства, всего	<b>310</b>	<b>220</b>
Долгосрочные облигации	754	580
Обязательства, всего	<b>1064</b>	<b>800</b>
Привилегированные акции (400 тыс., акций)	40	40
Обыкновенные акции (50 млн. акций)	130	130
Нераспределенная прибыль	766	710
Обыкновенный собственный капитал, всего	<b>896</b>	<b>840</b>
Всего пассивов	<b>2000</b>	<b>1680</b>

### II. Отчет о прибылях и убытках за 2000 и 2001 годы, млн. долл.

	<b>2001</b>	<b>2000</b>
Выручка	3000	2850
Операционные затраты, за исключением амортизации	2616,2	2497
Прибыль до выплаты процентов, уплаты налогов и амортизации (EBITDA)	383,8	353
Амортизация материальных и нематериальных активов	100	90
Операционные затраты, всего	2716,2	2587,0
Прибыль до выплаты процентов и уплаты налогов (EBIT, операционный доход)	283,8	263
Проценты к уплате	88	60
Прибыль до уплаты налогов	195,8	203
Налоги (40%) <sup>66</sup>	78,3	81,2
Чистая прибыль до выплаты дивидендов по привилегированным акциям	117,5	121,8
Дивиденды по привилегированным акциям	4	4
Чистая прибыль	113,5	117,8
Дивиденды по обыкновенным акциям	57,5	53
Прирост нераспределенной прибыли	56	64,8
Показатели на одну обыкновенную акцию (50 млн. акций):		
Цена обыкновенной акции	23	26
Прибыль на одну акцию	2,27	2,36
Дивиденды на одну акцию	1,15	1,06
Балансовая стоимость одной акции	17,92	16,8
Денежный поток на одну акцию	4,27	4,16

### III. Отчет о нераспределенной прибыли на 31 декабря 2001 г.

<sup>66</sup> Исходя из нормативов налога на прибыль в США.

Баланс нераспределенной прибыли на 31.12.2000	710
Чистая прибыль, 2001	113,5
Дивиденды владельцам обыкновенных акций	(57,5)
Баланс нераспределенной прибыли на 31.12.2001	766

#### IV. Отчет о денежном потоке за 2001 г., млн. долл.

<b>Операционная деятельность</b>	
Чистая прибыль	117,5
Корректировки:	
Неденежные статьи:	
амортизация	100
Корректировки, вызванные изменениями в оборотных средствах:	
Увеличение дебиторской задолженности	(60)
Увеличение материально – производственных запасов	(200)
Увеличение задолженности перед поставщиками	30
Увеличение задолженности перед персоналом	10
Чистый операционный денежный поток	(2,5)
<b>Инвестиционная деятельность</b>	
Чистый инвестиционный денежный поток – расходы на приобретение основных средств	(230)
<b>Финансовая деятельность</b>	
Продажа краткосрочных финансовых активов	65
Увеличение векселей к оплате	50
Прирост суммы выпущенных облигаций	174
Выплата дивидендов	(61,5)
Чистые денежный поток от финансовой деятельности	227,5
Итого	
Чистое изменение в запасе денежных средств	(5)
Запас денежных средств в кассе и банке на конец года	10
Запас денежных средств в кассе и в банке на начало года	15

Чтобы использовать финансовые отчеты для принятия корпоративных управленческих решений, с ними необходимо произвести определенную работу, а именно построить следующую систему показателей.

1. *Чистый денежный поток* = Чистая прибыль – Неденежные доходы<sup>67</sup> + Неденежные затраты<sup>68</sup>. Обычно амортизация материальных и нематериальных активов представляет собой самые крупные денежные статьи и во многих случаях другими такими статьями грубо можно пренебречь.  
 $ЧДП_{2001} = 113,5 + 100 = 213,5$

Необходимо разделить общие активы на операционные, состоящие из активов, необходимых для ведения бизнеса, и неоперационные, включающие краткосрочные вложения сверх уровня, необходимого для нормальной деятельности фирмы, вложения в подразделения, землю,

<sup>67</sup> Некоторые виды прибыли могут быть не получены в течение года в денежной форме и эти статьи должны быть вычтены из чистой прибыли.

<sup>68</sup> Амортизация сокращает чистую прибыль, но не приводит к фактическим выплатам денег, добавляется к чистой прибыли. Отсроченные налоги: в некоторых случаях компаниям разрешается откладывать уплату налогов до более поздних дат, в результате данная величина также прибавляется к чистой прибыли.

которая хранится для будущего использования, и аналогичные активы. Очевидно, что если менеджер может создать определенное количество прибыли и определенный денежный поток при относительно небольших вложениях в операционные активы, это сократит количество капитала, которое должны вложить инвесторы, и таким образом повысит рентабельность инвестиций.

Ненужно весь капитал, используемый для приобретения активов, получать у инвесторов, так как финансовые ресурсы также создаются в результате обычной операционной деятельности фирмы (кредиторская задолженность, задолженность по зарплате и налогам, называемые краткосрочными обязательствами). Следовательно, чистый операционный оборотный капитал – это оборотные активы, приобретенные на средства, специально предоставленные инвесторами, а не возникшие в ходе производства.

2. *Чистый операционный оборотный капитал* = Операционные оборотные активы – Операционные краткосрочные обязательства = (Денежные средства + Дебиторская задолженность + Запасы) – (Задолженность перед поставщиками, персоналом и налоговыми органами).  $ЧООК_{2001} = 10 + 375 + 615 - (60 + 140) = 800$
3. *Общий операционный капитал* = Чистый оборотный капитал + Операционный долгосрочный актив.  $ООК_{2001} = 800 + 1000 = 1800$
4. *Чистые инвестиции в операционные активы* = Общий операционный капитал<sub>t</sub> - Общий операционный капитал<sub>t-1</sub>.  
Чистые инвестиции<sub>2001</sub> =  $1800 - 1455 = 345$
5. *Чистая операционная прибыль после налогообложения NOPAT* - количество прибыли, которую компания получила бы, если бы она не имела задолженности, и не было бы финансовых активов.  
 $NOPAT = EBIT * (1 - \text{Ставка налога})$ .  $NOPAT_{2001} = 283,8(1 - 0,4) = 170,3$
6. *Операционный денежный поток* = NOPAT + Амортизация.  
 $ОДП_{2001} = 170,3 + 100 = 270,3$
7. *Свободный денежный поток FREE CASH FLOW (FCF)* – поток денег, действительно доступный для распределения между инвесторами – после того, как компания осуществила все инвестиции в основные средства и оборотный капитал, необходимые для поддержания ее операций.  $FCF = \text{Операционный денежный поток} - \text{Валовые инвестиции} = NOPAT - \text{Чистые инвестиции}$ .  
 $FCF_{2001} = 170,3 - 345 = -174,7$

Ценность операций компании определяется потоками денежных средств, которые будут образовываться в результате этих операций сейчас и в будущем. Следовательно, менеджеры могут повысить ценность своих фирм для инвесторов – это увеличить свободный поток денежных средств.

Использование свободного денежного потока:

- Выплата процентов кредиторам, помня что чистые затраты на обслуживание долга – это затраты по выплате процентов после налогообложения.
- Погашение долга, то есть выплата части основной его суммы.
- Выплата акционерам дивидендов.
- Выкуп акций у акционеров.
- Вложение средств в ликвидные ценные бумаги или другие неоперационные активы.

Итак, стоимость бизнеса фирмы зависит, прежде всего, от ее предполагаемого будущего свободного денежного потока. Отрицательный свободный денежный поток равносильно тому, что у инвесторов не только ничего не осталось, но они должны еще предоставить дополнительные средства для поддержания бизнеса, то есть инвесторы предоставляют основную часть дополнительных средств в виде долга. Тогда возникает вопрос: всегда ли плох отрицательный свободный денежный поток? Естественно, не всегда. Если он отрицателен из-за того, что NOPAT была мала, то это плохо, то есть компания испытывает проблемы с основным бизнесом. Но у многих, значительно растущих компаний положительная величина NOPAT, но отрицательный свободный денежный поток, так как они осуществляют значительные вложения в операционные активы. Ничего страшного в таком «прибыльном» росте нет. Чтобы определить является ли рост прибыльным, необходимо изучить рентабельность инвестиционного капитала ROIC.

8. *Рентабельность инвестиционного капитала ROIC* – это мера эффективности, показывающая, сколько чистой прибыли от операций создает каждый доллар общего операционного капитала.

$$ROIC = \frac{NOPAT}{\text{Общий – операционный – капитал}} * 100\%.$$

$$ROIC_{2001} = 170,3 / 1800 * 100\% = 9,46\%$$

Если  $ROIC >$  ставки доходности, требуемой для своих вложений инвесторами фирмы, то отрицательный свободный денежный поток не представляет проблем, и фирма создает дополнительный капитал или дополнительную стоимость.

Требуемая инвесторами ставка доходности определяется как средневзвешенная стоимость капитала WACC, зависящая от ее риска и от

общего уровня процентных ставок.<sup>69</sup> Чем выше риск и чем выше общий уровень процентной ставки, тем выше величина WASS.

Так как благосостояние акционеров увеличивается при росте разницы между рыночной стоимостью акций фирмы и балансовой стоимостью собственного капитала, представленного акционерами, то финансовые аналитики разработали две новые меры эффективности деятельности компании: рыночную добавленную стоимость (MVA) и экономическую добавленную стоимость (EVA).

9. *Рыночная добавленная стоимость MVA* – является мерой эффективности деятельности менеджеров с самого основания компании, представляя собой общую рыночную стоимость (капитализацию) компании минус общий предоставленный инвесторами капитал.  $MVA = \text{Рыночная стоимость акций} - \text{Балансовая стоимость собственного капитала} = \text{Количество акций} * \text{Цена акций} - \text{Балансовая стоимость собственного капитала}$ .  
 $MVA_{2001} = 23 * 50 - 896 = 254$ ;  $MVA_{2000} = 26 * 50 - 840 = 460$

Общая капитализация – это сумма рыночной стоимости обыкновенного собственного капитала, задолженности и привилегированных акций. Рыночная стоимость собственного капитала легко определить, так как цены на акции известны, но узнать рыночную стоимость задолженности сложнее из-за ее неликвидности, поэтому используется оценка долга, отраженная в финансовых отчетах.

10. *Экономическая добавленная стоимость EVA* является мерой эффективности действий менеджеров за истекший год.  $EVA = \text{NOPAT} - \text{Затраты на обслуживание операционного капитала} = \text{NOPAT} - \text{Операционный капитал} * \text{WASS} = \text{Операционный капитал} * (\text{ROIC} - \text{WASS})$ .

<sup>69</sup> Средневзвешенная стоимость капитала  $WACC = w_d * k_d(1-t) + w_{PS} * k_{PS} + w_s * k_s$ , где  $w_d, w_{PS}, w_s$  - доли заемных средств, привилегированных акций и обыкновенных акций в структуре капитала фирмы.

$k_d(1-t)$  - посленалоговая стоимость долга, равняется номинальной процентной ставке по долгу  $k_d$  за вычетом средств, сэкономленных за счет уменьшения налоговых платежей.

$k_{PS} = \frac{D_{PS}}{P}$  - стоимость привилегированного капитала, где  $D_{PS}$  - величина ближайшего дивиденда на привилегированную акцию, а  $P$  – текущая рыночная цена акции за вычетом предельных эмиссионных затрат фирмы на выпуск одной новой акции на рынок.

$k_s = \frac{D_s}{P}$  - стоимость обыкновенного капитала

$$EVA_{2001}=170,3-0,11*1800=-27,7 \text{ (WASS=11\%)}$$

Операционный капитал – это сумма процентной задолженности, привилегированных акций и обыкновенного собственного капитала, используемых для приобретения чистых операционных активов компании, то есть чистые операционные оборотные активы плюс чистая стоимость зданий и оборудования.

Экономическая добавленная стоимость EVA – это остаточная прибыль, остающаяся после затрат по обслуживанию всего капитала, включая собственный капитал. Собственный капитал имеет альтернативную стоимость, так как фонды, предоставленные акционерами фирмы, могли бы быть инвестированы в любые прочие доходные активы. Следовательно, доходы, которые они могут принести – это стоимость собственного капитала, рассматриваемая как альтернативные издержки. Если рентабельность инвестированного капитала больше, чем его средневзвешенная стоимость, то новые инвестиции повышают стоимость фирмы, следовательно, EVA – это мера того, в какой степени фирма добавляет ценность инвестициям акционеров. Если  $EVA < 0$  постоянно, то и  $MVA < 0$ , и наоборот.

Таким образом, если менеджеры озабочены экономической добавленной стоимостью, то они действуют так, чтобы максимально увеличить благосостояние акционеров. Причем показатель экономической добавленной стоимости используется для оценки эффективности работы менеджеров с целью выработки системы поощрений и вознаграждений.

Исходя из приведенной отчетности:  $EVA_{2000} > 0$ , а  $EVA_{2001} < 0$ . NOPAT возросла, но EVA снизилась, в первую очередь из-за того, что операционный капитал увеличился на 23,7%, а NOPAT увеличилась на 8%. И стоимость обслуживания растущего капитал снижала экономическую добавленную стоимость.

Но заметим, что рыночная цена акции компании зависит больше от предполагаемой эффективности, а не от эффективности бизнеса за прошлые годы. Следовательно, возможно, что у компании с постоянной отрицательной EVA может быть положительная MVA, если инвесторы ожидают прогресс в будущем.

#### **§5.4. Финансовая устойчивость компании**

##### **Абсолютные и относительные коэффициенты устойчивости**

Своеобразным зеркалом стабильно образующегося на предприятии превышения доходов над расходами является финансовая устойчивость, отражающая такое состояние финансовых ресурсов, при котором предприятие, свободно маневрируя денежными средствами, способно путем эффективного их использования обеспечить бесперебойный процесс производства и реализации продукции, а также осуществлять



инвестиционную деятельность. Их состояние должно соответствовать требованиям рынка и отвечать потребностям развития предприятия.

По мнению Г. В. Савицкой, финансовая устойчивость предприятия – это способность субъекта хозяйствования функционировать и развиваться, сохраняя равновесие своих активов и пассивов в изменяющейся внутренней и внешней среде. Это равновесие должно гарантировать его платежеспособность<sup>70</sup> и инвестиционную привлекательность в долгосрочной перспективе в границах допустимого уровня риска<sup>71</sup>. П.Н. Шуляк характеризует финансовую устойчивость как состояние счетов предприятия, гарантирующее его постоянную платежеспособность.<sup>72</sup> По мнению Анущенко К.А. и Анущенко В.Ю., финансовая устойчивость – это такое состояние финансовых ресурсов предприятия, их распределения и использования, которое обеспечивает развитие предприятия и повышение его рыночной стоимости в соответствии с целями финансового управления<sup>73</sup>.

Следовательно, устойчивое финансовое состояние достигается при хорошем качестве активов, достаточности собственного капитала, рентабельности, ликвидности, стабильности доходов и широких возможностей привлечения заемных средств. Когда предприятие не допускает неоправданной дебиторской задолженности и расплачивается в срок по своим обязательствам, когда предприятие оптимизирует структуру капитала путем определенного соотношения заемных и собственных средств, при котором на предприятии достигается максимальный прирост рентабельности собственного капитала. Кроме того, предприятие должно быть кредитоспособным<sup>74</sup>.

Таким образом, под финансовой устойчивостью будем понимать динамическую адекватность параметров, отражающую образование, распределение и использование финансовых ресурсов, состоянию меняющейся внешней и внутренней среды, обеспечивающую высокую платежеспособность, ликвидность<sup>75</sup>, кредитоспособность, инвестиционную привлекательность, рентабельность собственного

<sup>70</sup> Предприятие является **платежеспособным**, если имеющиеся у него денежные средства, краткосрочные финансовые вложения и активные расчеты (расчеты с дебиторами) покрывают его краткосрочные обязательства.

<sup>71</sup> Савицкая Г.В. Экономический анализ: Учебник. М.: Новое знание, 2003.

<sup>72</sup> Шуляк П.Н. Финансы предприятия: Учебник. М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2004.

<sup>73</sup> Анущенко К.А. и Анущенко В.Ю. Финансово – экономический анализ. Учебно-практическое пособие. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2008. С.205.

<sup>74</sup> **Кредитоспособным** является предприятие при наличии у него предпосылок для получения кредита и способности своевременно возратить взятую ссуду с уплатой причитающихся процентов за счет прибыли или других финансовых ресурсов.

<sup>75</sup> **Ликвидность предприятия** – способность превращать свои активы в средства платежа для оплаты обязательств по мере наступления их срока.

капитала и активов, повышение рыночной стоимости (капитализацию) компании.

Основными направлениями анализа финансовой устойчивости компании по данным отчетности являются:

1. Анализ ликвидности компании.
2. Определение типа финансовой устойчивости компании с точки зрения возможности формирования запасов и затрат за счет нормальных источников финансирования.
3. Анализ структуры капитала, выявление рациональности соотношения собственных и заемных средств и их размещения в активе баланса.

Основными направлениями анализа ликвидности являются:

- Группировка активов по степени их ликвидности.
- Расчет совокупности базовых оценочных показателей и интерпретации их динамики.
- Оценка удовлетворенности структуры баланса.

Таблица 5.4.1.

*Группировка активов по степени их ликвидности*

Наименование показателя	Агрегат	На конец года t	% к валюте	На конец года t+1	% к валюте
<b>Текущие (A1+A2+A3)</b>					
<b>Активы абсолютной ликвидности</b>	<b>A1</b>				
Денежные средства (строка 260)					
Краткосрочные финансовые вложения (строка 250)					
<b>Активы высокой ликвидности (быстро-реализуемые активы)</b>	<b>A2</b>				
Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев (строка 240)					
<b>Активы низкой ликвидности (медленно-реализуемые активы)</b>	<b>A3</b>				
Производственные запасы и затраты (строка 210)					
НДС по приобретенным ценностям (строка 220)					
Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев (строка 230)					
Прочие оборотные активы (строка 270)					
Долгосрочные финансовые вложения (строка 140)					
<b>Трудно - реализуемые активы</b>	<b>A4</b>				
Внеоборотные активы за минусом долгосрочных финансовых вложений (строка 190 – строка 140)					
<b>Итого активов:</b>					
<b>Заемные средства (П1+П2+П3)</b>					
<b>Наиболее срочные обязательства</b>	<b>П1</b>				
Кредиторская задолженность (строка 620)					
<b>Краткосрочные пассивы</b>	<b>П2</b>				
Краткосрочные кредиты, заемные средства (строка 610)					
Прочие краткосрочные пассивы (строка					

660)					
<b>Долгосрочные пассивы</b>	<b>ПЗ</b>				
Долгосрочные кредиты и займы (строка 590)					
<b>Постоянные пассивы</b>	<b>П4</b>				
Капитал и резервы (строка 490)					
Доходы будущих периодов (строка 260)					
Задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов. (строка 630)					
Резервы предстоящих расходов (строка 650)					
<b>Итого пассивов:</b>					

### *Расчет совокупности базовых оценочных показателей и интерпретации их динамики*

**Ликвидность баланса** – это степень покрытия обязательств предприятия его активами, срок превращения которых в денежную форму соответствует сроку погашения обязательств. Баланс считается ликвидным при условии следующих соотношений групп активов и обязательств:  $A1 \geq П1$ ,  $A2 \geq П2$ ,  $A3 \geq П3$ ,  $A4 \leq П4$ .

Если  $A1 \geq П1$ , то предприятие платежеспособно в ближайшие к моменту проведения анализа время, так как кредиторская задолженность не превышает денежные средства предприятия, и оно располагает достаточным объемом свободных ресурсов и имеет возможности выполнить наиболее срочные обязательства в любой период времени.

$A2 \geq П2$  свидетельствует о текущей ликвидности.

$A3 \geq П3$  свидетельствует о перспективной ликвидности, предполагая платежеспособность предприятия в будущем.

$A4 \leq П4$  свидетельствует о соблюдении одного из условий финансовой устойчивости – наличия у предприятия собственных оборотных средств, которое служит для инвесторов и кредиторов положительным индикатором к вложению средств в компанию.

*Таблица 5.4.2.*

#### *Абсолютные и относительные показатели ликвидности*

Наименование показателя	Формула	Нормальное, допустимое значение
<b>Текущая ликвидность.</b> Свидетельствует о платежеспособности (+) или неплатежеспособности (-) организации на ближайший к рассматриваемому моменту промежуток времени.	$ТЛ = (A1+A2) - (П1+П2)$	$>0$
<b>Перспективная ликвидность</b> Прогноз платежеспособности на основе будущих поступлений и платежей.	$ПЛ = A3 - П3$	$>0$
<b>Чистый оборотный капитал NWC (net working capital)</b> Определяет величину потребности в собственном оборотном капитале.	$NWC = (A1+A2+A3) - (П1+П2)$	$>0$
<b>Коэффициент абсолютной ликвидности</b> Показывает, какую часть текущих обязательств фирма может погасить за счет денежных средств на дату	$K_{a.l.} = \frac{A1}{П1 + П2}$	0,2-0,5

составления баланса, немедленно.		
<b>Коэффициент срочной ликвидности.</b> Показывает, какую часть текущих обязательств фирма может погасить не только за счет денежных средств, но и за счет ожидаемых поступлений за отгруженную продукцию, выполненные работы или оказанные услуги.	$K_{с.л.} = \frac{A1 + A2}{П1 + П2}$	0,8-1
<b>Коэффициент текущей ликвидности.</b> Коэффициент дает общую оценку ликвидности предприятия: предприятие погашает свои краткосрочные обязательства в основном за счет оборотных активов, поэтому если оборотные активы превышают краткосрочные пассивы, то фирму можно считать успешной. Коэффициент показывает, какую часть текущих обязательств фирма может погасить с привлечением всех оборотных активов.	$K_{т.л.} = \frac{(A1 + A2 + A3)}{(П1 + П2)}$	1,5-2
<b>Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами</b> Показывает наличие собственных оборотных средств, необходимых для финансовой устойчивости. Является критерием для определения неплатежеспособности (банкротства) предприятия. При прочих равных условиях рост показателя в динамике рассматривается как положительная тенденция.	$K_{обеспечен. соб. оборот. средств.} = \frac{(П4 - A4)}{(A1 + A2 + A3)}$	$\geq 0,1$
<b>Коэффициент маневренности</b> Показывает способность предприятия поддерживать уровень собственного оборотного капитала и пополнять оборотные средства за счет собственных источников. При прочих равных условиях рост показателя в динамике рассматривается как положительная тенденция.	$K_{маневр.} = \frac{(П4 - A4)}{П4}$	$\geq 0,2 - 0,5$

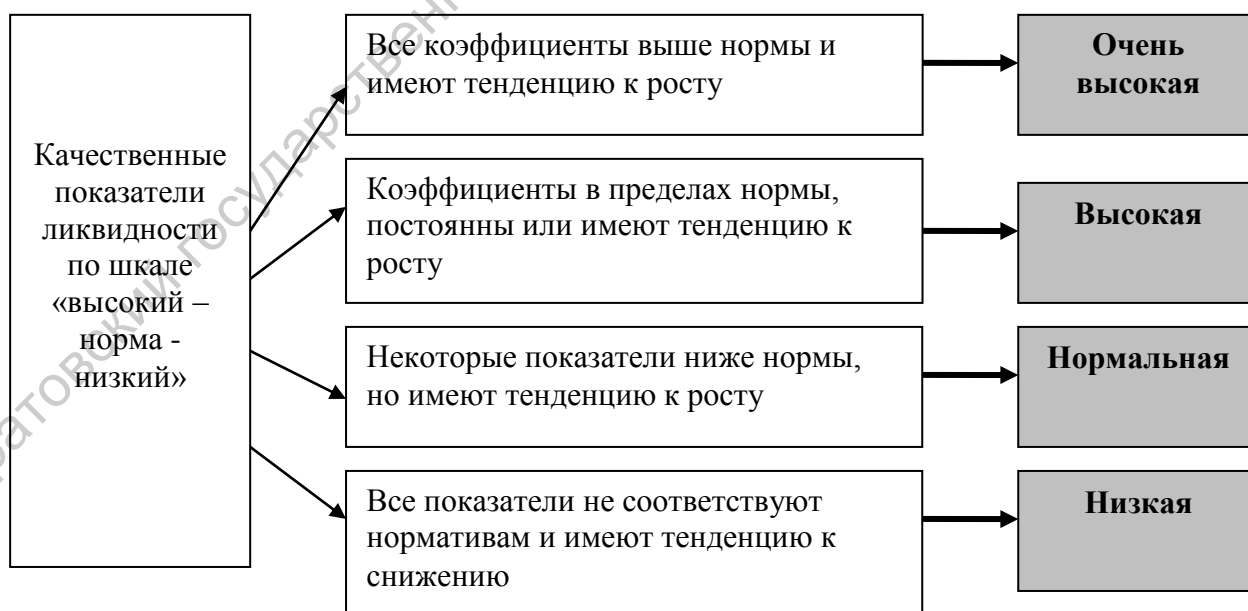


Рис.5.4.1. Качественная оценка ликвидности

Таблица 5.4.3.

### Абсолютные показатели финансовой устойчивости

Наименование показателя	Формула
Наличие собственных оборотных средств Величина собственных и приравненных к ним средств, которые могут быть направлены на формирование текущих (оборотных активов)	$E_c = П4 - А4$
Наличие собственных оборотных средств и долгосрочных заемных источников	$E_m = E_c + ПЗ = П4 + ПЗ - А4$
Общая величина основных источников средств для формирования запасов и затрат.	$E_s = E_m + П2 = П4 + ПЗ + П2 - А4$
Запасы и затраты (строка 210+строка 220)	$Z$
Излишек (+) или недостаток (-) собственных оборотных средств	$e_c = E_c - Z$
Излишек (+) или недостаток (-) собственных оборотных и долгосрочных заемных источников формирования запасов и затрат	$e_m = E_m - Z$
Излишек (+) или недостаток (-) общей величины основных источников для формирования запасов и затрат	$e_s = E_s - Z$

При определении типа финансовой устойчивости следует использовать трехмерный показатель  $S = (S(e_c), S(e_m), S(e_s))$  где функция  $S(x)$  определяется следующим образом:  $S(x) = \begin{cases} 1, & \text{если } x \geq 0 \\ 0, & \text{если } x < 0 \end{cases}$ .

Выделяются четыре основных типа финансовой устойчивости предприятия:

- $S=(1,1,1)$ . Абсолютная устойчивость финансового состояния. Запасы и затраты полностью покрываются собственными оборотными средствами.
- $S=(0,1,1)$ . Нормальная устойчивость финансового состояния. Предприятие оптимально использует собственные и кредитные ресурсы. Текущие активы превышают кредиторскую задолженность.
- $S=(0,0,1)$ . Неустойчивое финансовое состояние. Нарушение платежеспособности, предприятие вынуждено привлекать дополнительные источники покрытия запасов и затрат, наблюдается снижение доходности производства. Но еще имеются возможности для улучшения ситуации.
- $S=(0,0,0)$ . Критическое финансовое состояние – это грань банкротства: наличие просроченных кредиторской и дебиторской задолженностей и неспособность погасить их в срок.

Таблица 5.4.4.

### Относительные показатели финансовой устойчивости

Наименование показателя	Формула	Нормальное, допустимое значение
<b>Коэффициент концентрации собственного капитала (коэффициент автономии, коэффициент финансовой независимости)</b> Характеризует долю владельцев предприятия в общей сумме средств, авансированных в его деятельность или независимость от заемных средств. Чем выше значение этого коэффициента, тем более финансово устойчиво,	$K_{авт} = \frac{П4}{(П1 + П2 + ПЗ + П4)}$	$\geq 0,5$

стабильно и независимо от внешних кредитов предприятие. Дополнением к этому показателю является коэффициент концентрации привлеченного (заемного) капитала – их сумма равна единице или 100%.		
<b>Коэффициент финансового левериджа<sup>76</sup> (соотношения заемных и собственных средств).</b> Представляет наиболее общую оценку финансовой устойчивости предприятия. Показывает, сколько заемных средств привлекло предприятие на 1 руб. вложенных в активы собственных средств. Рост показателя в динамике свидетельствует об усилении зависимости предприятия от внешних инвесторов и кредиторов, то есть о некотором снижении финансовой устойчивости, и наоборот.	$K_{\text{соотн. заем. и соб. средств.}} = (П1+П2+П3)/(П4)$	$\leq 1$
<b>Коэффициент финансовой устойчивости (покрытия инвестиций)</b> Служит ключевым показателем финансовой устойчивости и отражает долю долгосрочных источников финансирования в общем объеме предприятия.	$K_{\text{фин.устойч.}} = (П4+П3)/(П1+П2+П3+П4)$	$\geq 0,5$
<b>Коэффициент соотношения мобильных и иммобилизованных средств.</b> Показывает сколько оборотных средств приходится на 1 руб. внеоборотных активов.	$K_{\text{соотн. моб. и. иммоб. средств.}} = (А1+А2+А3)/А4$	-
<b>Коэффициент имущества производственного назначения.</b> Характеризует долю имущества производственного назначения в общей стоимости всех средств предприятия.	$K_{\text{имуш. произв. назнач.}} = (А4+Запасы и затраты)/(А1+А2+А3+А4)$	$\geq 0,5$
<b>Коэффициент прогноза банкротства</b> Коэффициент показывает долю чистых оборотных активов в стоимости всех средств предприятия. Если он снижается в динамике, то предприятие испытывает финансовые затруднения.	$K_{\text{прогн. банкр.}} = ((А1+А2+А3)-(П1+П2))/(А1+А2+А3+А4)$	

## § 5.5. Анализ деловой активности компании

Деловая активность компании проявляется в динамичности развития, достижении поставленных целей, то есть в эффективности ее текущей деятельности. Основными направлениями количественной оценки деловой активности являются:

- Временной и структурный анализ отчета о прибылях и убытках.
- Оценка «качества» полученного финансового результата.
- Оценка рентабельности (рентабельность активов, рентабельность собственного капитала, рентабельность продаж).

<sup>76</sup> Финансовый рычаг (леверидж) – это использование платных заемных средств с фиксированным процентом для увеличения прибыли держателей обыкновенных акций.

Эффект финансового рычага = (1-Ставка налога на прибыль)\*(Рентабельность активов – Ставка процентов)\*Коэффициент левериджа.

Эффект финансового рычага показывает, на сколько процентов увеличивается рентабельность собственного капитала (ROE) за счет привлечения заемных средств.

- Анализ эффективности использования ресурсов (коэффициент оборачиваемости активов (капитала), длительность одного оборота активов (капитала)).

Таблица 5.5.1.

*Коэффициенты рентабельности*

**Рентабельность** – конечный результат действия целого ряда управленческих решений и структуры компании, показывает совместное влияние левериджа и эффективности управления активами и задолженностью на результаты деятельности компании.

<p><b>Коэффициент рентабельности продаж</b> – показывает долю прибыли в каждом рубле продаж.</p> <p>Рост данного показателя является следствием роста цен при постоянных затратах на производство или снижения затрат на производство при постоянных ценах.</p> <p>Часто при одинаковой выручке низкая рентабельность одной из фирм указывает на разницу в структуре финансирования, а не на недостатки в операционной деятельности. То есть фирма с низкой рентабельностью продаж может иметь большую рентабельность собственного капитала акционеров благодаря использованию финансового левериджа.</p>	$Кр. продаж. = \frac{Чистая\_прибыль}{Выручка}$
<p><b>Коэффициент способности активов порождать прибыль</b> – показывает способность активов порождать прибыль без учета влияния налогов и левериджа.</p>	<p>Кспособ. активов. породж.</p> $приб. = \frac{EBIT}{Активы}$
<p><b>Коэффициент рентабельности активов</b> – показывает способность активов порождать прибыль.</p>	$Кр. а. = \frac{Чистая\_прибыль}{Активы}$
<p><b>Коэффициент рентабельности собственного капитала</b> – показывает, на сколько акционеры преуспели во вложении денег с целью отдачи учетной прибыли. Изменения этого показателя оказывают влияние на уровень котировки акций на фондовых биржах.</p>	$Кр. соб. кап. = \frac{Чистая\_прибыль}{Собственный\_капитал}$

Таблица 5.5.2

*Показатели эффективности использования ресурсов.*

<p><b>Эффективность использования ресурсов</b> характеризуется скоростью их оборота: чем больше число их оборотов за период, тем выше отдача от их использования.</p>	
<p><b>Коэффициент оборачиваемости активов</b></p> <p>Характеризует эффективность использования ресурсов компании. Определяет потенциал компании по получению дохода при существующем уровне инвестиций и существующей структуре активов. Положительно оценивается рост данного коэффициента.</p>	$Кобор. акт. = \frac{Выручка}{Активы}$
<p><b>Коэффициент оборота основных средств</b> – измеряет насколько эффективно фирма</p>	$Коб. осн. ср. =$

использует свои здания, сооружения и оборудование. Проблема расчета показателя – отражение действительных, а не исторических показателей.	$\frac{\text{Выручка}}{\text{Чистая\_стоимость\_основных\_средств}}$
<b>Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности (в оборотах)</b> Показывает расширение или снижение коммерческого кредита, предоставленного организацией. Если показатель рассчитывается по сумме погашенной дебиторской задолженности, то его рост может отражать сокращение продаж в кредит, а снижение – увеличение объема коммерческого кредита, предоставляемого покупателям. Коэффициент демонстрирует, сколько раз обернулись в отчетном периоде средства, вложенные в дебиторскую задолженность. Рост показателя в динамике рассматривается как положительная тенденция.	$\text{Коб.деб.задолж.} = \frac{\text{Выручка}}{\text{Дебитор\_задолж.}}$
<b>Длительность оборота дебиторской задолженности</b> – количество дней продаж, которые порождают накопившуюся на данный момент дебиторскую задолженность. Это средний период времени с момента совершения продажи, в течение которого фирма должна ждать получения оплаты от потребителей. Положительно оценивается снижение данного показателя.	$\frac{\text{Длительность об.деб.задолж.} = \frac{\text{Дебиторская задолженность}}{\text{Выручка\_за\_год}/360}}$
<b>Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности</b> Положительно оценивается снижение данного показателя.	$\text{Коб. кред.задолж.} = \frac{\text{Выручка}}{\text{Кредитор\_задолж.}}$
<b>Коэффициент оборачиваемости запасов</b> Избыточные запасы не продуктивны и представляют вложения с низкой или нулевой рентабельностью. Может возникнуть вопрос: не хранит ли компания устаревшие запасы?	$\text{К об.запасов} = \frac{\text{Общие\_издержки}}{\text{Запасы}}$
<b>Коэффициент оборачиваемости собственного капитала</b>	$\text{К об.соб.капитала} = \frac{\text{Выручка}}{\text{Собств.\_капитал}}$
<b>Продолжительность операционного цикла (в днях)</b> <b>Операционный цикл</b> характеризует период оборота общей суммы оборотных средств предприятия. Производственные запасы и дебиторская задолженность представляют собой именно те компоненты всего объема оборотных средств, в которые мобилизованы денежные средства. Просуммировав два показателя оборачиваемости в днях, можно получить обобщающую характеристику, которая	$\text{ОЦ} = \text{Длительность об.деб.задолж.} + \text{Коб.запасов} +$



<p>определяется как «продолжительность операционного цикла». Операционный цикл показывает, на сколько в среднем дней «замораживаются» денежные средства в неденежных оборотных активах. Снижение данного коэффициента, при прочих равных условиях, является положительной тенденцией. Обычно данный показатель рассчитывается для каждой отрасли.</p>	
<p><b>Продолжительность финансового цикла</b>  <b>Финансовый цикл</b> – период времени, в течение которого собственные оборотные средства предприятия участвуют в операционном цикле.          Необходима количественная оценка финансовой деятельности в области циркуляции денежных средств на предприятии. Показатель характеризует среднюю продолжительность между оттоком денежных средств в связи с осуществлением текущей производственной деятельности и их притоком как результатом производственно-финансовой деятельности. Снижение показателя нельзя однозначно относить к положительной тенденции. В такой ситуации необходим факторный анализ, позволяющий определить за счет чего достигнуто сокращение – если за счет неоправданного замедления оборачиваемости кредиторской задолженности, то подобный факт имеет скорее негативный характер.</p>	$\Phi Ц = ОЦ - \text{Длительность об. кред. задолж.}$

Таблица 5.5.3.

*Коэффициенты рыночной стоимости*

<p><b>Отношение цена/прибыль на акцию</b> – показывает, сколько инвесторы готовы заплатить на каждый рубль чистой учетной прибыли фирмы. Показатель выше у фирм со значительными перспективами роста, даже если остальные показатели остаются постоянными, но ниже для более рискованных фирм.</p>	$\frac{\text{Рыночная\_цена\_акции}}{\text{Прибыль\_на\_акцию}}$
<p><b>Отношение цена /денежный поток</b></p>	$\frac{\text{Рыночная\_цена\_акции}}{\text{Денежный\_поток\_на\_акцию}}$
<p><b>Отношение рыночной и бухгалтерской стоимости акции</b>          Компании с относительно высокими показателями рентабельности собственного капитала обычно имеют акции, котирующиеся выше (по отношению к их бухгалтерской стоимости), чем компании с</p>	$\frac{\text{Рыночная\_цена\_акции}}{\text{Бухгалтерская\_стоимость\_акции}}$

низкой рентабельностью.	
-------------------------	--

### §5.6. Связь коэффициентов: методика Du-Pont

Менеджеры фирмы «Du-Pont» первые использовали данный подход для оценки эффективности работы компании. Анализ деятельности компании проводится слева снизу вверх (см. рис.5.6.1.), анализируя изначально затраты. Если рентабельность продаж низка, то анализируются отдельные статьи затрат, чтобы впоследствии устранить проблемы низкой рентабельности.

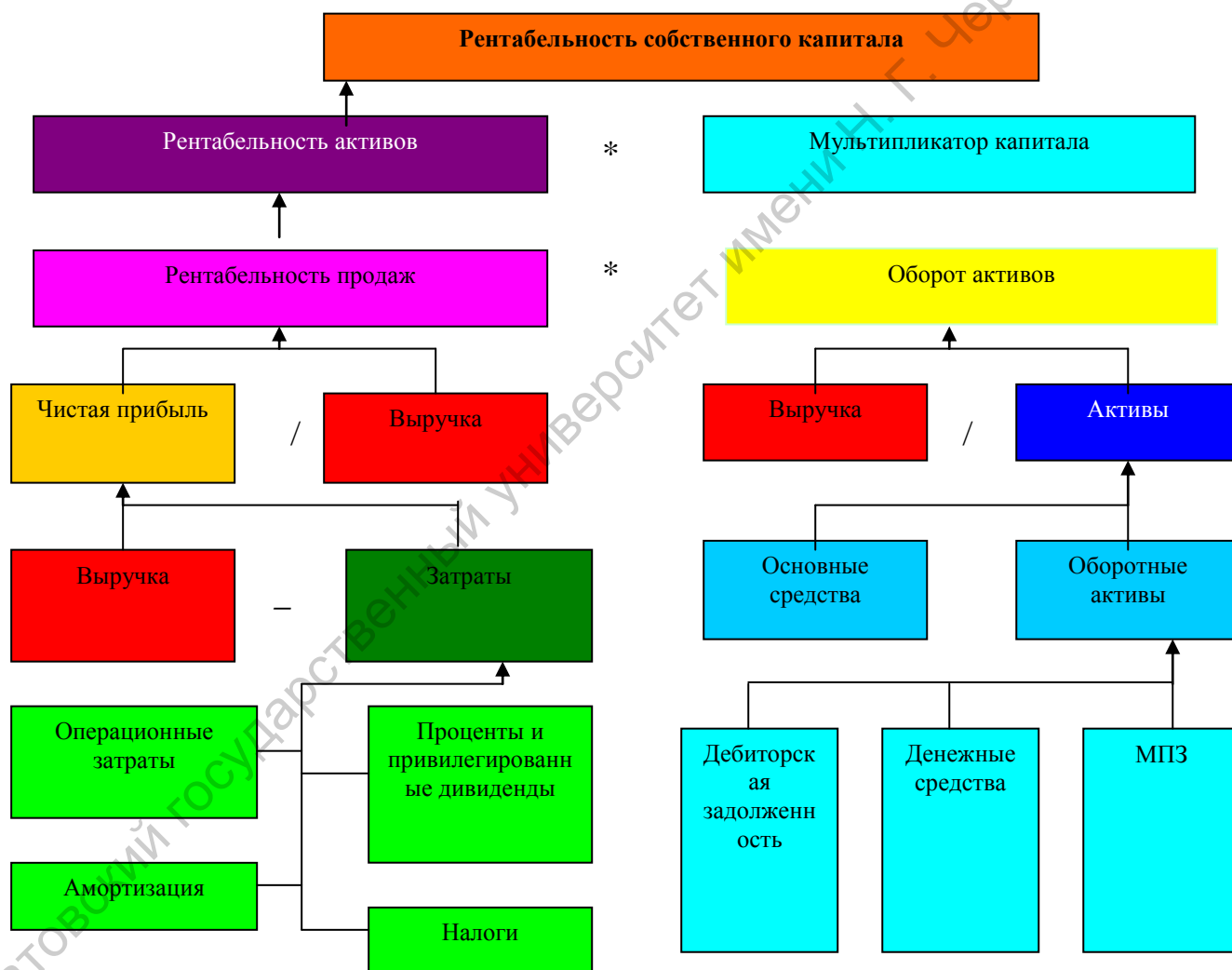


Рис.5.6.1. Методика Du-Pont

Формула Du-Pont имеет вид:

$$\text{Рентабельность активов} = \text{Рентабельность продаж} * \text{Оборот активов}$$

Формула показывает, как на рентабельность собственного капитала влияют перечисленные отдельные показатели, связанные с управлением продажами, активами и обязательствами компании, а также ее левериджем. Если компания финансируется только за счет собственного

капитала, то рентабельность активов и собственного капитала совпадают, так как активы компании равняются ее собственности, то есть компания не использует обязательств в форме облигаций и заемных средств.

Следовательно, менеджеры применяя методику Du-Pont к анализу деятельности компании, могут разработать способы повышения эффективности управления.

Левая сторона методики связана с анализом:

- ценообразования и динамики выручки,
- продуктовых НИОКР,
- изменения статей затрат,
- маркетинговой стратегии закупок сырья,
- маркетинговой стратегии реализации продукции.

Правая сторона методики связана с анализом:

- путей повышения отдачи от различных типов активов,
- путей снижения процентных расходов и риска, связанного с задолженностью.

### **Вопросы для обсуждения:**

1. Какие основные концепции лежат в основе управления корпоративными финансами?
2. В чем заключается инновационность модели управления стоимостью корпорацией (Value based management (VBM))?
3. Какова роль финансового анализа в корпоративном управлении?
4. Каких экономических субъектов можно отнести к непосредственно заинтересованным в деятельности компании пользователям финансовыми отчетами и опосредованно заинтересованными? Зачем данным субъектам исследовать финансовую отчетность компании?
5. Какие основные методы аналитической работы с финансовыми отчетами применяются?
6. Что представляет собой свободный денежный поток? Какова его роль в корпоративном управлении?
7. Зачем необходимо рассчитывать показатели рыночной и экономической добавленных стоимостей? Какие выводы можно сделать по результатам их расчетов?
8. Что представляет собой финансовая устойчивость компании? Каковы основные направления ее анализа?
9. Какие абсолютные и относительные показатели финансовой устойчивости вы знаете? Какие выводы можно по ним сделать?
10. В чем заключается смысл методики Du-Pont? Какова ее роль в управлении корпоративными финансами?

### **Тест:**

1. Принципы оптимизации соотношения уровня риска и доходности рискованных инструментов финансового инвестирования лежат в основе:
  - а) концепции приоритета экономических интересов собственников;
  - б) современной портфельной теории;
  - в) концепции стоимости капитала.
2. Необходимость учета и оптимизации затрат предприятия по привлечению и обслуживанию капитала является основой:
  - а) концепции стоимости капитала;
  - б) концепции структуры капитала;
  - в) теорией дивидендной политики.
3. Модели дисконтирования денежных потоков отражают:
  - а) концепцию структуры капитала;
  - б) теорию дивидендной политики;
  - в) концепцию стоимости денег во времени.
4. Определение необходимого уровня доходности отдельных финансовых инструментов инвестирования с учетом уровня их риска отражают:
  - а) модель оценки акций и облигаций на основе их доходности;
  - б) модель оценки финансовых активов с учетом систематического риска;
  - в) гипотезу эффективности рынка.
5. Факт, что деятельность менеджеров лишь тогда будет направлена на реализацию главной цели управления финансами, если она будет дополнительно стимулироваться их участием в прибыли, отражает:
  - а) концепцию агентских отношений;
  - б) гипотезу эффективности рынка;
  - в) концепцию асимметрической информации.
6. К непосредственно заинтересованным в деятельности компании пользователям относятся:
  - а) собственники;
  - б) аудиторские компании;
  - в) информационные и консалтинговые агентства.
7. К опосредованно заинтересованным в деятельности компании пользователям относятся:
  - а) существующие и потенциальные кредиторы;
  - б) государство в лице налоговых органов;
  - в) специалисты организаций по оказанию юридических услуг;
8. К непосредственно заинтересованным в деятельности компании пользователям относятся:

- a) собственники, биржи ценных бумаг, законодательные органы;
  - b) существующие и потенциальные кредиторы, поставщики и покупатели, служащие компании;
  - c) государство в лице налоговых органов, специалисты организаций по оказанию юридических услуг.
9. К опосредованно заинтересованным в деятельности компании пользователям относятся:
- a) консультанты по финансовым вопросам, информационные агентства;
  - b) аудиторские компании; государство в лице налоговых органов;
  - c) консультанты по финансовым вопросам, поставщики и покупатели.
10. Инновационным модели VBM является оценка созданных прибылей, рассчитанных:
- a) традиционным бухгалтерским способом;
  - b) традиционным бухгалтерским способом через призму рисков, а также сопоставление с требуемой за риск доходностью или затратами на капитал;
  - c) традиционным бухгалтерским способом через призму отношений менеджмента и собственников.
11. Прибыль до выплаты процентов, уплаты налогов и амортизации:
- a) EBITDA
  - b) EBIT
  - c) Чистая прибыль
12. Обыкновенный собственный капитал это:
- a) обыкновенные акции и нераспределенная прибыль
  - b) обыкновенные акции, нераспределенная прибыль и привилегированные акции;
  - c) обыкновенные акции и привилегированные акции.
13. Дивиденды по привилегированным акциям:
- a) зависят от величины чистой прибыли компании;
  - b) зависят от величины EBITDA;
  - c) не зависят от указанных величин и являются величиной постоянной.
14. NOPAT =
- a)  $EBITDA \cdot (1 - \text{Ставка налога})$
  - b)  $EBIT \cdot (1 - \text{Ставка налога})$
  - c)  $\text{Чистая прибыль} \cdot (1 - \text{Ставка налога})$
15. Свободный денежный поток (FCF)=
- a) Операционный денежный поток – Валовые инвестиции;
  - b) NOPAT+ Чистые инвестиции;
  - c) Операционный денежный поток + Валовые инвестиции.
16. Если ROIC > ставки доходности, требуемой для своих вложений

инвесторами фирмы, то

- a) отрицательный свободный денежный поток не представляет проблем;
  - b) отрицательный свободный денежный поток представляет проблему;
  - c) нет экономического смысла в данном соотношении.
17. MVA – является мерой эффективности деятельности менеджеров:
- a) за истекший год;
  - b) с самого основания компании;
  - c) за два последних года.
18. Если менеджеры управляли компанией так, что экономическая добавленная стоимость положительна, то:
- a) благосостояние акционеров увеличилось;
  - b) благосостояние акционеров уменьшилось;
  - c) благосостояние акционеров не изменилось.
19. Нормальная устойчивость финансового состояния (предприятие оптимально использует собственные и кредитные ресурсы, текущие активы превышают кредиторскую задолженность) соответствует значению трехмерного показателя:
- a)  $S=(1,1,1)$ ;
  - b)  $S=(0,1,1)$ ;
  - c)  $S=(0,0,1)$ ;
  - d)  $S=(0,0,0)$ .
20. Неустойчивое финансовое состояние (нарушение платежеспособности, предприятие вынуждено привлекать дополнительные источники покрытия запасов и затрат, наблюдается снижение доходности производства) с возможностью для улучшения ситуации соответствует значению трехмерного показателя:
- a)  $S=(1,1,1)$ ;
  - b)  $S=(0,1,1)$ ;
  - c)  $S=(0,0,1)$ ;
  - d)  $S=(0,0,0)$ .
21. Если абсолютные и относительные коэффициенты ликвидности в пределах нормы, постоянны или имеют тенденцию к росту, то ликвидность предприятия:
- a) очень высокая;
  - b) высокая;
  - c) нормальная;
  - d) низкая.
22. Если абсолютные и относительные коэффициенты ликвидности не соответствуют нормативам и имеют тенденцию к снижению, то

ликвидность предприятия:

- a) очень высокая;
- b) высокая;
- c) нормальная;
- d) низкая.

23. Исходя из методики Du –Point, рентабельность собственного капитала вычисляется как:

- a) рентабельность активов\*мультипликатор;
- b) рентабельность продаж\*мультипликатор;
- c) рентабельность активов\*оборот активов.

### Задания для самостоятельной работы:

#### **№1. Мини – Кейс**

Компания Computron Industries удвоила свои производственные мощности, открыла новые магазины за пределами штата, а также запустила дорогостоящую рекламную кампанию. Результаты компании Computron Industries, мягко говоря, неудовлетворительны. Ее совет директоров, состоящий из президента и вице президента, а также главных акционеров, был очень огорчен, когда выяснилось, как происходило расширение компании. Оплата поставщикам происходила с задержкой, что вызвало их недовольство, а банк жаловался на ухудшающуюся ситуацию и угрожал прекращением кредитования компании.

<b>Баланс</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>
<b>Активы</b>		
Денежные средства и их эквиваленты	7282	9000
Краткосрочные инвестиции в ценные бумаги	0	48600
Дебиторская задолженность	632160	351200
Материально – производственные запасы	1287360	715200
Всего оборотных активов	1926802	1124000
Общая стоимость зданий и оборудования	1202950	491000
Начисленная амортизация	263160	146200
Чистая стоимость основных средств	939790	344800
Всего активов	2866592	1468800
<b>Обязательства и собственный капитал</b>		
Задолженность перед поставщиками	524160	145600
Векселя к оплате	720000	200000
Задолженность перед персоналом и налоговыми органами	489600	136000
Всего краткосрочных обязательств	1733760	481600
Долгосрочная задолженность	1000000	323432
Обыкновенные акции (100 тыс. акций)	460000	460000
Нераспределенная прибыль	(327168)	203768
Всего собственного капитала	132832	663768
Всего пассивов	2866592	1468800

<b>Отчет о прибылях и убытках</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>
Выручка	5834400	3432000
Стоимость реализованной продукции, за исключением амортизации	5728000	2864000
Амортизация	116960	18900
Прочие операционные затраты	680000	340000
Операционные затраты, всего	6524960	3222900
Прибыль до процентов и налогообложения	(690560)	209100
Проценты к уплате	176000	62500
Прибыль до налогообложения	(866560)	146600
Налоги (40%)	(346624)	58640
Чистая прибыль	(519936)	87960
Прибыль на одну акцию	(5,199)	0,88
Дивиденды на одну акцию	0,11	0,22
Балансовая стоимость акций	1,328	6,638
Количество акций	100000	100000
Рыночная цена акций	2,25	8,5
Ставка налога	40%	40%
Арендная плата	40000	40000

<b>Отчет о нераспределенной прибыли, 2001 г.</b>	
Баланс нераспределенной прибыли, 31 декабря 2000 г.	203768
Чистая прибыль, 2001 г.	(519936)
Выплаченные дивиденды	(11000)
Баланс нераспределенной прибыли, 31 декабря 2001 г.	(327168)

<b>Отчет о движении денежных средств, 2001 г.</b>	
<b>Операционная деятельность</b>	
Чистая прибыль	(519936)
Корректировки:	
Неденежные статьи затрат:	
Амортизация	116960
Изменения оборотного капитала:	
Изменения дебиторской задолженности	(280960)
Изменения материально – производственных запасов	(572160)
Изменения задолженности перед поставщиками	378560
Изменения задолженности перед персоналом и налоговыми органами	353600
<b>Чистый операционный денежный поток</b>	<b>(523936)</b>
<b>Долгосрочная инвестиционная деятельность</b>	
Чистый инвестиционный денежный поток: приобретение основных средств	(711960)
<b>Финансовая деятельность</b>	
Изменение краткосрочных инвестиций	48600
Изменения векселей к оплате	520000
Изменения долгосрочной задолженности	676568
Выплата дивидендов	(11000)



<b>Чистый денежный поток от финансовой деятельности</b>	1234168
<b>Итого: Чистое изменение остатка денежных средств</b>	(1718)
Остаток денежных средств на начало года	9000
Остаток денежных средств на конец года	7282

1. Какое влияние оказало расширение компании на выручку, чистую прибыль от операций после налогообложения (NOPAT), чистый операционный оборотный капитал и чистую прибыль?
2. Какое влияние оказало расширение компании на чистый денежный поток, операционный и свободный денежные потоки?
3. В результате расширения компании рыночная добавленная стоимость компании возросла или уменьшилась?

**№2.** В таблице приводится агрегированный баланс ОАО «Газпром»:

*Таблица*

*Агрегированный баланс*

Наименование показателя	Агрегат	На конец 2006 г.	% к валюте	На конец 2007 г.	% к валюте
<b>Текущие (A1+A2+A3)</b>		<b>1687221545</b>		<b>2352593305</b>	
<b>Активы абсолютной ликвидности</b>	<b>A1</b>	<b>78482602</b>		<b>131620903</b>	
Денежные средства		61234070		61674969	
Краткосрочные финансовые вложения		17248532		69945934	
<b>Активы высокой ликвидности (быстро-реализуемые активы)</b>	<b>A2</b>	<b>549428132</b>		<b>757266257</b>	
Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев		549428132		757266257	
<b>Активы низкой ликвидности (медленно-реализуемые активы)</b>	<b>A3</b>	<b>1059310811</b>		<b>1463706149</b>	
Производственные запасы и затраты		124428581		153153969	
НДС по приобретенным ценностям		37199146		21009914	
Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев		128585647		132353114	
Прочие оборотные активы		290		360	
Долгосрочные финансовые вложения		769097147		1157188792	
<b>Трудно-реализуемые активы</b>	<b>A4</b>	<b>2865793593</b>		<b>2868823851</b>	
Внеоборотные активы за минусом долгосрочных финансовых вложений		2865793593		2868823851	
<b>Итого активов:</b>		<b>4553015138</b>		<b>5221447160</b>	
<b>Заемные средства (П1+П2+П3)</b>		<b>888773274</b>		<b>1254695671</b>	
<b>Наиболее срочные обязательства</b>	<b>П1</b>	<b>162569438</b>		<b>182211031</b>	
Кредиторская задолженность		162569438		182211031	
<b>Краткосрочные пассивы</b>	<b>П2</b>	<b>95613844</b>		<b>186259769</b>	
Краткосрочные кредиты, заемные средства		95613844		186259769	
Прочие краткосрочные пассивы		-		-	
<b>Долгосрочные пассивы</b>	<b>П3</b>	<b>630589992</b>		<b>886224871</b>	
Долгосрочные кредиты и займы		630589992		886224871	
<b>Постоянные пассивы</b>	<b>П4</b>	<b>3664241864</b>		<b>3966721489</b>	
Капитал и резервы		3665202991		3955521437	
Доходы будущих периодов		3177		930	
Задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов.		371001		806701	

Резервы предстоящих расходов		8664695		10392421	
<b>Итого пассивов:</b>		<b>4553015138</b>		<b>5221447160</b>	

1. Проведите горизонтальный и вертикальный анализ баланса.
2. Оцените баланс компании на предмет ликвидности.
3. Рассчитайте абсолютные и относительные показатели ликвидности.
4. Рассчитайте абсолютные и относительные коэффициенты устойчивости.
5. Обновите данные таблицы за последние два года и повторите задание 1-4.

## ГЛАВА 6. РИСК И ДОХОДНОСТЬ СТОИМОСТЬ КОРПОРАТИВНОГО КАПИТАЛА

### §6.1. Соотношение риска и доходности активов

Риск определяется как опасность, подверженность потере или ущербу. Он определяет вероятность того, что произойдет некое неблагоприятное событие. Но так как предполагается, что все активы должны порождать потоки денежных средств (cash flows), то неблагоприятным событием для инвестора является неполучение дохода от вложений в определенный актив. Соответственно вероятность неполучения дохода будет отражать степень рискованности данных инвестиций.

Выделяют автономный риск и риск актива в портфеле.

*Автономный риск* – это риск, с которым инвестор столкнется, если будет держать только этот актив.

*Риск актива в портфеле формируется*, когда потоки денежных средств, порождаемые рядом активов, хранимые инвестором одновременно, объединяются, а затем анализируются совместно. В результате, риск, который можно устранить включением актива в портфель вместе с другими и который отсутствует у диверсифицированных инвесторов называется *диверсифицируемым риском*. *Релевантный риск отдельных акций* – это их вклад в риск диверсифицированного портфеля ценных бумаг. *Рыночный риск* отражает риск падения рынка акций в целом и его невозможно устранить при помощи диверсификации. Поэтому от рыночного риска страдают все инвесторы, вложившие свои средства в акции.

Инвесторам нравится получать доход, но они не расположены принимать на себя риск. Следовательно, люди будут вкладывать деньги в рискованные активы, только если они предполагают получить с этого большие доходы. При прочих равных условиях, чем выше риск ценной бумаги, тем ниже оказывается ее цена, и тем выше средняя доходность, требуемая инвесторами.

Рассмотрим ряд формул, необходимых для оценки риска.

Ожидаемая средняя доходность актива :  $\bar{k} = \sum_{i=1}^n k_i * P_i$ ;

где:  $k_i$  – доходность акций в момент времени  $i$ ;

$P_i$  – вероятность получения доходности  $k_i$ .

Чем более «сжатым» будет график распределения вероятности, тем ближе окажется фактическая доходность к ожидаемой. Следовательно, тем меньше вероятность, что действительная прибыль окажется значительно ниже предполагаемой. Чем более «сжато» распределение вероятности, тем ниже риск акции.

Мерой «сжатости» распределения вероятности является среднеквадратическое стандартное отклонение  $\sigma$ .

$$\sigma_k^2 = \sum_{i=1}^n (k_i - \bar{k})^2 * P_i$$

Чем меньше среднеквадратическое отклонение, тем более распределение вероятности «сжато» и, соответственно, тем ниже риск акций.

На практике исследователю чаще доступны только данные по доходности за несколько прошлых периодов времени. В этом случае среднеквадратическое отклонение оценивается следующим образом:

$$\text{Эмпирическое } \sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (k_t - \bar{k}_{AVG})^2}{n-1}};$$

где:  $k_t$  – фактическая доходность;

$\bar{k}_{AVG}$  – среднегодовая доходность за  $n$  лет.

Для осуществления выбора между двумя вариантами вложения капитала, в которых один предполагает и большую доходность, и больший риск одновременно, следует использовать меру риска – коэффициент вариации, который вычисляется как среднеквадратическое отклонение, деленное на среднюю ожидаемую доходность.

$$CV = \frac{\sigma_k}{\bar{k}}.$$

Коэффициент вариации отражает риск, который приходится на единицу доходности. Чем он выше, тем рискованнее будут вложения капитала.

Актив, хранимый в портфеле, обычно может считаться менее рискованным, чем актив, хранимый изолированно. И для портфельного инвестора или менеджера событие, связанное с тем, что отдельные акции падают или поднимаются в цене, не имеет принципиального значения – для него важны только доходность и риск его портфеля в целом.

Средняя (ожидаемая) доходность портфеля ценных бумаг – это средневзвешенное значение ожидаемых доходностей отдельных активов, входящих в портфель:

$$\bar{k}_p = \sum_{i=1}^n \bar{k}_i * w_i;$$

Где:  $\bar{K}_i$  – ожидаемая доходность отдельных активов;

$w_i$  – доля этих активов в портфеле из  $n$  акций.

Риск портфеля ценных бумаг будет ниже, чем средневзвешенное значение  $\sigma_i$  отдельных активов, и степень данного снижения будет зависеть от характера корреляции доходностей активов. В случае совершенной отрицательной корреляции риск портфеля равен 0. Но в действительности большинство акций положительно коррелированы, но не совершенно, поэтому, чем ниже коэффициент корреляции, тем ниже будет риск диверсифицированного портфеля. Хотя, некоторый риск всегда остается, и поэтому практически невозможно провести диверсификацию таким образом, чтобы полностью исключить влияние колебаний рынка акций в целом, влияющих на каждую из них.

Диверсифицированный риск вызывается такими непредвиденными событиями, как судебные иски к компаниям, забастовки, успешные и провальные маркетинговые программы, заключение или разрыв важных контрактов, а также другие события, которые индивидуальны для каждой отдельной фирмы. Поскольку эти события носят случайный характер, их влияние на портфель ценных бумаг может быть устранено с помощью диверсификации – негативные явления, имеющие место в одной фирме, могут быть компенсированы позитивными явлениями в другой.

Рыночный риск вызывается факторами, которые систематически влияют на большинство фирм: войны, инфляция, экономический спад и высокие процентные ставки. Поскольку на большинство акций все эти факторы влияют отрицательно, рыночный риск невозможно устранить с помощью диверсификации.

Доходность дифференцированного портфеля акций должна сравниваться с доходностью рыночного портфеля – портфеля, включающего все акции, присутствующие на рынке. Мера релевантного риска отдельных акций, которая называется *бета - коэффициентом*, определяется согласно модели САРМ (Capital Asset Pricing Model), как количество риска, которое акции приносят в портфель, и рассчитывается следующим образом:

$$b_i = \frac{\sigma_i}{\sigma_M} * r_{iM};$$

Где:  $\sigma_i$  – среднее квадратическое отклонение доходности акции;

$\sigma_M$  – среднее квадратическое отклонение доходности рынка;

$r_{iM}$  – корреляция между доходностью  $i$  –й акции и доходностью рынка в целом.

Данное выражение показывает, что акции с высоким риском будут иметь и большой бета – коэффициент. Действительно, если все другие значения равны, акции с более высоким автономным риском должны вносить большую долю риска в портфель. Акции с высокой корреляцией с активами, присутствующими на рынке в целом, будут также иметь более высокий бета – коэффициент, а значит, и будут более рискованными. То есть значительная корреляция означает, что

диверсификация не помогает, а значит, акции несут большую долю риска в составе портфеля.

Если  $b < 1$ , то акции менее рискованны по сравнению с рынком в целом; если  $b = 1$ , то акции имеют средний риск, равный рыночному риску; если  $b > 1$ , то акции более рискованны, чем в среднем на рынке.

Портфель, состоящий из ценных бумаг с низким бета – коэффициентом, сам будет иметь низкий бета – коэффициент, поскольку бета – коэффициент портфеля является средневзвешенным значением бета – коэффициентов акций, входящих в его состав.

$$b_p = \sum_{i=1}^n b_i * w_i ;$$

где  $b_p$  – это бета – коэффициент портфеля из  $n$  акций;

$w_i$  – доля стоимости портфеля, приходящегося на  $i$  – ю акцию;

$b_i$  – бета – коэффициент  $i$  – акции.

На практике бета – коэффициент рассчитывается с помощью модели парной регрессии, отражающей зависимость между доходностью акции и доходностью рыночного портфеля:  $k_i = a + b_i * k_M + \varepsilon$ , которая и представляет собой модель CAPM.

Определим, какая рискованная премия будет достаточна инвесторам для принятого ими на себя риска, измеряемого с помощью бета – коэффициента.

$RP_M = k_M - k_{RF}$  – премия за риск рыночного портфеля (премия за риск средней акции). Это дополнительная, сверх безрисковой, доходность, требуемая инвесторами для компенсации среднерыночного риска.

$RP_i = (k_M - k_{RF}) * b_i$  – премия за риск  $i$  – й акции. Премия за риск акции будет меньше, равна или больше премии за риск рынка  $RP_M$  в зависимости от того, будет ли бета – коэффициент акции меньше, равен или больше 1.

Соотношение между требуемой доходностью актива и риском можно графически представить линией рынка ценных бумаг (Security Market Line, SML), в соответствии с которой требуемую доходность акции  $i$  можно выразить следующим образом:

*Требуемая доходность акции  $i$  = Безрисковая ставка + Премия за риск акции  $i$  = Безрисковая ставка + Рыночная премия за риск \* Бета – коэффициент акции*

$$k_i = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) * b_i .$$

## § 6.2. Стоимость заемных средств корпорации

Оценка стоимости заемных средств – это определение менеджерами доходности, которую хотят получить от своих вложений собственники данных средств – кредиторы компании. На ее формирование влияют многие факторы: производственные возможности компании,

рентабельность, межвременные предпочтения собственников капитала, риски, инфляция и др.

В общем случае номинальная рыночная процентная ставка  $k_d$  долговой ценной бумаги определяется реальной безрисковой процентной ставкой  $k^*$  и несколькими премиями, отражающими инфляцию, степень риска ценной бумаги, ее ликвидность и срок до погашения.

$$k_d = k^* + IP + DRP + LP + MRP;$$

где:  $k_d$  – номинальная (рыночная) доходность ценной бумаги;

$k^*$  – реальная безрисковая процентная ставка. Данная ставка представляет собой доходность, которая была бы у безрисковой ценной бумаги в предположении нулевой инфляции.

IP – (inflation premium) премия за инфляцию, равная среднему ожидаемому темпу инфляции на протяжении срока жизни ценной бумаги. Ожидаемая инфляция не обязательно совпадает с ее текущим значением, поэтому IP может не совпадать с темпом инфляции данного года.

Величина  $k_{RF} = k^* + IP$  называется номинальной безрисковой процентной ставкой, которая лишена риска неуплаты, риска, связанного со сроком до погашения, риска ликвидности. Таких ценных бумаг не существует, но считается, что доходность векселей и облигаций государства, которые очень ликвидны и свободны от большинства рисков, за исключением инфляционного, можно оценить данной величиной.

DRP – (default premium) премия за риск неуплаты (непогашения, дефолта), отражающая возможность того, что эмитент не выплатит проценты или основную сумму в положенное время и в полном объеме. Государственные ценные бумаги лишены риска неуплаты, и поэтому они имеют самые низкие процентные ставки среди ценных бумаг. Разница между номинальной процентной ставкой по корпоративной облигации и казначейской облигации с аналогичным сроком платежа, ликвидностью и другими свойствами – это и есть премия за риск неуплаты.

Что касается корпоративных облигаций, то чем выше рейтинг корпорации, тем ниже риск неуплаты и, следовательно, ниже процентная ставка по облигации. С начала 90-х годов прошлого века корпоративным облигациям присваиваются рейтинги качества, которые отражают вероятность того, что по ним может быть объявлен дефолт. Так в соответствии с одним из главных рейтинговых агентств Standard&Poor's, облигации рейтинга **AAA** и **AA** считаются практически безрисковыми. Облигации **A** и **BBB** тоже достаточно безопасны для того, чтобы считаться облигациями инвестиционного класса. Облигации **BB** и ниже считаются спекулятивными, или бросовыми. Эти облигации имеют значительную вероятность того, что по ним не будут совершаться платежи.

Таблица 6.2.1.

Рейтинги облигаций агентства Standard&Poor's

Инвестиционные облигации	Спекулятивные (бросовые) облигации
--------------------------	------------------------------------

AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D
-----	----	---	-----	----	---	-----	---

К важнейшим факторам, влияющих на рейтинги облигаций относятся:

- финансовые коэффициенты, включая отношения левириджа, покрытия процентов и другие;
- обеспечение облигаций залогом;
- наличие и финансовое положение банка – гаранта выпуска облигаций;
- наличие фонда погашения;
- срок до погашения облигаций;
- устойчивость денежных потоков фирмы – эмитента;
- степень антимонопольного и административного регулирования бизнеса фирмы;
- доля зарубежных операций компании и политический климат стран, где она ведет свой бизнес;
- вероятность возбуждения против фирмы исков в связи с загрязнением окружающей среды или ущербом здоровью потребителей или сотрудников;
- наличие у фирмы фондовых опционов персонала или особых обязательств по пенсионному обеспечению сотрудников;
- учетная политика фирмы.

Представители рейтинговых агентств утверждают, что для определения рейтинга фирмы не используется никакой точной формулы, а учитываются все факторы, и, соответственно, при выставлении рейтингов агентства используют преимущественно субъективные оценки деятельности компании. Но существует устойчивая зависимость между рейтингами и многими финансовыми коэффициентами: компании с более низкими коэффициентами задолженности, более высоким отношением свободных потоков денежных средств к задолженности, более высокими доходами на инвестированный капитал, более высокими коэффициентами рентабельности имеют более высокие рейтинги облигаций.

Заметим, что рейтинги облигаций важны как для фирм, так и для инвесторов, так как рейтинг облигации – это показатель ее риска неплатежа, влияющий на процентную ставку и на общую стоимость долговых обязательств фирмы. Облигации более низкого класса имеют и более высокую доходность. Кроме того, большинство облигаций чаще приобретается институциональными инвесторами, чем отдельными людьми, а они имеют ограничения по инвестированию в ценные бумаги низкого класса. Так, если рейтинг облигации фирмы падает ниже BBB, многим потенциальным покупателям будет запрещено их покупать.

LP - (liquidity premium) премия за ликвидность или рыночный характер ценной бумаги. Эта премия взимается кредиторами в силу того, что некоторые ценные бумаги не могут быть быстро и по «справедливой» цене обращены в денежные средства. LP низка для ценных бумаг,

выпускаемых в обращение государством и крупными устойчивыми корпорациями. LP относительно высока для ценных бумаг, выпускаемых небольшими молодыми фирмами.

MRP - (maturity risk premium) премия за срок до погашения. Цены на долгосрочные облигации существенно снижаются, если в целом на рынке процентные ставки растут, в результате этого все долгосрочные облигации, даже выпущенные государством, подвержены *риску процентной ставки*, который тем выше, чем больше срок до погашения. Но краткосрочные векселя подвержены *риску ставки реинвестирования*: если средства, полученные инвесторами при погашении краткосрочных векселей и облигаций, реинвестируются в подобные инструменты вновь, инвесторы могут оказаться в ситуации, когда из-за общего снижения ставок на рынке они будут вынуждены приобретать низкодоходные активы, что приведет в дальнейшем к снижению их дохода от процентов.

Риск процентной ставки имеет отношение к возможному падению стоимости облигаций в портфеле, в то время как риск ставки реинвестирования относится к ежегодному доходу, который приносит портфель. Если инвестор владеет долгосрочными облигациями, то он столкнется с риском процентной ставки, но не подвергнется риску реинвестирования, поэтому его ежегодный доход останется на прежнем уровне. С другой стороны, если инвестор владеет краткосрочными облигациями, то он не будет подвергаться значительному риску процентной ставки, поэтому стоимость портфеля будет стабильной, но он подвергнется риску реинвестирования, и его ежегодный доход может снизиться. Следовательно, никакая облигация с фиксированной доходностью не может быть совершенно свободной от риска. Даже большинство государственных облигаций подвержены, как риску процентной ставки, так и риску реинвестирования. Так как действия, снижающие один тип риска, увеличивают другой, то менеджеры, управляющие портфелями облигаций, пытаются сбалансировать эти два вида риска.

Хорошей оценкой  $k_d$  - нормы прибыли, которую пожелают иметь инвесторы от вложений во вновь выпускаемые облигации компании, может служить средняя доходность имеющихся в обращении выпусков облигаций до погашения или до досрочного погашения или, в случае отсутствия ликвидных долговых инструментов, доходность ликвидных облигаций аналогичных по сфере бизнеса и размеру фирм.

Заметим, что доходность  $k_d$ , которую надеются получить кредиторы компании, не будет равна стоимости привлеченного заемного капитала для самой компании, поскольку процентные расходы подлежат вычету из налогооблагаемой прибыли фирмы и часть расходов по оплате долга фактически берет на себя правительство. В результате, стоимость долгового финансирования для компании оказывается ниже, чем величина доходности, которую получают владельцы ее долговых



обязательств. Именно посленалоговая стоимость долга, равная  $k_d(1-t)$  используется при вычислении средневзвешенной стоимости капитала.

*Процентные расходы на обслуживание единицы суммы долга =  
Процентная ставка по долгу - Налоговый щит = Процентная ставка по  
долгу – Ставка налога на прибыль \* Процентная ставка по долгу*

### §6.3. Стоимость обыкновенных и привилегированных акций

Обыкновенная акция - это актив, который характеризуется двумя свойствами:

1. Он дает право владельцу на дивиденды, но только если компания получает прибыль, и только если менеджеры решат осуществлять акционерам выплаты, а не оставить прибыль нераспределенной – для реинвестирования.
2. Акции впоследствии могут быть проданы на рынке, предпочтительно, по цене, превышающей цену приобретения, которая сформирует акционеру капитальную прибыль. Хотя нередко возникают и капитальные убытки.

Тогда общая ожидаемая доходность  $\bar{k}_s$  равна сумме ожидаемой дивидендной доходности и капитальной прибыли:

$$\bar{k}_s = \frac{D_1}{P_0} + \frac{\bar{P}_1 - P_0}{P_0};$$

где:  $\bar{k}_s$  - ожидаемая доходность, которую инвестор, покупающий акции, предполагает получить в будущем;

$k_s$  - минимально приемлемая, или требуемая доходность по акциям, учитывающая как их риск, так и возможности альтернативных инвестиций. Значение  $\bar{k}_s$  может быть больше или меньше  $k_s$ , но инвестор купит акции только в том случае, если  $\bar{k}_s \geq k_s$ .

$\bar{P}_t$  - ожидаемая цена на акции в конце года  $t$  основанная на прогнозах определенного инвестора в отношении потока дивидендов и его риска;

$P_0$  – рыночная цена акции на данный момент;

$D_t$  – дивиденды, которые владелец акции предполагает получить в конце года  $t$ .

$D_0$  – это последние дивиденды, которые уже были выплачены.

Цены на акции определяются как приведенное значение потоков денежных средств, и основной из них – это поток дивидендов. Тогда, для инвестора, предполагающего держать акции на протяжении неограниченного периода, стоимость акции на сегодняшний день вычисляется как приведенное значение бесконечного потока дивидендов:

$$\bar{P}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_s)^t}; (*)$$

Формула является обобщенной моделью оценки акций в том смысле, что колебания  $D_t$  могут быть любыми. На практике как раз самой сложной частью работы аналитика является прогнозирование будущего значения дивидендов, и потому во многих случаях для упрощения этой процедуры предполагается, что поток дивидендов растет с постоянной скоростью  $g$ , равный темпу росту прибыли и цены акций фирмы.<sup>77</sup>

Тогда (\*) превращается в модель постоянного роста Гордона, по имени Майрона Дж. Гордона, который многое сделал для разработки и популяризации этой формулы.

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k_s - g} = \frac{D_1}{k_s - g};$$

Тогда ожидаемая доходность акций с постоянным темпом роста, будет иметь вид:

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g;$$

Данная модель преимущественно применяется для зрелых компаний со стабильной историей роста. Несмотря на то, что темпы роста варьируются от одной компании к другой, для большинства зрелых компаний обычно можно считать, что рост дивидендов в будущем будет иметь ту же скорость, что и рост номинального ВВП (в США 5-8% в год).

Для оценки стоимости акционерного капитала применяются три метода:

#### 1. Модель ценообразования на капитальные активы (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*)

- Оценивается безрисковая ставка доходности  $k_{RF}$ .

Так как проекты на практике являются долгосрочными, то ставка по долгосрочным государственным облигациям является наилучшим значением для выбора безрисковой ставки доходности<sup>78</sup>. Хотя необходимо учитывать, что не существует активов, совершенно свободных от риска. Государственные ценные бумаги подвержены риску процентных ставок и риску ставки реинвестирования. Кроме того, «безрисковая составляющая» доходности акций определяется теми же долгосрочными инфляционными ожиданиями, что отражаются в доходности долгосрочных казначейских облигаций.

- Оценивается ожидаемая в будущем премия за рыночный риск  $RP_M$ .

<sup>77</sup> Различные инвесторы могут предполагать различные темпы роста  $g$ , но рыночная цена  $P_0$  устанавливается на основании средней оценки маржинальных инвесторов. Маржинальные инвесторы – это те, кто участвует в рыночных сделках небольшими «предельными» для своих портфелей пакетами акций и суммами денежных средств и, таким образом, не претендуют на участие в управлении компаниями, но заинтересованы в максимальной доходности своих рыночных операций.

<sup>78</sup> Две трети американских фирм ориентируются на ставку доходности долгосрочных - 10 –летних облигаций Казначейства.

Премия за рыночный риск – это ожидаемая разница между рыночной доходностью и безрисковой ставкой  $RP_M = k_M - k_{RF}$ . Ее можно оценить на основании исторических данных или перспективных оценок. Если будущая ситуация в экономике будет незначительно отличаться от прошлой, то среднее арифметическое годовых значений доходности будет относительно верным приближением премии за риск на ближайшие годы. Оценку, основанную на среднем геометрическом, можно считать лучшей оценкой на более длительный период – на период в двадцать лет.

При использовании метода перспективных оценок применяют модель дисконтирования денежных потоков (DCF) для оценки ожидаемой рыночной доходности  $k_M$ . Учитывая, что если рынок находится в состоянии равновесия, и ожидаемая доходность рынка равняется требуемой инвесторами доходности:

$$k_M = \frac{D_1}{P_0} + g = k_{RF} + RP_M;$$

Обычно рейтинговые компании регулярно публикуют прогнозы рыночной премии за риск, основанные на методологии дисконтированных денежных потоков (DCF), которые для получения наилучшего результата необходимо усреднять.

- Оценивается бета-коэффициент акций  $i$ -й компании  $b_i$ , который используется в качестве индекса риска акций.

Бета-коэффициент, являясь историческим бета-коэффициентом, оценивается как коэффициент наклона линии регрессии доходности акций компании к доходности рыночного портфеля. На практике обычно используется ежемесячные данные о доходности акций за период от четырех до пяти лет, либо еженедельные данные за период от одного до двух лет.

- Подставляются предыдущие значения в формулу CAPM:

$$k_S = k_{RF} + RP_M * b_i.$$

## II. Метод дисконтирования денежных потоков (Discounted Cash Flows, DCF)

Цена и доходность обыкновенных акций связаны с ожиданиями будущих дивидендов по ним:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_S)^t};$$

где:  $P_0$  – текущая цена акций;

$D_t$  – дивиденды, получение которых ожидается до конца года  $t$ ;

$k_S$  – требуемая инвесторами доходность.

Если ожидается, что дивиденды будут расти с постоянной скоростью  $g$ , то формулу можно упростить, представив ее в виде формулы Гордона:

<sup>79</sup> Юджин Ф. Бригхэм, Майкл С. Эрхардт Финансовый менеджмент. 10 – е изд./ Пер с англ. Под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева – СПб.: Питер, 2005. С. 468.

$$P_0 = \frac{D_1}{k_s - g};$$

Тогда можно выразить требуемую инвесторами доходность  $k_s$ , равную в условиях рыночного равновесия ожидаемой инвесторами доходности акций:

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g.$$

На практике используют три метода оценки дивидендов.

*Исторические темпы роста.* Если доходы и темпы роста были относительно стабильными в прошлом, и если инвесторы предполагают, что эти тенденции сохраняться, то исторические темпы роста можно использовать в качестве прогнозов. Хотя таким свойством обладают дивиденды лишь немногих компаний.

*Модель роста на основе реинвестирования прибыли.*

$$g = \text{ROE} * \text{RR};$$

где: ROE – ожидаемая в будущем рентабельность собственного капитала фирмы;  
RR (Retention Ratio) – коэффициент реинвестирования прибыли – доля прибыли, которую фирма предполагает сохранить в своем распоряжении и реинвестировать, не распределяя среди акционеров.

- *Экспертные оценки*<sup>80</sup>.

### III. Метод сложения доходности облигаций и премии за риск.

Аналитиками прибавляется собственная весьма субъективная оценка премии за риск к доходности долгосрочных обязательств фирмы, основываясь на том, что фирмы с рискованным, а значит, с дорогим для фирмы долгом также будут иметь рискованный капитал, также имеющий высокую стоимость.

$$k_s = \text{Доходность облигаций} + \text{Премия за риск}$$

Обычно используется все три метода, а затем либо выбирается один из них на основании экспертного заключения, либо усредняются полученные результаты.

Для определения стоимости привилегированного собственного капитала используется его дивидендная доходность:

$$k_{ps} = \frac{D_{ps}}{P};$$

где:  $D_{ps}$  – величина ближайшего дивиденда на привилегированную акцию;

$P$  – текущая рыночная цена акции за вычетом предельных эмиссионных затрат фирмы на выпуск одной новой акции на рынок.

<sup>80</sup> Аналитические службы и все наиболее крупные инвестиционные компании публикуют оценки темпов роста для большинства из наиболее крупных компаний. В США Value Line публикует подобные прогнозы по 1700 компаниям.

## § 6.4. Стоимость корпоративного капитала

Стоимость корпоративного капитала представляет собой стоимость пользования капитала – доходы инвесторов компании. На ее значение оказывают влияние разнообразные факторы. Такие факторы как уровень процентных ставок, налоговая политика федерального правительства и местных органов власти, а также рыночная конъюнктура в целом, находятся вне контроля менеджмента фирмы. Но степень риска проектов компании, степень риска ее активов подлежит регулированию и контролю со стороны менеджмента корпорации. И в каждом случае, когда менеджмент оценивает перспективы проектов, он должен определить, превышает ли рентабельность капитала, инвестированного в проекты, стоимость этого капитала.

Следовательно, стоимость капитала – это ключевой элемент в решениях корпоративного менеджмента. Когда решение относится к одиночному проекту, оно называется *решением о капитальном бюджетировании проекта*. Компании, которые последовательно принимают верные бюджеты капитальных вложений, создают стоимость для своих инвесторов. Также стоимость капитала необходима для оценки стоимости бизнеса фирмы, для целей слияния и поглощения, для расчета вознаграждения менеджеров, в основе которого лежит экономическая добавленная стоимость, для принятия решений, связанных с привлечением заемных средств или новой эмиссией собственного капитала. Кроме того, стоимость капитала является важным фактором в регулировании деятельности естественных монополий: регулирующие органы должны определять стоимость капитала, который инвесторы предоставили предприятию, ограничивать тарифы таким образом, чтобы компания – монополист добивалась разумного уровня рентабельности капитала и не получала бы сверхприбылей.

Заметим, что большинство фирм используют различные виды капитала, называемые его *составляющими*, и наиболее распространенными его видами являются обыкновенные и привилегированные акции, а также заемные средства. Собственники данных видов капитала предъявляют различные требования к доходности своих активов, и требуемая доходность каждой составляющей капитала фирмы называется *стоимостью составляющей капитала (cost of component)*, зависящая от степени риска стратегий и проектов, которые осуществляет менеджеры.

Стоимости составляющих капитала используются в расчете *средневзвешенного значения стоимости капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC)*.

$$WACC = w_d * k_d(1 - t) + w_{PS} * k_{PS} + w_S * k_S ;$$

где  $w_d, w_{PS}, w_S$  – соответственно доли заемных средств, привилегированных акций и обыкновенных акций в структуре капитала фирмы,

$k_d, k_{ps}, k_s$  - доходности данных составляющих капитала.

Для каждой фирмы существует оптимальная структура капитала, которая показывает, какую долю финансирования фирма должна привлекать в форме заемного капитала, привилегированных и обыкновенных акций, чтобы создавать стоимость для своих акционеров. Корпорация должна определить свою целевую структуру капитала, и именно целевые пропорции элементов капитала используются для вычисления средневзвешенной стоимости капитала фирмы. Следовательно, WACC – это средневзвешенная стоимость каждой вновь привлекаемой или предельной единицы капитала.

По оценкам ряда консалтинговых мировых фирм, средневзвешенная стоимость капитала крупных компаний значительно колеблется в зависимости от риска компании и от доли заемных средств в ее структуре финансирования. Компании, занятые в более рискованных сферах бизнеса, такие как Intel, имеют в среднем более высокую стоимость собственного капитала. При этом они обычно используют меньшее количество заемных средств. Эти два фактора приводят к более высокой средневзвешенной стоимости капитала, чем у компаний, работающих в более стабильных сферах бизнеса. Но более рискованные компании обычно также имеют большие возможности для получения высокой прибыли, и их рентабельность значительно превышает стоимость капитала, что приводит к созданию положительной экономической добавленной стоимости. Таким образом, высокая стоимость капитала – это не обязательно плохо, если фирма обладает, пусть и рискованными, но высокорентабельными проектами.

Заметим, что, по мнению ряда исследователей,<sup>81</sup> применение WACC в качестве ставки дисконтирования денежных потоков является разумным лишь для стабильных крупных компаний, которые привлекают свой капитал на ликвидных конкурентных рынках капитала. Молодые же растущие компании, реинвестирующие большинство своих денежных потоков в развитие своего бизнеса, зачастую закрытые и слабо связаны или плохо сопоставимы с публичными рынками капитала, на которых можно узнать значение коэффициента бета, среднеотраслевую структуру капитала или среднеотраслевые затраты на капитал. Для таких компаний в качестве дисконта можно считать величину ROCE (return on capital employed) доходность на вовлеченный капитал, рассчитываемый как NOPAT/ вовлеченный капитал.

Самая серьезная проблема, которая возникает для российских фирм при использовании формулы WACC, состоит в определении стоимости

<sup>81</sup> Артеменков А.И. Оценка компаний по доходному подходу – левостороннее мышление. // Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании. : сб. ст. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых / под науч. ред. Т.В. Тепловой; Гос. ун – т – Высшая школа экономики. – М.: Изд. Дом ГУ ВШЭ, 2006. С.100.

собственного капитала. Данная схема в отечественных условиях сталкивается с определенными трудностями. Неясно, что в отечественных условиях можно считать безрисковым денежным инструментом. Рассмотрение государственных краткосрочных казначейских обязательств в России после событий 1998 г. выглядит крайне сомнительной. Более реальными было бы рассматривать депозитные вклады в Сбербанке РФ. Неясно как в российских условиях можно определить «премию за риск». Некоторые отечественные специалисты по фондовому рынку и финансовому менеджменту полагают, что расчеты бета - коэффициентов правомерно уже проводить в России. Однако, по мнению ряда исследователей, такого рода расчеты пока бессмысленны, так как корреляционный анализ доказывает: курсы ценных бумаг российских фирм на отечественном фондовом рынке пока отражает что угодно, но только не различия в уровнях эффективности и рискованности ведения бизнеса фирмами – эмитентами.

В таких условиях существует два варианта определения средневзвешенной стоимости капитала (WACC) в российской экономике:

1. самый грубый – брать в качестве стоимости собственного капитала доходность, которую можно получить по годовым депозитам юридических лиц в Сбербанке РФ, что предполагает признание почти тождественности уровня рисков при инвестировании в любой российский бизнес или любой российский банк;
2. более точный – брать в качестве стоимости собственного капитала средний уровень рентабельности всего капитала по той отрасли, в которой работает данная фирма. При этом такой показатель лучше получать не в Госкомстате, где он рассчитывается по всем предприятиям данной отрасли, а в Экспертном институте Российского союза промышленников и предпринимателей, где он рассчитывается при подготовке ежегодного справочника «1000 лучших предприятий в России», причем только по группе основных производителей данной отрасли, производящих суммарно не менее 60-80% всего объема реализации данной отрасли<sup>82</sup>. То есть, инвестор, вкладывающий средства в фирму определенной отрасли, вправе рассчитывать, что его средства принесут доход, по крайней мере, не ниже средней рентабельности использования активов в данной отрасли, достигнутой основной массой ведущих производителей отрасли.

### **Вопросы для обсуждения:**

1. Что понимается под риском актива? В чем отличие автономного и риска актива в портфеле?
2. Какие факторы функционирования и развития корпорации формируют диверсифицированный риск и рыночный риск?

<sup>82</sup> <http://mba.hse.ru>

3. Как взаимосвязаны риск и доходность актива? Что представляет собой премия за риск?
4. В каких случаях необходимо рассчитывать коэффициент вариации?
5. Как влияет на риск портфеля корреляция его активов?
6. Какие факторы влияют на формирование требуемой доходности акции?
7. Какие факторы влияют на формирование стоимости заемных средств корпорации? Какие типы рисков они формируют?
8. Какую пользу и для кого имеют рейтинги компаний? Как присвоенный рейтинг влияет на стоимость заемных средств?
9. Объясните, почему, доходность  $k_d$ , которую надеются получить кредиторы компании, не равна стоимости привлеченного заемного капитала для самой компании?
10. Объясните, как методика дисконтирования используется в расчете стоимости акционерного капитала?
11. Какие проблемы возникают при расчете средневзвешенной стоимости капитала в российских корпорациях, и каковы возможные пути их решения?

**Тест:**

1. Чем выше риск ценной бумаги, тем:
  - а) ниже оказывается ее цена, и тем ниже средняя доходность, требуемая инвесторами;
  - б) выше оказывается ее цена, и тем ниже средняя доходность, требуемая инвесторами;
  - с) ниже оказывается ее цена, и тем выше средняя доходность, требуемая инвесторами.
2. Чем меньше среднее квадратическое отклонение доходности акции, тем:
  - а) ниже риск;
  - б) выше риск;
  - с) среднее квадратическое отклонение не определяет риск.
3. Чем ниже коэффициент вариации, тем:
  - а) рискованнее будут вложения капитала;
  - б) менее рискованнее будут вложения капитала.
4. Чем ниже коэффициент корреляции, тем:
  - а) тем ниже будет риск диверсифицированного портфеля;
  - б) тем выше будет риск диверсифицированного портфеля.
5. Если бета – коэффициент акции  $b=1$ , то:
  - а) акции менее рискованны по сравнению с рынком в целом;



- b) акции имеют средний риск, равный рыночному риску;
  - c) акции более рискованны, чем в среднем на рынке.
6. К спекулятивным или бросовыми облигациям относятся:
- a) облигации рейтинга AAA и AA;
  - b) облигации рейтинга A и BBB;
  - c) облигации рейтинга BB и ниже.
7. Премия за то, что эмитент не выплатит проценты или основную сумму в положенное время в полном объеме называется:
- a) DRP – (default premium) премией за риск неуплаты, дефолта;
  - b) MRP - (maturity risk premium) премией за срок до погашения;
  - c) LP - (liquidity premium) премией за ликвидность.
8. Стоимость долгового финансирования для компаний:
- a) выше величины доходности, получаемой владельцами долговых обязательств;
  - b) ниже величины доходности, получаемой владельцами долговых обязательств;
  - c) равна величине доходности, получаемой владельцами долговых обязательств.
9. Высокая стоимость капитала – это:
- a) обязательно плохо;
  - b) всегда хорошо;
  - c) не плохо, если данный капитал обеспечивает функционирование высокорентабельных проектов.

### **Задания для самостоятельной работы:**

**№1. Ожидаемые ставки доходности.** Пусть реальная безрисковая процентная ставка составляет 3%. Предполагается, что инфляция составит 2% в текущем году и 4% в течение последующих двух лет. Предположим, что премия за срок до погашения равна 0. Какова доходность казначейских облигаций со сроком погашения 2 года? 3 года?

**№2. Премия за риск непогашения.** Облигация Казначейства, срок погашения которой наступает через 10 лет, приносит 6% дохода. Корпоративная облигация со сроком погашения 10 лет приносит доход 8%. Предположим, что премия за ликвидность корпоративной облигации равна 0,5%. Какова премия за риск непогашения корпоративной облигации?

**№3. Премия за срок до погашения.** Реальная безрисковая процентная ставка составляет 3%, а ожидаемый уровень инфляции равен 3% на ближайшие два года. Облигация казначейства со сроком погашения два года приносит доход 6,2%. Какова премия за срок до погашения этой ценной бумаги?

**№4. Кривые доходности.** Предположим, что вы, как и большинство других инвесторов, предполагаете, что в следующем году уровень инфляции составит 7%, затем упадет до 5% на следующий год, а начиная с третьего года установится на уровне 3%. Предположим, что реальная безрисковая процентная ставка останется на уровне 2% и что премия за срок до погашения Казначейских облигаций растет линейно от нулевого уровня для ценных бумаг с очень коротким сроком погашения (в несколько дней) до 0,2% для облигаций со сроком погашения один год. Далее премия за срок до погашения Казначейских облигаций увеличивается на 0,2% за каждый следующий год до погашения.

1. Вычислите доходности 1-,2-,3-,4-,5-,10- и 20-летних облигаций Казначейства и постройте для них кривую доходности (зависимость доходности в % от срока до погашения лет).
2. Пусть компания «Х», имеющая рейтинг AAA, имеет облигации с теми же сроками погашения, что и облигация Казначейства. Постройте кривую доходности компании «Х» на том же графике, что и кривую доходности облигаций Казначейства.
3. На том же графике постройте кривую доходности облигаций компании «У»- высокорисковой компании атомной энергетики.

**№5. Фактические доходности активов.** Акции А и Б имели в прошлые годы следующие доходности.

Год	Доходность акции А, $k_A$	Доходность акции Б, $k_B$
1997	(10%)	(3%)
1998	18,5%	21,29%
1999	38,57%	44,25%
2000	14,33%	3,67%
2001	33%	28,3%

1. Вычислите среднюю доходность каждой из акций за период с 1997 по 2001 год. Предположим, кто-то владеет портфелем, содержащим 50% акций А и 50% акций Б. Какова была средняя доходность этого портфеля за пятилетний период?
2. Найдите СКО доходности каждого вида акций и портфеля.
3. Рассчитайте коэффициент корреляции акций.
4. Если бы к портфелю случайным образом добавили бы несколько новых акций, что вероятнее всего, произойдет с его СКО:
  - а) останется неизменным;
  - б) снизится приблизительно до 21%;
  - с) если добавить достаточное большое количество акций снизится до 0.

**№6. Бета – коэффициенты и требуемые инвесторами доходности.** Х – холдинговая компания с четырьмя подразделениями. Доли бизнеса, приходящиеся на каждое из ее отделений, и их соответствующие бета – коэффициенты представлены ниже.

Подразделение	Доля бизнеса	Бета-коэффициент
Производство электрических установок	60%	0,7
Производство кабеля	25%	0,9
Недвижимость	10%	1,3
Международные проекты	5%	1,5

1. Каков бета- коэффициент холдинговой компании в целом?
2. Предположим, что безрисковая ставка доходности равна 6%, а премия за рыночный риск – 5%. Какова будет требуемая доходность для акций холдинга?
3. Холдинг рассматривает возможность изменения своей политики: сократит бизнес электрических установок до 50%. В то же самое время компания Х будет развивать направление международных проектов, которые будут занимать до 15% от всего объема производства. Какова будет требуемая инвесторами доходность акций?

**№7. Требуемая доходность.** Предположим, что  $k_{RF}=9\%$ ,  $k_M=10\%$ ,  $b_i=1,3$ .

1. Чему равна  $k_i$  – требуемая доходность акции?
2. Предположим, что  $k_{RF}$  или увеличивается до 10% или снижается до 8%, наклон линии рынка ценных бумаг (SML) остается неизменным, как это повлияет на  $k_M$  и  $b_i=1,3$ ?
3. Предположим, что  $k_{RF}=9\%$ , но  $k_M$  или увеличивается до 16%, или снижается до 13% из-за изменения наклона линии рынка ценных бумаг(SML). Как это повлияет на  $k_i$ ?

**№8. Линия рынка ценных бумаг.** Фонд «У», в который вы планируете вложить определенную сумму денег, управляет активами, составляющими 500 млн. рублей, и хранит их в 5 видах акций.

Акции	Объем инвестиций, млн. долларов	Бета-коэффициент акций
А	160	0,5
В	120	2
С	80	4
Д	80	1
Е	60	3

Безрисковая процентная ставка равна 6%, в то время как доходность рыночного портфеля в следующем периоде будет иметь следующее распределение вероятности.

Вероятность	Доходность рыночного портфеля, %
0,1	7
0,2	9
0,4	11
0,2	13

0,1	15
-----	----

1. Какие параметры линии рынка ценных бумаг SML можно будет ожидать в следующем периоде?
2. Вычислите требуемую доходность активов фонда на следующий период.
3. Предположим, фонд получает предложение о приобретении новых акций. Предполагается осуществить инвестиции на сумму 50 млн. долларов в акции с ожидаемой доходностью 15% и бета коэффициентом 2,0. Следует ли приобретать новые акции? При какой средней доходности акций фонду должно быть безразлично, приобретать их или отказаться от приобретения?

**№9. Мини-кейс.** Консалтинговая финансовая компания рассчитала следующие данные по ряду компаний:

Компания Н специализируется в области электроники;

Компания С занимается востребованием просроченной задолженности в пользу кредиторов;

Компания R производит автопокрышки и другие резинотехнические изделия.

Темп роста экономики	Вероятность	Ожидаемые доходности различных активов					
		Векселя Казначейства	Н	С	R	Рыночный портфель	Портфель из двух акций
Спад	0,1	8%	(22%)	28%	10%	(13%)	3%
Хуже среднего	0,2	8%	(2%)	14,7%	(10%)	1%	
Среднее	0,4	8%	20%	0%	7%	15%	10%
Лучше среднего	0,2	8%	35%	(10%)	45%	29%	
Бум	0,1	8%	50%	(20%)	30%	43%	15%
k				1,7%	13,8%	15%	
СКО		0					
CV							
b							

1. Почему доходность по векселям Казначейства не зависит от состояния экономики? Гарантируют ли векселя Казначейства полностью свободный от риска доход?
2. Почему можно ожидать, что доходность акций компании Н будет изменяться сонаправлено с рынком, а компании С- в противоположном направлении?
3. Рассчитайте ожидаемую доходность, СКО и коэффициенты вариации для каждого актива и заполните пропуски в приведенной выше таблице.
4. Постройте график, который приблизительно показывает вероятностные распределения доходности акций компаний Н, С, R и векселей Казначейства.
5. Предположим, что вы создали портфель, состоящий из акций двух типов, инвестировав 50 тыс. долларов в акции компании Н и 50 тыс.

долларов в акции компании С. Вычислите среднюю доходность, СКО и коэффициент вариации для этого портфеля и заполните соответствующие пропуски в представленной ниже таблице.

6. Как можно сравнить риск этого портфеля с риском, которые представляют акции этих компаний по отдельности?
7. Предположим, что инвестор сначала формирует портфель ценных бумаг, состоящий из случайным образом выбранных акций. Что произойдет с риском и ожидаемой доходностью портфеля, если к нему добавляется все больше и больше случайным образом выбранных акций?
8. Ожидаемые в будущем году средние доходности и бета-коэффициенты различных активов, согласно расчетам финансовой компании будут таковы:

Актив	Доходность, %	Риск (бета коэффициент)
Н	17,4	1,29
Рыночный портфель активов	15	1
Р	13,8	0,68
Векселя Казначейства	8	0
С	1,7	(0,86)

Как соотносятся ожидаемые доходности акций с рыночным риском каждого из альтернативных вариантов? Возможно ли сделать выбор между альтернативными вариантами вложений на основании информации, представленной таким образом?

9. Выпишите уравнение линии рынка ценных бумаг SML, используйте его для вычисления требуемой доходности для каждого из доступных активов, а затем постройте график отношения между их ожидаемой и требуемой доходностью. Как их ожидаемая доходность соотносится с требуемой инвесторами?
10. Каковы будут рыночный риск и требуемая доходность портфеля ценных бумаг, наполовину состоящего из акций компаний Н и наполовину — из акций С? Или компаний Н. и R?
11. Предположим, что инвесторы повысили свои инфляционные ожидания на 3% по сравнению с нынешними оценками, учтенными в доходности казначейских векселей 8%. Какое влияние окажет более высокий ожидаемый уровень инфляции на положение линии рынка ценных бумаг и на доходность, требуемую инвесторами по ценным бумагам с низким и высоким риском?
12. Предположим теперь, что несклонность инвесторов к риску выросла на 3%, а уровень инфляции остался на первоначальном уровне. Как это повлияет на линию рынка ценных бумаг и на доходность, требуемую инвесторами по ценным бумагам с низким и высоким риском?

**№10. Средневзвешенная стоимость капитала.** Компания «Х» имеет следующую структуру капитала, которую она считает оптимальной.

Заемные средства	15%
------------------	-----

Обыкновенные акции	60%
Привилегированные акции	25%

Налоговая ставка для компании составляет 40%. Инвесторы предполагают, что прибыль и дивиденды фирмы будут расти в будущем постоянно на 9%. В прошлом году компания выплатила дивиденды из расчета 3,6 доллара на акцию, а ее акции в настоящее время продаются по 60 долларов за штуку. Облигации Казначейства приносят доход 11%, средняя доходность рынка акций составляет 14%, бета-коэффициент компании равен 1,51.

Следующие данные относятся к вновь выпускаемым ценным бумагам.

- Новые привилегированные акции будут продаваться по 100 долларов за штуку, дивиденды составят 11 долларов в год. Компания понесет затраты на размещение в размере 5 долларов на облигацию.
  - Долговые обязательства будут выпускаться под 12% годовых.
1. Определите стоимость долговых обязательств, привилегированных акций и обыкновенных акций фирмы. Считайте, что компания не будет выпускать новых обыкновенных акций.
  2. Какова средневзвешенная стоимость капитала фирмы?

**№11. Стоимость собственного капитала.** Компания «Z» имеет целевую структуру капитала, состоящую на 40% из заемных средств и на 60% из собственного капитала. Доходность до погашения выпущенных в обращение облигаций компании составляет 9%, а налоговая ставка — 40%. Казначей компании вычислил, что средневзвешенная стоимость ее капитала равна 9,96%. Какова стоимость собственного капитала компании?

**№12. Оценка средневзвешенной стоимости капитала.**

Баланс компании «Т» представлен ниже.

<b>Активы</b>	
Денежные средства	10
Дебиторская задолженность	20
Материально-производственные запасы	20
Всего оборотных активов:	50
Чистая стоимость основных средств	50
Всего активов:	100
<b>Обязательства и собственный капитал</b>	
Задолженность перед поставщиками	10
Задолженность перед персоналом	10
Векселя к оплате	5
Краткосрочные обязательства, всего	25
Долгосрочные облигации	30
Привилегированные акции	5
Обыкновенные акции (4 млн. штук)	10
Нераспределенная прибыль	30
Обыкновенный собственный капитал, всего	40
Всего пассивов:	100

Известны следующие факты, касающиеся компании «Т».

1. Краткосрочные долговые обязательства состоят из банковских кредитов, по которым в настоящее время выплачивается 10% ежеквартально. Эти кредиты используются для финансирования дебиторской задолженности и материально-производственных запасов на сезонной основе; по окончании летнего сезона остаток кредита нулевой.
2. Долгосрочная задолженность состоит из 20-летних ипотечных облигаций с купонной ставкой 8% с выплатой раз в полгода. В настоящее время эти облигации обеспечивают инвесторам доход  $k_d = 12\%$ .
3. Бессрочные привилегированные акции компании «Т» имеют номинальную стоимость 100 долларов, ежеквартально по ним выплачивается 2% дивидендов, и они приносят инвесторам доходность 11%. Новые привилегированные акции должны обеспечивать инвесторам такую же доходность, но компания понесет на их размещение затраты в размере 5% от суммы эмиссии.
4. У компании имеется 4 млн. обыкновенных акций. Их текущая цена равна 20 долларов, дивиденды за последний, 2001, год составили 1 доллар, а прибыль на одну акцию (EPS) в 2001 году равнялась 2 доллара.

Рентабельность собственного капитала (*ROE*) составляла в прошлом году 24%, и аналитики ценных бумаг считают, что этот показатель останется на том же уровне.

5. Бета-коэффициент фирмы колеблется около 1,5, доходность облигаций Казначейства составляет 10%, а среднерыночная доходность  $k_m$ , по оценкам различных брокерских фирм, варьируется от 14,5 до 15,5%. Брокерские фирмы оценивают рост фирмы «Т» в обозримом будущем в пределах от 10 до 15%.
6. Инвесторы полагают, что премия за риск акций компании «Т» составит от 4 до 6% по отношению к доходности ее облигаций.
7. Предельная налоговая ставка компании «Т» составляет 40%.
8. Основной инвестиционный банкир компании предсказывает снижение процентных ставок по облигациям фирмы до 10%, а по облигациям Казначейства—до 8%, хотя и замечает, что рост темпов инфляции может привести не к падению, а к росту процентных ставок.

Необходимо спрогнозировать средневзвешенную стоимость ее капитала в предположении, что новых обыкновенных акций выпускаться не будет.

## **ГЛАВА 7. ОЦЕНКА КОРПОРАЦИИ И ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

### **§7.1. Оценка стоимости компании**

Корпоративные активы, которые менеджмент должен использовать с целью капитализации в своих стратегиях делятся на операционные и неоперационные активы. Операционные активы, необходимые для ведения бизнеса, в свою очередь, делятся на установленные, действующие активы и опционы роста, развития. Действующие активы включают основной капитал: землю, здания, машины и оборудование, а также оборотные активы, прежде всего денежные средства в кассе, материально – производственные запасы и дебиторскую задолженность, а также нематериальные активы, такие как патенты, лицензии, сформировавшийся набор клиентов, репутацию, ноу – хау. Опционы – это возможности расширения и преобразования бизнеса, которые возникают из текущих представлений фирмы о ее деятельности, ее опыта и других ресурсов. И действующие активы, и опционы компании должны обеспечивать возможности получать потоки денежных средств и наращивать их с течением времени, а соответственно и стоимость компании.

Стоимость фирмы составляет стоимость ее операций плюс стоимость ее неоперационных активов, то есть краткосрочных вложений сверх уровня, необходимых для нормальной деятельности фирмы, вложений в подразделения, землю, которая хранится для будущего использования, и аналогичные активы.



Анализ результатов развития компании и роста ее стоимости должен из координат «выручка – бухгалтерская прибыль» перейти в координаты «экономическая добавленная стоимость – рыночная добавленная стоимость», в соответствии с чем, принятие стратегических решений менеджментом должно основываться на дисконтированных денежных потоках, создаваемых активами компании. А приведенное значение всех свободных денежных потоков, которые менеджмент может создать в будущем благодаря предпринимаемым стратегиям, дисконтированных по средневзвешенной стоимости капитала WACC и есть *стоимость операций компании*.

$$\text{Стоимость\_операций\_Vop} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}^1;$$

где:  $FCF_t$  - свободный денежный поток =  $NOPAT_t - I_t$ ,

Если необходимо рассчитать сегодняшнюю стоимость будущих потоков, увеличивающихся с определенного момента времени с некоторой постоянной скоростью  $g$ , то аналитики используют формулу Гордона постоянного роста дивидендов:

$$\text{Стоимость\_операций\_Vop}_0 = \frac{FSF_0(1+g)}{WACC - g} = \frac{FCF_1}{WACC - g}$$

Это значение называется *терминальным значением* или *значением горизонта планирования (продолженное значение)*.

Тогда, с одной стороны, исходя из баланса компании:

*Рыночная стоимость обыкновенного собственного капитала =  
Стоимость компании – Долговые обязательства - Стоимость  
привилегированных акций.*

С другой стороны:

*Рыночная стоимость обыкновенного собственного капитала =  
Балансовая стоимость обыкновенного собственного капитала + Рыночная  
добавленная стоимость (MVA)*

Неоперационные активы		Рыночная стоимость обыкновенного собственного капитала		Рыночная добавленная стоимость MVA
Стоимость операций	=	Привилегированные акции	=	Балансовая стоимость обыкновенного собственного капитала
		Долговые обязательства		Привилегированные акции
				Долговые обязательства

<sup>1</sup> Юджин Ф. Бригхэм, Майкл С. Эрхардт Финансовый менеджмент. 10 – е изд./ Пер с англ. Под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева – СПб.: Питер, 2005. С. 500.

*Рис.7.1.1. Анализ стоимость компании.*

Как видно, величины свободных денежных потоков являются более сложными экономическими показателями эффективности компании, нежели показатели прибыли, но, тем не менее, в основе их лежит способность компании создавать прибыль от операционной деятельности (ЕВІТ), которая непосредственно связана с управлением операционными активами.

Большая часть капитала, используемого в бизнесе, предоставляется инвесторами – акционерами, владельцами облигаций и кредиторами, которым необходимо платить дивиденды и проценты. И если активы компании будут неоправданно высокими по сравнению с потребностями в операционной деятельности, ее затраты на капитал будут также неоправданно высокими. И если менеджер может создать определенное количество прибыли и денежный поток при относительно небольших вложениях в операционные активы, это сократит количество капитала, которое должны вложить инвесторы, и таким образом повысит рентабельность их инвестиций.

## **§7.2. Понятие ценностно - ориентированного менеджмента**

Основываясь на новом подходе оценки результативности развития компании – расчете экономической добавленной стоимости и рыночной добавленной стоимости, для дальнейшего обеспечения роста стоимости компании, управляющие должны осуществлять ценностно-ориентированный менеджмент.

*Ценностно-ориентированный менеджмент* – это процесс принятия таких решений и стратегий развития компании, которые будут приводить к повышению ее стоимости и росту благосостояния акционеров, основывающийся на анализе и прогнозировании финансовой отчетности, а также потребности в финансировании предпринимаемых управленческих решений.

Такая специфика принятия управленческих решений предполагает анализ четырех основных показателей, лежащих в основе изменения стоимости компании:

- $g$  – темп роста выручки;
- $OP = \frac{NOPAT}{\text{Выручка}}$  - рентабельность продаж;
- $CR = \frac{\text{Операционный капитал}}{\text{Выручка}}$  - удельная потребность в капитале;
- WACC - средневзвешенная стоимость капитала.

Данные показатели по-разному влияют на стоимость фирмы. Рост продаж обычно, но не всегда оказывает положительное влияние на

стоимость, учитывая, что компания является прибыльной. Однако это влияние может быть и отрицательным, если рост требует значительного наращивания капитала, а стоимость этого капитала высока. Рентабельность продаж компании всегда оказывает положительное влияние - чем она выше, тем лучше для фирмы. Коэффициент потребности в капитале оказывает постоянное отрицательное действие – чем он ниже, тем лучше, так как низкий коэффициент означает, что компании удастся обеспечить получение той же выручки при меньших капитальных затратах. Средневзвешенная стоимость капитала также оказывает постоянный отрицательный эффект на стоимость фирмы.

Тогда объединим все факторы стоимости фирмы с помощью формулы:

$$V_{op,N} = Капитал_N + \left[ \frac{Выручка_N * (1 + g)}{WACC - g} \right] * \left[ OP - WACC * \frac{CR}{1 + g} \right]. (*)$$

Таким образом, стоимость операций можно разделить на две составляющие:

1. количество уже имеющегося операционного капитала, предоставленное инвесторами ранее;
2. добавленную стоимость, которую менеджеры добавили или разрушили, что эквивалентно созданию или разрушению рыночной добавленной стоимости (MVA).

Первая скобка формулы отражает денежные поступления в форме выручки от продаж, дисконтированные по средневзвешенной стоимости капитала. Это можно считать рыночной добавленной стоимостью фирмы, не несущей никаких затрат и никогда не требующей инвестирования добавочного капитала. На практике любая компания несет затраты и нуждается в дополнительных инвестициях в капитал, и влияние этих факторов показано в выражении, заключенном во вторые скобки.

Из формулы видно, что при неизменном значении темпа роста рыночная добавленная стоимость компании возрастет, если повысится операционная рентабельность, уменьшатся потребности в капитале или снизится его средневзвешенная стоимость. Причем увеличение  $g$  не обязательно увеличивает стоимость. Операционная рентабельность может быть положительной, но если ее потребности в капитале достаточно высоки и для обеспечения заданного уровня роста постоянно должны производиться крупные капиталовложения, то выражение во второй скобке будет отрицательным. В этой ситуации увеличение  $g$  вызывает рост выражения, стоящего в первых скобках и умножаемого на отрицательное число, стоящее во вторых, что приводит к снижению рыночной добавленной стоимости.

Другой важный элемент корпоративной оценки – это *ожидаемая рентабельность инвестированного капитала* (*Expected Return on Invested Capital, EROIC*):

$$EROIC_t = \frac{NOPAT_{t+1}}{Капитал_t}.$$

Перепишем формулу (\*) с использованием данного показателя:

$$V_{op,N} = K_{aпumал_N} + \left[ \frac{K_{aпumал_N} * (EROIC - WACC)}{WACC - g} \right]. (**)$$

Формула показывает, что если  $EROIC > WACC$ , то доход на привлеченный капитал больше, чем затраты на его привлечение и обслуживание, и менеджмент увеличивает стоимость. В этом случае увеличение темпов роста фирмы только ускоряет ее наращивание. В противном случае, менеджмент разрушает стоимость фирмы, и чем выше темп ее роста, тем быстрее.

Заметим, что сделанные выводы применимы к любым фирмам, но сами формулы (\*) и (\*\*) можно использовать только для анализа относительно устойчивых компаний, темп роста которых установился на определенном уровне, близком к постоянному.

Стоимостное мышление заставляет выделять ключевые факторы стоимости и, в соответствии с этим, определять первоочередные стратегии, изменяющие стоимость компании, принимать те или иные управленческие решения. Кроме того, в мировой практике анализа динамики стоимости корпораций выделяются временные интервалы роста, в соответствии с которыми в более длительных периодах времени динамика стоимости носит нелинейный характер. В силу такой нелинейности необходимо определять краткосрочные и долгосрочные факторы роста, изменение количественных и качественных составляющих роста, определять временную силу влияния стратегических решений менеджмента и силу влияния конъюнктурной или отраслевой составляющих.

### **Вопросы для обсуждения:**

1. Объясните, в чем отличие операционных действующих активов и опционов роста?
2. Как влияет стоимость капитала на стоимость операций при использовании для ее расчета формулы дисконтирования?
3. Что представляет собой терминальное значение?
4. Как можно рассчитать рыночную стоимость одной акции компании?
5. Зачем необходимо применять ценностно-ориентированный менеджмент?
6. Какое влияние оказывают выручка, рентабельность продаж, коэффициент потребности в капитале и средневзвешенная стоимость капитала на стоимость компании? В каком случае разработанная стратегия менеджментом будет увеличивать благосостояние акционеров?
7. Какую роль в ценностно-ориентированном менеджменте играет ожидаемая рентабельность инвестированного капитала?

### **Тест:**

1. Земля, здания, машины и оборудование, денежные средства в кассе

и материально – производственные запасы относятся:

- a) к операционным активам;
  - b) к неоперационным активам;
  - c) к опционам роста.
2. Возможности расширения и преобразования бизнеса, возникающие из текущих представлений фирмы о ее деятельности и опыта относятся:
- a) к действующим операционным активам;
  - b) к неоперационным активам;
  - c) к опционам роста.
3. Краткосрочные вложения, вложения в подразделения, землю, которая хранится для будущего использования относятся:
- a) к действующим операционным активам;
  - b) к неоперационным активам;
  - c) к опционам роста.
4. Рыночная стоимость обыкновенного собственного капитала =
- a) Стоимость компании + Долговые обязательства - Стоимость привилегированных акций;
  - b) Стоимость компании – Долговые обязательства - Стоимость привилегированных акций.
  - c) Стоимость компании – Долговые обязательства + Стоимость привилегированных акций.
5. Рыночная стоимость обыкновенного собственного капитала =
- a) Балансовая стоимость обыкновенного собственного капитала + Рыночная добавленная стоимость (MVA);
  - b) Балансовая стоимость обыкновенного собственного капитала - Рыночная добавленная стоимость (MVA)
  - c) Рыночная добавленная стоимость (MVA) - Балансовая стоимость обыкновенного собственного капитала.
6. Рост продаж всегда оказывает положительное влияние на стоимость компании:
- a) Да;
  - b) Нет.
7. Рентабельность продаж компании всегда оказывает положительное влияние на стоимость компании:
- a) Да;
  - b) Нет.

8. Коэффициент потребности в капитале оказывает постоянное положительное влияние на стоимость компании:
  - a) Да;
  - b) Нет.
9. Чем выше средневзвешенная стоимость капитала, тем стоимость операций компании:
  - a) Выше;
  - b) Ниже.
10. Увеличение темпа роста выручки  $g$  обязательно увеличивает стоимость компании:
  - a) Да;
  - b) Нет.
11. Если ожидаемая рентабельность инвестированного капитала  $EROIC > WACC$ , то:
  - a) менеджмент увеличивает стоимость компании;
  - b) менеджмент уменьшает стоимость компании;
  - c) информации не достаточно для ответа на вопрос.

### **Задания для самостоятельной работы:**

**№1. Стоимость операций.** Компания «X» никогда не выплачивала дивидендов. Ожидаемые свободные денежные потоки на следующие два года составляют соответственно 80 тыс. и 100 тыс. долларов. По окончании второго года предполагается, что денежные потоки будут увеличиваться с постоянной скоростью 8% в год. Средневзвешенная стоимость капитала  $WACC = 12\%$ . Вычислите стоимость операций компании.

**№2. Рыночная добавленная стоимость компании.** Капитал компании оценивается в 200 млн. долл. Компания имеет рентабельность инвестированного капитала в 9%, постоянный темп роста выручки на уровне 5% в год и  $WACC = 10\%$ . Какова стоимость операций компании? Какова ее рыночная добавленная стоимость?

**№3. Корпоративная оценка.** В таблицах представлены финансовые отчеты компании «S» (указаны фактические результаты за 2008 год и прогнозы на 2009 год). Предполагается, что после 2009 года свободный поток денежных средств будет расти с темпом 6% в год.  $WACC = 11\%$ .

<b>Баланс, млн. долларов</b>	<b>2008 (факт)</b>	<b>2009 (прогноз)</b>
<b>Активы</b>		
Денежные средства и их эквиваленты	5,3	5,6
Ликвидные ценные бумаги	49,9	51,9
Дебиторская задолженность	53	56,2
Материально – производственные запасы	106	112,4
Всего оборотных активов	214,2	226,1
Чистая стоимость зданий и оборудования	375	397,5
Всего активов	589,2	623,6
<b>Обязательства и собственный капитал</b>		
Кредиторская задолженность	9,6	11,2
Векселя к оплате	69,9	74,1
Задолженность перед персоналом и налоговыми органами	27,5	28,1
Всего краткосрочных обязательств	107	113,4
Долгосрочные облигации	140,8	148,2
Привилегированные акции	35	37,1
Обыкновенные акции	160	160
Нераспределенная прибыль	146,4	164,9
Всего собственного капитала	306,4	324,9
Всего пассивов	589,2	623,6

<b>Отчет о прибылях и убытках</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Выручка	500	530
Операционные затраты, за исключением амортизации	360	381,6
Амортизация	37,5	39,8
Операционные затраты, всего	397,5	421,4
Прибыль до процентов и налогообложения	102,5	108,6
Проценты к уплате	13,9	16
Прибыль до налогообложения	88,6	92,6
Налоги (40%)	35,4	37
Чистая прибыль	53,2	55,6
Дивиденды по привилегированным акциям	6	7,4
Чистая прибыль, доступная для выплаты дивидендов по обыкновенным акциям	47,2	48,2
Дивиденды по обыкновенным акциям	40,8	29,7
Дополнение к нераспределенной прибыли	6,4	18,5
Число обыкновенных акций	10	10
Дивиденды в расчете на одну акцию	4,08	2,97

1. Если операционный капитал по состоянию на 31 декабря 2008 года составляет 502,2 млн. долл., то каким будет свободный денежный поток по состоянию на 31 декабря 2009 года?
2. Каково значение горизонта по состоянию на 31 декабря 2009 года?
3. Какова будет стоимость операций по состоянию на 31 декабря 2008 года?
4. Какова общая стоимость компании по состоянию на 31 декабря 2008 года?
5. Какова стоимость в расчете на одну акцию на 31 декабря 2009 года?

## ГЛАВА 8. СИСТЕМА МОТИВАЦИИ МЕНЕДЖЕРОВ

### § 8.1. Система «кнута» как форма предотвращения окапывания менеджеров

Акционеры заинтересованы в том, чтобы компании нанимали менеджеров, которые будут предпринимать шаги, максимизирующие их благосостояние. Но менеджеры тоже люди, и у них имеются собственные личные интересы. Следовательно, можно предположить, что менеджеры будут действовать в своих собственных интересах, и если они не вполне будут соответствовать интересам акционеров, корпоративная стоимость не будет наращиваться должным образом. Поэтому одной из важнейших проблем корпоративного управления является мотивация руководителей высшего и среднего звена предпринимать максимум усилий на повышение акционерной стоимости компании.

Корпоративное управление предполагает разработку правил и процедур, гарантирующих, что руководители компании будут на практике следовать принципам ценностно-ориентированного менеджмента, то есть действовать в интересах акционеров. Данные правила можно отнести к одной из двух форм стимулирования менеджмента – к форме «кнута» или к форме «пряника».

«Кнут» - это угроза смещения менеджера со своего поста либо по решению собственного совета директоров фирмы, либо в результате недружественного поглощения компании иной фирмой.

Предположим, что у компании имеется достаточно бездеятельный совет директоров, а недружественное поглощение – затруднено, например некоторыми положениями устава фирмы, в этом случае менеджеры компании оказываются хорошо защищены от угрозы увольнения, и потому принято говорить, что *они окопались*. В этом случае компания, скорее всего, будет управляться не в интересах акционеров, а в личных интересах менеджеров. Они смогут тратить средства компании на личные блага, такие как слишком шикарные офисы, банкеты в лучших отелях, корпоративные средства передвижения.

Окопавшиеся менеджеры часто сопротивляются сокращению фиксированных затрат с помощью закрытия или продажи лишних производств, увольнению сотрудников, услуги которых больше не требуются, и отклонению проектов, даже если подобные действия на самом деле будут необходимы для блага фирмы. Они часто стремятся к поглощению фирм даже по завышенным ценам. Подобные явления происходят потому, что зарплата и социальный статус менеджеров чаще всего зависят от масштабов бизнеса их компаний, что приводит к результатам, неблагоприятным для акционеров, но выгодным для старших руководителей.



Окапывание менеджеров затруднено и действия, несовместимые с ценностно-ориентированным менеджментом минимальны, если у фирмы имеется сильный совет директоров, в котором преобладают люди, ориентированные на потребности акционеров, и если устав фирмы не препятствует ее поглощению сторонней компанией в случае падения рыночной стоимости. Ведь поглощения компаний без согласия их руководства обычно происходят тогда, когда менеджеры не хотят или не могут максимально использовать потенциал, заключенный в тех ресурсах, которые находятся у них в распоряжении. Другая компания может выкупить акции недостаточно эффективно работающей фирмы, заменить ее руководителей, увеличить свободный поток денежных средств и нарастить ее рыночную добавленную стоимость.

Следовательно, необходимо предпринимать различные меры для предотвращения окапывания менеджеров. Рассмотрим их подробно.

#### 1. Запрет гринмейла.

Устав, ориентированный на интересы акционеров, должен запрещать адресный выкуп акций, который называется гринмейлом. Предположим, что в настоящее время акции компании продаются на рынке по цене 20 долларов. Компания – «захватчик», которая планирует заменить руководство рассматриваемой фирмы в случае ее поглощения, выступает с предложением к акционерам выкупить их акции по цене 25 долларов. Чтобы сохранить независимость своей фирмы и свое рабочее место, менеджеры целевой фирмы могут выступить от ее имени с предложением выкупить пакет своих акций у захватчика по цене 35 долларов. Это называется *адресным выкупом акций*, поскольку они с целью экономии средств будут приобретаться только у фирм - захватчика, а не у всех акционеров. В итоге фирма захватчик получает прибыль в размере 10 долларов за акцию, но при этом она обычно берет на себя обязательство не повторять попыток поглощения в течение определенного срока.

Гринмейл наносит вред акционерам целевой фирмы сразу с трех точек зрения. Во-первых, они остаются обладателями акций с ценой 20 долларов, хотя они могли получить за них по 25 долларов в случае поглощения. Во-вторых, компания приобретает свои акции у фирмы-захватчика по 35 долларов за акцию, что представляет собой прямые убытки прочих акционеров в сумме 10 долларов за каждую выкупленную акцию, не говоря уж о существенном сокращении резервов денежных средств фирмы. И наконец, в-третьих, неэффективный менеджмент, не способный самостоятельно создать стоимость фирмы в размере 35 долларов на акцию, сохраняет свое место.

#### 2. Отсутствие «отравленных пилюль» в уставе компании.

Корпоративный устав, ориентированный на интересы акционеров, не должен содержать положений об обеспечении прав акционеров, которые могут рассматриваться как «отравленные пилюли». Такие положения могут давать акционерам целевых фирм право приобрести определенное количество акций своих компаний по очень низкой цене в случае, если сторонняя фирма или группа фирм приобретает определенный процент

акций компании. Следовательно, если потенциальный захватчик пытается поглотить такую компанию, другие ее акционеры получают право увеличить свои пакеты акций, понеся очень низкие затраты, тем самым снижая заинтересованность захватчика в поглощении. Поэтому подобные положения и называются «ядовитыми пилюлями» для захватчика. Данные положения помогают менеджерам окапываться.

### 3. Усиление совета директоров.

В западных компаниях 30 лет назад президент или председатель правления компании обычно также являлся и председателем ее совета директоров. Более того, многие другие члены совета были «инсайдерами» и также занимали руководящие позиции в фирме. Даже «сторонние» члены совета обычно имели сильные связи с президентом посредством личной дружбы, участия в совместных проектах или *перекрестного участия в советах директоров*, когда топ-менеджер компании А занимал место в совете директоров фирмы В, а президент В — в совете директоров А. В подобных ситуациях даже сторонние директора не являлись в действительности независимыми и беспристрастными, а позиции президента были более защищенными, чем сегодня.

Сейчас большинство советов состоит главным образом из сторонних, независимых от менеджмента членов, что повышает вероятность того, что неэффективно работающий главный управляющий будет отстранен. Кроме того, раньше члены совета получали компенсацию в виде зарплаты, в то время как сегодня директорам обычно предоставляются акции или опционы, и поэтому неэффективная работа менеджеров обычно сказывается и на собственном благосостоянии членов совета.

Главная причина таких трансформаций заключается в изменении в структуре собственников обыкновенных акций многих компаний. До 60-х годов XX века большинство акций находилось во владении большого числа индивидуальных инвесторов, каждый из которых владел диверсифицированным портфелем акций. Поскольку у этих индивидуальных инвесторов имелось лишь небольшое количество акций любой отдельной компании, они не могли серьезно влиять на ее менеджмент. Если акционер был недоволен фирмой, то все, что он мог сделать, — это «проголосовать ногами», т. е. продать свои акции.

Эта ситуация начала меняться по мере того, как институциональные инвесторы, такие как пенсионные фонды, приобретали все большие и большие пакеты акций компаний, котирующихся на ранке. Если учесть объемы их капиталовложений, то становится понятным, что для таких учреждений имело смысл контролировать деятельность менеджмента зависимых компаний и, более того, они имеют возможности осуществлять такой контроль, выдвигая своих представителей в их советы директоров. В общем, рост доли собственности в руках активных инвесторов оказался полезным для всех акционеров. Неудивительно, что цены на акции фирмы обычно растут, когда на рынок поступает информация о том, что известный активный инвестор занял ключевую позицию в совете директоров той или иной компании.

## § 8.2. Система «пряника» как форма мотивации менеджеров

Форма «пряника» представляет собой форму вознаграждения менеджеров в виде компенсационного пакета. Если менеджеры получают свои доходы от управления фирмой лишь в форме заработной платы, то у них будет меньше стимулов для концентрации на ценности фирмы, чем, если бы их вознаграждение было некоторым образом связано с показателями эффективности деятельности компании – особенно с ростом цены ее акции.

В настоящее время большинство топ-менеджеров получает фиксированную заработную плату, а также дополнительные премии бонусы, которые возрастают с ростом эффективности работы фирмы. Так, в конце 90-х г. доход менеджера американской компании в среднем на 21 % состоял из заработной платы и на 79% из дополнительных бонусов по результатам работы. Величина бонусов руководителей западных фирм обычно определяется рядом критериев:

- в среднем 34% суммы бонуса отражают эффективность работы за самый последний период времени, например, зависят от прибыли на акцию за последний год;
- 20% суммы зависят от результатов деятельности фирмы за более длительный период, например, от темпа прироста прибыли за пять лет;
- 46% суммы бонуса определяются рыночной ценой акций компании.

Бонусы могут выплачиваться либо в наличной форме, либо акциями или опционами на покупку акций компании. Более того, они могут выплачиваться немедленно по окончании соответствующего периода или же частями в течение ряда лет, причем каждая следующая выплата оговаривается условием, что менеджер продолжает работать на фирму до момента ее совершения.

Таблица 8.2.1.

### *Системы стимулирования, ориентированные на повышение стоимости*

Система внутренних показателей, характеризующих стоимость	Система капитализации компании (курс акции)	
	Чистое участие	Виртуальное участие
Бонус –системы с основой на: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Дисконтированном денежном потоке (DCF)</li> <li>• Экономической добавленной стоимости (EVA)</li> <li>• Прибыли на акцию</li> <li>• По взвешенной оценке стоимости компании</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Фондовые опционы на акции</li> <li>• Участие в собственности (выдача акций)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Виртуальные опционы</li> <li>• Фонтом - акции</li> </ul>

#### 1. Фондовые опционы на акции.

Нередко часть вознаграждения, основанная на цене акций, производится в форме фондовых опционов. Предположим, что компания решила предоставить сотруднику опцион, давая ему возможность приобрести определенное количество акций компании по фиксированной цене 100 долларов, называемой *ценой исполнения опциона*. Цена исполнения опциона

обычно устанавливается на уровне текущей цены акций компании на момент его предоставления. Обычно опционы разрешается исполнять только по истечении некоторого *периода отсрочки исполнения*, который обычно составляет от одного года до пяти лет. Также действие опционов обычно ограничено *конечной датой исполнения*, обычно 10 лет после выпуска. Сотрудник решит исполнить опцион, только если рыночная цена на некоторый момент времени поднимется выше цены исполнения, т. е. 100 долларов, — в противном случае опцион остается неисполненным. В этом и заключается основной смысл использования опционов как средства вознаграждения менеджеров и других сотрудников фирмы: они получают выгоду от бонуса в форме опционов, только если рыночная цена акций компании возрастает.

## 2. Участие в собственности.

При участии в собственности менеджеры предприятия покупают по заниженной цене либо премируются акциями предприятия с целью получения будущего дохода за счет увеличения выплат по ценным бумагам (дивидендов) и роста стоимости компании (в случае реализации ценных бумаг). Причем, при падении курса акции менеджер, мотивированный по опционной программе, рискует потерять свою премию, если курс будет ниже цены покупки, а менеджер же, участвующий в собственности, застрахован на сумму акций.

Таблица 8.2.2.

### Сопоставление опционной программы и участия в собственности

Курс 1 акции компании Z на 01.01.2010 100 рублей	
Опционная программа	Участие в собственности
Менеджеру дается право на покупку 10000 акций компании Z 01.01.2010 по цене 110 рублей	Менеджер «премируется» 10000 акциями компании Z 01.01.2010 по 80 рублей
Позитивное развитие	
Курс 1 акции компании Z на 01.01.2011 120 рублей	
Менеджер реализует свое право и приобретает эти акции за 1,1 млн. руб. и продает эти акции за 1,2 млн. рублей.	Менеджер реализует свои акции по цене 120 руб. на сумму 1,2 млн. рублей
Премия менеджера $(1,2 - 1,1)$ млн. руб. = 100 тыс. руб.	Премия менеджера $(1,2 - 0,8)$ млн. руб. = 400 тыс. руб.
Негативное развитие	
Курс 1 акции компании Z на 01.01.2011 95 рублей	
Менеджер не реализует свое право на покупку, так как это ему не выгодно.	Менеджер реализует свои акции по цене 95 руб. на сумму 950 тыс. рублей.
Премия = 0	Премия менеджера $(0,95 - 0,8)$ млн. руб. = 150 тыс. руб.

Таким образом, при участии в собственности менеджер более застрахован от негативного развития событий на рынке и стремится максимально «отодвинуть» курсовую цену от цены приобретения своих акций.

К сожалению, развитие современного фондового рынка в России не позволяет компаниям широко внедрять опционные программы. На сегодня опционные программы применяют сырьевые, энергетические компании, имеющие значительный оборот на рынке. Другие компании, которые либо слишком малы для входа на рынок ценных бумаг, либо держат свою структуру

собственности закрытой, практикуют вознаграждение менеджеров с помощью участия в собственности. Но в целом, распространение вариантов вознаграждения менеджеров предприятий с помощью акций, долей собственности в России низко по сравнению с западными странами.

Таблица 8.2.3.

*Распространение опционов на акции в различных странах*

Распространение среди предприятий – резидентов страны			Распространение только на дочерних предприятиях мультинациональных компаний	Малое распространение
Широкое распространение	Возрастающее значение	Единичные случаи		
Австралия Франция Великобритания Канада США	Германия Ирландия Япония Мексика Нидерланды Австрия Швейцария Сингапур Тайвань	Дания Финляндия Индия Италия Швеция	Бельгия Испания	Китай Норвегия Польша Россия

*3. Виртуальное участие (виртуальные опционы фондом - акции).*

Отличие виртуального участия в собственности компании от чистого участия заключается в том, что при реализации опционов или покупке акций менеджеру не требуется привлекать свой личный капитал. Компания выплачивает вознаграждение исходя из разницы курса и опциона (при виртуальных опционах) или разницы курса продажи и курса покупки прошлого периода (при фондом - акциях). Таким образом, собственник избавляется от проблем с делением собственности, а менеджер – от необходимости привлекать свой капитал.

Компании, акции которых не обращаются на рынке и соответственно рыночная цена которых, не может быть определена, могут выбрать в качестве измерителя стоимости системы внутренних показателей, характеризующих стоимость компании. В данном случае собственниками компании выбирается система, которая, по их мнению, наиболее отвечает стоимости компании.

Привилегии, представленные в традиционных системах вознаграждения руководителей, разрознены в отличие от систем, ориентированных на показатели стоимости бизнеса. Собственники компаний, в которых введены данные системы, дополнительно к ним вводят «системы кафетерия» и объединяют предоставленные привилегии в общую систему поощрения. Наиболее используемые: страхование жизни; медицинское страхование; служебный автотранспорт; служебные средства связи; пользование социальной инфраструктуры компании (питание, отдых). Виды предлагаемых систем стимулирования с экономической точки зрения и корпоративного управления можно представить с помощью таблицы.

Таблица 8.2.4.

*Системы стимулирования с учетом «системы кафетерия»*

Аргументы	Системы внутренних показателей, характеризующих стоимость	Виртуальное участие в стоимости	Чистое участие в стоимости (акции, опционы)
Обоюдная заинтересованность менеджера и собственника в росте курса акций		+	+
Возможность долгосрочного «привязывания» менеджера к предприятию		+	+
Передача бремени риска на менеджера		+	+
Признание премиальной части как расходов на оплату труда налоговым законодательством и международным стандартом учета	+	+	
Трудности при правовом оформлении			+
Влияние на акционерный капитал			+
Влияние на ликвидность предприятия	+	+	

**§ 8.3. Количественный анализ мотивации менеджеров****§ 8.4. Сравнительная характеристика систем мотивации менеджеров в моделях корпоративного управления****Вопросы для обсуждения:**

1. Почему корпоративное управление должно включать систему мотивации менеджеров?
2. В чем заключается гринмейл? Какой вред оказывает гринмейл на благосостояние акционеров?
3. В чем особенность системы «кнута» как формы предотвращения окапывания менеджеров?
4. Что представляет собой «отравленные пилюли» в уставе компании?
5. Каким образом необходимо проводить усиление совета директоров?
6. В чем проявляется система «пряника» как формы мотивации менеджеров?
7. В чем различие фондовых опционов на акции, участия в собственности и виртуального участия (виртуальных опционов и фондом - акций)?
8. На расчете каких показателей основывается количественный анализ мотивации менеджеров.

9. Проведите сравнительную характеристику системы мотивации менеджеров в моделях корпоративного управления.

**Тест:**

- 1 Способ корпоративного управления в форме: «кнута» заключается в:
  - a) угрозе смещения менеджера со своего поста либо по решению собственного совета директоров фирмы, либо в результате недружественного поглощения компании иной фирмой;
  - b) в лишении их компенсационного пакета.
- 2 Считается, что менеджеры окопались, если:
  - a) у компании имеется достаточно сильный совет директоров;
  - b) недружественное поглощение – затруднено;
  - c) менеджеры компании не защищены от угрозы увольнения.
- 3 Перекрестное участие в советах директоров наблюдается, когда:
  - a) топ-менеджер компании А занимал место в совете директоров фирмы А, а президент В — в совете директоров А;
  - b) топ-менеджер компании А занимал место в совете директоров фирмы В, а президент В — в совете директоров В;
  - c) топ-менеджер компании А занимал место в совете директоров фирмы В, а президент В — в совете директоров А.
- 4 Сотрудник решит исполнить опцион, если рыночная цена на некоторый момент времени:
  - a) поднимется выше цены исполнения;
  - b) опустится ниже цены исполнения;
  - c) цена исполнения опциона не влияет на его реализацию.
- 5 Адресный выкуп акций это:
  - a) выкуп контрольного пакета акций фирмой - захватчиком;
  - b) выкуп акций менеджерами у фирмы –захватчика;
  - c) выкуп акций фирмой – захватчиком у менеджеров.
- 6 Положения в уставе компании в форме «отравленных пилюль»
  - a) увеличивают заинтересованность захватчика в

- поглощении и усиливают окапывание менеджмента;
  - b) снижают заинтересованность захватчика в поглощении и ослабляют окапывание менеджмента;
  - c) снижают заинтересованность захватчика в поглощении и усиливают окапывание менеджмента.
- 7 Цена исполнения опциона обычно устанавливается на уровне
- a) текущей цены акций компании на момент его предоставления;
  - b) большей, чем цена акций компании на момент его предоставления;
  - c) меньше, чем цена акций компании на момент его предоставления.
- 8 Менеджер рискует меньше в случае:
- a) участия в собственности;
  - b) опционной программе;
  - c) в данных случаях риск одинаков.
- 9 При виртуальном участии (виртуальных опционах и фондом - акциях):
- a) менеджер приобретает акции в сети интернет;
  - b) менеджер не тратит собственные доходы на приобретение опционов и акции;
  - c) менеджер управляет компанией посредством информационных технологий.

### **Задания для самостоятельной работы:**

Темы эссе.

1. Практика «окапывания» менеджмента в современных компаниях.
2. Практика бонусов и других стимулирующих методов поощрения менеджеров в современных компаниях.

## **ГЛАВА 9. УПРАВЛЕНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКОЙ КОМПАНИИ**

### **§ 9.1. Оптимальная дивидендная политика. Теория иррелевантности дивидендов. Теория «синицы в руках». Теория налоговых предпочтений**

Выплаты акционерам фирм в форме дивидендов производятся из чистой прибыли корпорации. Эта прибыль может быть реинвестирована в



применяемые в ходе основной деятельности операционные активы, использована для приобретения рыночных ценных бумаг, для погашения задолженности или распределена между акционерами. Данное распределение прибыли происходит исходя из соотношения коэффициентов реинвестирования прибыли  $RR$  (Retention Ratio) и коэффициента выплаты дивидендов  $PR$  (Payout Ratio).

*Коэффициент реинвестирования прибыли  $RR$  (Retention Ratio)* – это доля прибыли, которую фирма предполагает сохранять в своем распоряжении и инвестировать, не распределяя среди акционеров.

*Коэффициент выплаты дивидендов  $PR$  (Payout Ratio)* – это доля прибыли, направляемая на выплату дивидендов или выкуп компанией собственных акций. Сумма данных коэффициентов равна 1:  $PR + RR = 1$ .

Соответственно, в рамках дивидендной политики менеджмент должен ответить на три главных вопроса:

1. Какой должен быть коэффициент выплаты дивидендов  $PR$ ?
2. Нужно ли выплачивать дивиденды в денежной форме или передавать акционерам соответствующие денежные средства через выкуп части акций, которыми они владеют?
3. Насколько стабильными должны быть эти выплаты, должны ли распределяемые среди акционеров суммы быть из года в год постоянными (возможно, с поправкой на инфляцию), или им можно позволить меняться вместе с потоками денежных средств фирмы и ее потребностями в инвестициях?

При принятии дивидендной политики менеджеры должны помнить о том, что целью их фирмы является достижение максимальной акционерной стоимости. Следовательно, *целевой коэффициент дивидендных выплат* должен определяться выбором акционеров между денежными дивидендами или капитальным доходом (капитальной прибылью). Этот выбор может быть рассмотрен с помощью модели оценки цены акции в условиях постоянного роста:  $P_0 = \frac{D_1}{k_s - g}$ .

Если компания повышает коэффициент дивидендных выплат, это приводит к росту дивидендов, что при постоянстве других переменных приводит к росту цены акции. Но с другой стороны данная политика приводит к тому, что фирма оставляет в своем распоряжении меньшую сумму средств для реинвестирования, что может вызвать снижение ожидаемых в дальнейшем темпов роста компании, что, в свою очередь, как правило, приводит к снижению цены акций. Таким образом, изменение коэффициента дивидендных выплат приводит к двум противоположным следствиям. Следовательно, *оптимальная дивидендная политика фирмы* должна установить баланс между текущими выплатами дивидендов и будущим ростом фирмы, чтобы добиться максимизации цены акций.

Рассмотрим ведущие теории поведения акционеров в зависимости от объема дивидендов.

### 1. Теория иррелевантности дивидендов (dividend irrelevance theory)

Создателями этой теории являлись Мертон Миллер и Франко Модильяни (ММ), в 1961 г. утверждавшие, что стоимость фирмы определяется только способностью ее активов генерировать денежные потоки и степенью делового риска. Другими словами, ММ утверждали, что стоимость фирмы зависит только от прибыли, производимой активами фирмы, а не от того, как эту прибыль фирма распределит между выплатой дивидендов и реинвестированием, а любой акционер фирмы, теоретически, сам может выстроить свою «собственную» дивидендную политику.<sup>1</sup>

Но на практике акционеры, желающие получать ежегодный доход в денежной форме, при продаже акций должны оплачивать услуги брокеров, а акционеры, предпочитающие капитальную прибыль, прежде чем на сумму дивидендов купить дополнительные акции, должны уплатить налоги на дивидендный доход. Поскольку налоги, брокерские комиссионные и прочие транзакционные затраты нередко бывают весьма значительны, на предпочтения акционеров дивидендная политика может оказывать значительное влияние.

### 2. Теория «синицы в руках» (bird in the hand)

Майрон Гордон и Джон Линтнер в 1963 г. утверждали, что требуемая доходность акций  $k_s$  снижается по мере увеличения коэффициента выплаты дивидендов (PR), поскольку инвесторы считают получение капитальной прибыли более рискованным, нежели прибыли в форме дивидендных выплат. Первая может быть получена лишь в неопределенном будущем при благоприятном общем состоянии фондового рынка, тогда как вторая — уже вскоре после принятия собранием акционеров соответствующего решения. То есть, инвесторы оценивают каждый доллар ожидаемых дивидендов более высоко, чем доллар капитального дохода, поскольку дивидендная составляющая требуемой доходности их акций подвержена меньшему риску, чем составляющая, связанная с темпом роста прибыли фирмы.

Миллер и Модильяни не соглашались с этими доводами и называли данную аргументацию заблуждением «синицы в руках», так как считали, что большинство инвесторов тратят дивидендные выплаты на акции самой или подобных компаний.

### 3. Теория налоговых предпочтений (tax preference theory)

Капитальные доходы инвесторов на протяжении длительного времени облагаются в США налогом по ставке 20%, в то время как ставка налогообложения дивидендов доходит до 39,6%. Инвесторы, владеющие большей частью акций и получающие большую сумму дивидендов,

<sup>1</sup> Если акционер фирмы, не выплачивающей дивидендов и реинвестирующей всю свою прибыль, желает получать 5% «дивидендный» доход от обладания своими акциями, он может сделать это, продавая по 5% своих акций ежегодно (при неограниченной делимости его акций и росте цены акции в результате реинвестирования прибыли). Если какая-то компания выплачивает более высокие дивиденды, то акционер может использовать излишнюю для него денежную выручку на приобретение дополнительных акций этой же фирмы, получая капитальную прибыль.

предпочитают, чтобы компании оставляли прибыль у себя и реинвестировали ее в свой бизнес, не выплачивая дивидендов. Реинвестирование прибыли будет приводить к росту цены акций и, таким образом, к получению ими капитального дохода, облагаемого налогом по более низкой, чем дивиденды, ставке.

Эмпирическая проверка трех теорий показала, что однозначно установить зависимость между дивидендной политикой и стоимостью акционерного капитала весьма трудно, так как сложно найти большое количество фирм с близкими условиями кроме дивидендной политики. Об инвесторах также нельзя сказать, что все они в равной степени предпочитают более высокие или более низкие дивиденды. Но все наблюдения говорят в пользу того, что все инвесторы предпочитают фирмы со стабильной, предсказуемой дивидендной политикой.

## § 9.2. Свойства дивидендной политики

### 1. Сигнальный эффект

Как показали эмпирические наблюдения, повышение дивидендов исторически часто сопровождалось повышением цены акций, в то время как их снижение, как правило, приводило к снижению цен. Миллер и Модильяни отметили, что менеджеры всегда лучше информированы, чем обычные акционеры о перспективах компании, и, что корпорации не повышают дивидендов, если не предполагают в будущем получать большую стабильную прибыль. Рост дивидендов выше ожидаемого уровня должен являться инвесторам неким «сигналом», что руководство фирмы ожидает в будущем хорошие результаты ее работы, и наоборот. Таким образом, объявление о выплате дивидендов содержит важную информацию о будущем компаний и сигнальный эффект дивидендов, следует принимать во внимание при выработке дивидендной политики фирмы.

### 2. Эффект клиентуры

Различные группы инвесторов, или «клиентура» фирмы предпочитают различную политику выплаты дивидендов: пожилые частные инвесторы и пенсионные фонды предпочитают получать доход в денежной форме, поскольку они используют его на текущее потребление. Следовательно, они хотели бы, чтобы фирма направляла на выплату дивидендов значительную долю своей прибыли. Крупные частные инвесторы и инвестиционные фонды могут предпочитать реинвестирование прибыли, если в данном периоде они не испытывают потребности в денежных средствах. Таким образом, те инвесторы, которым нужен преимущественно денежный доход, должны приобретать акции компаний, проводящих политику выплаты большей доли прибыли в виде дивидендов, а инвесторам, которые в этом не нуждаются, следует выкупать акции компании выплачивающих более скромные дивиденды.

Поэтому, прежде чем менять дивидендную политику, руководители фирм должны неоднократно взвесить «за» и «против», учитывая и реальный, и

потенциальный состав акционеров своей компании, поскольку подобный шаг может заставить нынешних инвесторов продавать свои доли в капитале фирмы, что приведет к падению цены акций. Таким образом, эффект клиентуры, свидетельствует о том, что ни один состав акционеров не может быть «лучше» или «хуже» другого и одна дивидендная политика лучше другой с точки зрения стоимости фирмы.

### 3. Стабильность дивидендной политики

Компании могут выплачивать различные дивиденды в разные периоды, увеличивая выплаты, когда потоки денежных средств возрастают, а потребности в финансировании проектов невелики, и, снижая их, когда большую часть денежных средств необходимо направлять на реализацию инвестиционных проектов. Однако многие акционеры рассчитывают на дивиденды, планируя свои расходы, и если поток дивидендов будет нестабильным, это создаст для них серьезные неудобства. Кроме того, снижение дивидендов с целью создания фондов капиталовложений может быть воспринято инвесторами как неверный сигнал, что может привести к долгосрочному падению цены акций, если они истолкуют сокращение выплачиваемых дивидендов как ухудшение перспектив получения в будущем компанией прибыли.

Таким образом, стремление добиться максимальной цены акции требует от фирмы поддерживать равновесие между ее внутренними потребностями в капитале и потребностями и пожеланиями ее акционеров. И при разработке стабильной дивидендной политики следует принимать во внимание ряд факторов:

- Каждая корпорация и специалисты по ценным бумагам составляют прогнозы динамики прибыли и дивидендов на период от пяти до десяти лет, которые становятся известны акционерам. И «нормальная» компания при стабильной конъюнктуре ожидает рост прибыли и дивидендов.
- Современные темпы инфляции требуют постоянства не номинальной, а реальной суммы дивидендов. В результате этого стабильная дивидендная политика означает постоянство коэффициента дивидендных выплат при сохранении реальной прибыли фирмы на постоянном уровне.
- «Устойчивость дивидендов» по отношению к разным компаниям воспринимается по-разному. От крупных компаний ожидается сохранение их реального объема, более слабые фирмы могут позволить себе поддерживать лишь их номинальный уровень. И фирмы, которые не в состоянии поддерживать даже нынешние дивиденды, рискуют потерять имеющихся акционеров и обесцениться на рынке.

### § 9.3. Формирование дивидендной политики исходя из планового коэффициента выплаты дивидендов (модель выплаты дивидендов по остаточному принципу)

При принятии решения о дивидендной политике, менеджеры должны помнить, что главной задачей является достижение максимальной акционерной собственности. И они должны воздерживаться от сохранения прибыли в компании, если не могут ее реинвестировать так, чтобы получить большую доходность по сравнению с той, которую акционеры могли бы заработать сами, вкладывая эти деньги в инвестиции равной степени риска.

Для каждой конкретной фирмы дивидендная политика формируется под воздействием четырех факторов, три последних из которых определяют *модель выплаты дивидендов по остаточному принципу*:

- предпочтений инвесторами дивидендов или прироста капитала;
- инвестиционных возможностей фирмы;
- целевой структуры капитала фирмы;
- доступности и цены внешних источников финансирования.

В соответствии модели выплаты дивидендов по остаточному принципу фирма определяет: оптимальный бюджет капиталовложений; определяет сумму акционерного капитала, необходимую для финансирования этого бюджета при заданной структуре капитала; в максимально возможной степени реинвестирует нераспределенную прибыль; выплачивает дивиденды, только если имеется больше прибыли, чем требуется для поддержания оптимального бюджета капиталовложений. Таким образом, «*остаточный*» принцип означает, что дивиденды выплачиваются в последнюю очередь, из «остатков» прибыли после ее расходования на другие нужды.

$$\begin{aligned} \text{Дивиденды} &= \text{Чистая прибыль} - \text{Реинвестируемая прибыль} = \\ &= \text{Чистая прибыль} - \text{Целевая доля собственного капитала} * \text{Общая сумма} \\ &\quad \text{инвестиций за период}^1. \end{aligned}$$

Если же сумма собственного капитала, необходимая для финансирования новых проектов, превышает чистую прибыль, то дивиденды не выплачивались бы, а для того чтобы сохранить свою целевую структуру капитала, компании пришлось бы осуществлять новую эмиссию обыкновенных акций.

Так как инвестиционные возможности и прибыль одной и той же фирмы будут в разные годы неодинаковы, строгое следование модели выплаты дивидендов по остаточному принципу приведет к нестабильному объему

<sup>1</sup> Например, предположим, что целевое отношение акционерного капитала к общей сумме активов составляет 60%, и фирма планирует потратить на капитальные вложения 50 млн. долларов. В таком случае ей понадобится  $50 \times 0,6 = 30$  млн долларов обыкновенного акционерного капитала. Соответственно если бы, к примеру, прибыль этой компании составила 100 млн. долларов, то на выплату дивидендов пошло бы  $100 - 30 = 70$  млн. долларов прибыли, а на финансирование капиталовложений фирма использовала бы 30 млн. долларов нераспределенной прибыли и  $50 - 30 = 20$  млн. долларов вновь привлеченного долга.

дивидендов. Следовательно, в силу предпочтения акционерами стабильности дивидендов, для фирмы, строго следующей остаточной модели и не пытающейся сгладить колебания дивидендов, стоимость акционерного капитала  $k_s$  будет высокой, а цена акций низкой.

Таким образом, фирмам лучше оценивать прибыли и инвестиционные возможности в среднем на период около пяти лет и использовать эти прогнозы, чтобы рассчитать средний целевой коэффициент выплаты дивидендов на протяжении планируемого периода. Фирмы должны использовать остаточный принцип выплаты дивидендов только для того, чтобы рассчитывать *средний целевой коэффициент выплаты дивидендов* в долгосрочной перспективе, но не для использования в качестве ориентира *суммы дивидендов за конкретный год*.

Заметим, что компании, занятые в циклических отраслях, в тяжелые времена с трудом могут поддерживать дивиденды на достаточном уровне и вследствие этого применяют другую методику определения дивидендов, фиксируя их нижнюю планку на очень низком «базовом» уровне и выплачивая дополнительные дивиденды, которые определяют по остаточному принципу, если то позволяет прибыль конкретного года. Например, такие компании, как General Motors, Ford и другие автомобильные компании, в прошлом следовали именно этой политике низких базовых дивидендов и дополнительных, выплат. Базовый дивиденд устанавливался на таком низком уровне, чтобы фирмы могли его выплачивать практически при любых условиях. Инвесторы знали, что дополнительные дивиденды в будущем могут не выплачиваться, и не расценивали их как сигнал об устойчивом росте компании, как не расценивали отмену выплаты дополнительных дивидендов как негативный сигнал. В последние годы автомобильные фирмы, как и многие другие компании, перешли от выплаты базовых и дополнительных дивидендов к политике выкупа собственных акций.

#### § 9.4. Процедура выплаты дивидендов

Обычно дивиденды выплачиваются компаниями поквартально, и если обстоятельства позволяют, решение об их увеличении принимается раз в год. Реальная процедура выплат дивидендов обычно такова:

##### 1. День объявления.

Например, 9 ноября — на заседании совета директоров объявляет размер дивидендов и делается заявление примерно следующего содержания: «9 ноября Совет директоров корпорации принял решение выплатить регулярные дивиденды за III квартал 2001 года в сумме 50 центов на одну акцию. Выплаты будут произведены 4 января 2002 года тем акционерам, которые будут зарегистрированы в реестре корпорации на 7 декабря 2001 года».

С точки зрения бухгалтерского учета в день объявления дивиденды становятся фактическим обязательством компании перед ее акционерами. В этом случае сумма, равная  $0,5 \cdot \text{количество акций в обращении}$ , будет в

балансе представлена как краткосрочное обязательство, а величина нераспределенной прибыли будет уменьшена на эту же сумму.

## 2. Дата закрытия реестра акционеров.

По окончании рабочего времени в день закрытия реестра акционеров, 7 декабря, фирма — регистратор акций составляет списки акционеров по состоянию на этот момент. Если инвесторы осуществили сделки купли-продажи акций корпорации и уведомили об этом регистратора до 17.00 7 декабря, то дивиденды получают те из них, кто приобрел акции этой фирмы. Однако если уведомление о такой сделке будет получено 8 декабря или позднее, дивиденды получит прежний владелец акций.

## 3. Экс - дивидендный период.

Для того чтобы избежать конфликтов на рынке ценных бумаг, например в США, выработано правило: право на получение дивидендов по акциям *прекращается за два рабочих дня* до даты закрытия реестра акционеров, то есть по акциям, проданным в этот экс - дивидендный период, право на текущий дивиденд уже не переходит. Дата, когда право на получение текущего дивиденда утрачивается, называется *экс - дивидендной датой*. В данном случае, экс - дивидендной датой будет 5 декабря.

Дивидендная дата, право на дивиденды переходит вместе с акцией	4 декабря
Экс – дивидендная дата	5 декабря
Экс – дивидендный период	5-7 декабря
Дата закрытия реестра акционеров	7 декабря

Таким образом, чтобы акционер получил дивиденды, он должен купить акции не позднее 4 декабря. Если он купит акции 5 декабря или позднее, дивиденды получит их старый владелец, так как он будет официально зарегистрирован как держатель акций.

Отметим, что, если не учитывать колебаний фондового рынка, то в день, объявленный экс - дивидендной датой, обычно происходит падение цены акций приблизительно на величину дивиденда. Таким образом, если на конец рабочего дня 4 декабря цена акций составляла 30,50 доллара, то, вероятно, 5 декабря рынок «откроется» на уровне 30 долларов.

## 4. Дата выплаты.

Компания фактически отправляет зарегистрированным акционерам чеки по почте 4 января — в день, объявленный датой выплаты дивидендов.

## **§ 9.5. Факторы дивидендной политики**

Факторы, оказывающие влияние на дивидендную политику могут быть разделены на четыре группы: ограничения на выплату дивидендов, инвестиционные возможности, доступность альтернативных источников капитала, влияние дивидендной политики на стоимость капитала фирмы. Рассмотрим их более подробно.

### 1. Ограничения на выплату дивидендов.

- *Обязательства, принимаемые на себя фирмой при получении кредита (выпуске облигаций).* Кредитные соглашения часто ограничивают выплату дивидендов из прибыли. Дивиденды не могут быть выплачены, если коэффициент текущей ликвидности, коэффициент покрытия процентных платежей и другие коэффициенты, демонстрирующие способность фирмы выполнять свои обязательства по долгу, не превышают установленные минимальные значения.
- *Ограничения, связанные с привилегированными акциями.* Дивиденды по обыкновенным акциям фирмы не могут выплачиваться, если компания не выплатит до этого дивиденды по своим привилегированным акциям. В России в настоящее время многие фирмы берут на себя также и обязательство выплачивать привилегированные дивиденды в размере не ниже дивидендов по обыкновенным акциям того же номинала
- *Запрет на сокращение собственного капитала.* Сумма выплачиваемых дивидендов не может превышать нераспределенной прибыли, отраженной в балансе. При отсутствии этого ограничения компания, находящаяся в затруднительном финансовом положении, могла бы распределить через дивиденды большую часть своих активов среди акционеров и оставить кредиторов фирмы ни с чем.
- *Наличие денежных средств.* Дивиденды, объявленные в денежной форме, могут быть выплачены только в виде денежных средств, поэтому недостаток средств на банковском счете фирмы может ограничивать величину дивидендов. Однако это ограничение может быть легко устранено путем привлечения специального кредита под выплату дивидендов.

### 2. Инвестиционные возможности

- *Количество благоприятных инвестиционных возможностей.* Чем выше количество благоприятных инвестиционных возможностей, тем ниже коэффициент выплаты дивидендов.
- *Возможность ускорения или замедления осуществления проектов.* Данная возможность реализации инвестиционных проектов позволит фирме более строго придерживаться стабильной дивидендной политики.

### 3. Доступность альтернативных источников капитала

- *Затраты на продажу новых акций.* Если фирма должна обеспечить заданный уровень финансирования инвестиций, она может нарастить акционерный капитал, сохранив нераспределенную прибыль в компании или произведя эмиссию новых акций. Если затраты на выпуск акций (включая эффект негативного сигнала, посылаемого при выпуске новых акций) высоки, это приведет, очевидно, к решению сократить долю дивидендов в прибыли и повысить долю реинвестируемых средств. То есть низкие эмиссионные затраты позволяют проводить более гибкую дивидендную политику. Затраты относительно более высоки для



мелких компаний, и поэтому последние имеют тенденцию устанавливать относительно низкие коэффициенты дивидендных выплат.

- *Способность замещать акционерный капитал заемным.* Если компания может относительно легко и без существенных затрат изменить свой коэффициент задолженности, то она сможет выплатить ожидаемые акционерами дивиденды даже в ситуации колеблющейся прибыли, увеличив коэффициент задолженности.

## **§ 9.6. Выплата дивидендов акциями и дробление акций. Программы реинвестирования дивидендов**

Решения о выплате дивидендов акциями и дроблении акций также связаны с дивидендной политикой фирмы. Допустим, что какая-то часть прибыли компании выплачивалась в виде дивидендов, но некоторая часть реинвестировалась, что приводило к росту показателя прибыли на одну акцию и цены акций. В момент основания компании у нее было всего несколько тысяч акций, и после нескольких лет роста каждая из акций компании имела очень высокие показатели прибыли на одну акцию EPS и дивиденды на одну акцию DPS. Уже вскоре цена акций на рынке выросла до такой величины, что мало кто мог позволить себе приобрести полный лот акций фирмы, состоящий из 100 штук. Это сдерживало ликвидность акций фирмы и, следовательно, ее рыночную стоимость. Для того чтобы исправить эту ситуацию, компания прибегла к дроблению своих акций.

### Дробление акций.

В финансовых кругах широко распространено мнение о том, что существует некий *оптимальный диапазон цен* торгуемых на бирже акций. «Оптимальный» означает, что, если цена попадает в этот диапазон, то отношение  $P/E$  цены к прибыли на акцию, а следовательно, и стоимость фирмы будет максимальной.

Предположим, что руководство компании считает, что наилучшим диапазоном для большинства акций является интервал от 20 до 80 долларов за штуку. Соответственно, если цена акций компании поднимется до 80 долларов, то руководство, скорее всего, объявит о дроблении одной акции на две, удваивая количество акций, находящихся в обращении, но уменьшая в два раза прибыль и дивиденды на одну акцию и тем самым снижая цену акций. Каждый акционер будет владеть большим количеством акций, но каждая акция будет стоить меньше. Если после дробления цена акций составит ровно 40 долларов, то финансовое положение акционеров не изменится, но, если цена акций установится на уровне выше 40 долларов, то акционеры получат определенную выгоду. Дробление акций может производиться в любой пропорции, например 1: 2, 1: 5, 2:3 и т. д.

### Выплата дивидендов акциями

Выплата дивидендов акциями подобна дроблению акций в том смысле, что в результате «тот же пирог» - прибыль фирмы делится на более мелкие части, а положение акционеров при этом не изменяется. При выплате 5% дивиденда акциями владелец 100 акций получит, не оплачивая никаких расходов, еще 5. Как и в случае дробления, общее количество акций возрастет, и таким образом, прибыль, дивиденды на одну акцию и цена акций уменьшится.

Что следует предпочесть фирме, если она хочет снизить цену своих акций без нанесения ущерба интересам своих акционеров: дробление акций или выплату дивидендов акциями? Дробление акций обычно применяется после резкого подъема цен на акции для того, чтобы снизить цену. Выплаты дивидендов акциями, осуществляемые регулярно раз в год, будут в большей или меньшей степени ограничивать рост цены акций. Сегодня фирмы применяют прямое дробление акций гораздо чаще, чем выплату дивидендов акциями, так как выплата акциями небольших дивидендов может лишь породить учетные проблемы и ненужные расходы для фирм.

Будет ли возрастать рыночная стоимость компании, если она дробит свои акции или выплачивает дивиденды в виде акций? Практические исследования привели к следующим выводам. Обычно цена акций компании возрастает вскоре после того, как она объявляет о дроблении акций или выплате дивидендов акциями. Этот рост цен, скорее является результатом того факта, что инвесторы воспринимают дробление акций или выплату дивидендов акциями как сигнал о росте прибыли и дивидендов в будущем. Однако если в течение последующих нескольких месяцев ожидаемого роста прибыли или дивидендов не наблюдается, то цена акций упадет до уровня, имевшего место сразу после дробления, или даже несколько ниже.

Таким образом, дробление акций и выплата дивидендов акциями предоставляют руководству компаний относительно недорогой способ дать сигнал, что у фирмы хорошие перспективы и повысить ликвидность акций. Данные действия имеют смысл в тех случаях, когда перспективы компании выглядят благополучно, особенно если цена ее акций выходит за пределы оптимального для большинства инвесторов диапазона.

#### Программы реинвестирования дивидендов.

Начиная с 1970-х годов большинство крупных компаний начало использовать так называемые программы реинвестирования дивидендов, согласно которым акционеры могли автоматически реинвестировать дивиденды в акции соответствующей компании. В среднем данными программами охвачено около 25% всех акционеров западных корпораций.

Существует два типа этих программ:

1. Программы, которые распространяются только на «старые акции», уже находящиеся в обращении.
2. Программы, действие которых распространяется на вновь выпускаемые акции.

В любом случае акционеры, участвующие в них, должны уплачивать налоги на сумму дивидендов по общим ставкам, несмотря на то, что они в итоге получают акции, а не наличные деньги.

При применении обоих вариантов каждый из акционеров принимает решение о том, что лучше для него: получение дивидендов в денежной форме или же использование их суммы на покупку дополнительного количества акций данной компании. В случае использования этих средств для приобретения уже выпущенных ранее акций, инвестиционный банк, выступающий в роли попечителя программы, распоряжается всей суммой средств, направляемой акционерами фирмы на приобретение акций, покупает на нее акции данной корпорации на открытом рынке и переводит их на имя участвующих в программе акционеров пропорционально их доле.

Транзакционные издержки на покупку акций (брокерские комиссионные) в данном случае оказываются невысоки, поскольку сделки на рынке достаточно крупные по объему. Поэтому такие программы выгодны для мелких акционеров, если последние не настаивают на получении денежных дивидендов для текущего потребления и планируют реинвестировать дивиденды в дополнительные акции фирмы.

По программам реинвестирования дивидендов в новые выпуски акций накопленные средства идут на увеличение уставного капитала фирм.

Одним из интересных аспектов программ реинвестирования дивидендов является то, что они заставляют корпорации пересматривать свою дивидендную политику. Высокая доля участия акционеров в этих программах позволяет предположить, что акционеры не возражали, если бы фирма просто снизила денежные выплаты дивидендов и реинвестировала большую часть нераспределенной прибыли. Поэтому в последнее время многие компании, чтобы разобраться в предпочтениях инвесторов и понять, как они отреагируют на изменения в дивидендной политике, проводят специальные социологические исследования. В результате таких исследований вырабатывается более рациональный подход к дивидендной политике компаний.

## **§ 9.7. Выкуп собственных акций**

Программы выкупа акций считаются популярными и выгодными, так как они повышают акционерную стоимость фирмы. Показатель прибыли на одну оставшуюся акцию возрастет, что приводит к росту ее цены. С точки зрения акционера фирмы его дивидендный доход заменяется на капитальную прибыль. Акции, которые были выкуплены фирмой, называются казначейскими акциями.

Обычно выкуп акций происходит в одном из трех следующих случаев:

1. Когда у фирмы имеются денежные средства, которые могут быть распределены среди акционеров, но она предпочитает распределить их, выкупая акции, а не выплачивать дивиденды.

2. Когда фирма приходит к выводу, что доля собственности в ее структуре капитала слишком велика, и она привлекает дополнительный заем и использует вырученные суммы на выкуп акций.
3. Когда фирма выпускает для своих работников фондовые опционы, а затем использует выкуп акций на открытом рынке для их исполнения.

Преимуществами выкупа акций является:

- Объявление о выкупе акций рассматривается инвесторами как позитивный сигнал, поскольку выкупы часто происходят в тех случаях, когда руководство компании считает, что цена акций занижена.
- Когда фирма распределяет через выкуп акций свои денежные средства среди акционеров, *акционеры имеют право выбора* — они могут продавать свои акции или отказаться от предложения участвовать в выкупе, тогда как при выплате дивидендов акционеры обязаны принять дивиденды и заплатить соответствующий налог. Таким образом, часть акционеров, которая нуждается в денежных средствах, могут продать компании свои акции, в то время как прочие могут сохранить свои акции, что для компании означает реинвестирование части прибыли, которую она хотела направить на выкуп акций.
- Дивиденды обычно «малоподвижны» в краткосрочной перспективе, поскольку руководство не склонно повышать дивиденды, если оно не ожидает в будущем высокой устойчивой прибыли. Поэтому, если предполагается, что излишек денежных средств — явление временное, менеджеры могут предпочесть распределить эти денежные средства среди акционеров через выкуп акций, нежели объявлять повышенные денежные дивиденды, которые будет трудно поддерживать в будущем.
- Компании могут применить модель выплаты дивидендов по остаточному принципу, чтобы определить целевой уровень распределения денежных средств (вместо целевого коэффициента выплаты дивидендов), разделяя затем эту сумму на дивидендную составляющую и сумму, направляемую на выкуп акций. Коэффициент выплаты дивидендов будет относительно низким, но сами дивиденды будут относительно устойчивы, причем они будут возрастать в результате сокращения количества акций в обращении.
- Выкупы могут применяться для осуществления крупных изменений в структуре капитала.
- Компании, которые используют фондовые опционы в качестве важного элемента компенсационного пакета своих работников, могут выкупать акции и затем использовать их, когда работники захотят реализовать свои опционы. Это позволяет избежать необходимости выпуска новых акций и разводнения прибыли.

Недостатками выкупа акций являются:

- Акционеры могут быть безразличны к выбору между дивидендами и приростом капитала, и цена акций может больше вырасти в случае

выплаты денежных дивидендов, чем в результате выкупа акций. Как правило, в получении дивидендов акционеры могут быть более или менее уверены, а в реализации капитальной прибыли в результате роста цены акций после выкупа — нет.

- Акционеры, *решившие продать* свои акции, могут быть не полностью информированы обо всех последствиях выкупа акций и о программе развития корпорации в настоящем и будущем. Однако фирмы обычно объявляют о предстоящих программах выкупа акций заблаговременно, чтобы избежать судебных исков со стороны «обманутых» акционеров.
- Корпорация может заплатить слишком высокую цену, выкупая акции, что поставит в невыгодное положение оставшихся акционеров. Если фирма хочет приобрести относительно большое количество своих акций, то цена может быть установлена выше ее равновесного уровня, а затем упасть после окончания операции выкупа.

### **Вопросы для обсуждения:**

1. На какие основные вопросы должен ответить менеджер перед принятием дивидендной политики?
2. В чем сущность оптимальной дивидендной политики?
3. В чем заключается ограниченность теории иррелевантности дивидендов Миллера - Модильяни?
4. Почему, критикуя теорию Гордона и Линтнера, Миллер и Модильяни ее назвали теорией «синицы в руках»?
5. Каковы свойства дивидендной политики?
6. Каковы этапы модели выплаты дивидендов по остаточному принципу? Какие факторы влияют на размер дивидендов в соответствии с данной моделью?
7. Почему ряд компаний устанавливают выплату дивидендов на «базовом» уровне и выплачивают дополнительные дивиденды, которые определяют по остаточному принципу?
8. Дайте характеристику порядка выплаты дивидендов в компании.
9. Каковы факторы дивидендной политики?
10. Каковы причины дробления акций?
11. Каковы преимущества и недостатки для акционеров и компании процедуры выкупа акций?

### **Тест:**

- 1 Если коэффициент реинвестирования прибыли  $RR$  равен 0,45, тогда коэффициент выплаты дивидендов  $PR$  равен:
  - a) 45%;
  - b) 0,55%
  - c) 0,55.
- 2 Оптимальная дивидендная политика фирмы должна:
  - a) установить баланс между текущими выплатами дивидендов и будущим ростом фирмы, чтобы добиться максимизации цены акций;
  - b) максимизировать дисконтированную величину дивидендов, чтобы добиться максимизации цены акций;
  - c) максимизировать будущий рост фирмы, чтобы добиться максимизации цены акций.
- 3 Создателями теории иррелевантности дивидендов являлись
  - a) Мертон Миллер и Франко Модильяни;
  - b) Майрон Гордон и Джон Линтнер;
  - c) Майрон Гордон и Франко Модильяни.
- 4 Создатели теории иррелевантности дивидендов утверждали:
  - a) доходность акций  $k_s$  снижается по мере увеличения коэффициента выплаты дивидендов, поскольку инвесторы считают получение капитальной прибыли более рискованным, нежели прибыли в форме дивидендных выплат;
  - b) стоимость фирмы зависит не только от прибыли, производимой активами фирмы, но и от того, как эту прибыль фирма распределит между выплатой дивидендов и реинвестированием.
  - c) стоимость фирмы определяется только способностью ее активов генерировать денежные потоки и степенью делового риска, и дивидендная политика не оказывает воздействия на стоимость компании.
- 5 В связи с сигнальным свойством: повышение дивидендов исторически часто сопровождалось:
  - a) понижением цены акций;
  - b) повышением цены акций;
  - c) не отражалось на цене акций.
- 6 В связи со свойством «клиентуры» пожилые частные инвесторы и пенсионные фонды предпочитают:
  - a) получать доход в денежной форме;

- b) реинвестирование прибыли, если в данном периоде они не испытывают потребности в денежных средствах;
- c) разнovidность клиентуры не влияет на дивидендную политику компании.

7 Компании должны стремиться:

- a) выплачивать дивиденды, увеличивая выплаты, когда потоки денежных средств возрастают, а потребности в финансировании невелики;
- b) выплачивать дивиденды, снижая их, когда большую часть средств денежных средств необходимо направлять на реализацию имеющихся инвестиционных проектов;
- c) поддерживать стабильную дивидендную политику в течение долгого периода времени.

8 Если инвестиционные возможности фирмы повышаются за счет займов в банке, тогда фирма будет:

- a) увеличивать коэффициент выплаты дивидендов PR;
- b) уменьшать коэффициент выплаты дивидендов PR;
- c) не изменять коэффициент выплаты дивидендов PR.

9 Исходя из модели выплаты дивидендов по остаточному принципу:

- a) Дивиденды = Чистая прибыль + Реинвестируемая прибыль;
- b) Дивиденды = Чистая прибыль - Целевая доля собственного капитала \* Общая сумма инвестиций за период;
- c) Дивиденды = Чистая прибыль - Целевая доля собственного капитала / Общая сумма инвестиций за период

10 Если сумма собственного капитала, необходимая для финансирования новых проектов, превышает чистую прибыль, то дивиденды:

- a) выплачиваются;
- b) не выплачиваются;
- c) сумма собственного капитала, необходимая для финансирования новых проектов, не влияет на величину дивидендов.

11 Фирмы должны использовать остаточный принцип выплаты дивидендов:

- a) чтобы рассчитывать средний целевой коэффициент выплаты дивидендов в краткосрочной перспективе;
- b) для использования в качестве ориентира суммы дивидендов за конкретный год;

- с) чтобы рассчитывать средний целевой коэффициент выплаты дивидендов в долгосрочной перспективе.
- 12 Если датой закрытия реестра акционеров является 30 декабря, а экс - дивидендный период составляет два дня, тогда акционер получит дивиденды, если он купит акции не позднее:
- а) 27 декабря;
  - б) 28 декабря;
  - с) 30 декабря.
- 13 Высокая доля участия акционеров в программах реинвестирования дивидендов позволяет предположить, что:
- а) акционеры возражают, если фирма просто снизит денежные выплаты дивидендов и реинвестирует большую часть нераспределенной прибыли;
  - б) акционеры не возражали, если бы фирма просто снизила денежные выплаты дивидендов и реинвестировала большую часть нераспределенной прибыли;
  - с) подобных выводов сделать нельзя.
- 14 Дивиденды не могут быть выплачены, если коэффициент текущей ликвидности, демонстрирующий способность фирмы выполнять свои обязательства по долгу:
- а) не превышает установленные минимальные значения;
  - б) превышает установленные минимальные значения;
  - с) данный коэффициент не влияет на дивидендную политику.
- 15 Следующее утверждение верно:
- а) Дивиденды по обыкновенным акциям фирмы могут выплачиваться, если компания не выплатит до этого дивиденды по своим привилегированным акциям;
  - б) Дивиденды по обыкновенным акциям фирмы не могут выплачиваться, если компания не выплатит до этого дивиденды по своим привилегированным акциям;
  - с) Выплаты по привилегированным акциям не влияют на дивидендную политику.
- 16 Следующее утверждение верно:
- а) Сумма выплачиваемых дивидендов не может превышать нераспределенной прибыли, отраженной в балансе.
  - б) Сумма выплачиваемых дивидендов может превышать нераспределенной прибыли, отраженной в балансе.
  - с) Данные показатели не взаимосвязаны.



- 17 Затраты по выпуску акций относительно более высоки:
- a) для мелких компаний;
  - b) для средних компаний;
  - c) для крупных компаний.
- 18 Если наилучшим диапазоном для большинства акций является интервал от 50 до 100 долларов за штуку, тогда если цена акций компании поднимется до 99 долларов, то руководство, скорее всего:
- a) объявит о дроблении одной акции;
  - b) не будет объявлять о дроблении акций;
  - c) диапазон цен не влияет на процесс дробления.
- 19 Если после дробления акций в отношении 1:2 цена акций упала в два раза, то:
- a) финансовое положение акционеров не изменится;
  - b) акционеры получают определенную выгоду;
  - c) акционеры потеряют определенную выгоду.
- 20 Программы выкупа акций:
- a) понижают акционерную стоимость фирмы;
  - b) повышают акционерную стоимость фирмы;
  - c) не меняют акционерную стоимость фирмы.
- 21 Утверждение, что инвесторы предпочитают, чтобы компании оставляли прибыль у себя и реинвестировали ее в свой бизнес, не выплачивая дивидендов, отражает сущность:
- a) теории иррелевантности дивидендов;
  - b) теории «синицы в руках»;
  - c) теории налоговых предпочтений.

### **Задания для самостоятельной работы:**

#### **№1. Модель выплаты дивидендов по остаточному принципу.**

Компания *Axel* имеет целевую структуру капитала, на 70% состоящую из заемных средств и на 30% — из акционерного капитала. Компания считает, что бюджет ее капитальных вложений на предстоящий год составит 3 млн. долларов. Если чистая прибыль компании составляет 2 млн. долларов и она использует модель выплаты дивидендов по остаточному принципу, то каков будет ее коэффициент выплаты дивидендов?

#### **№2. Дробление акций.**

Акции компании продаются по цене 90 долларов за акцию. Компания предполагает осуществить дробление акций с соотношением 3:2. Предполагая, что дробление акций не повлияет на суммарную рыночную стоимость акционерного капитала компании, найдите цену акций фирмы сразу после дробления.

### № 3. Выкуп акции.

Компания имеет чистую прибыль, равную 2 млн. долларов, и в обращении у нее находится 1 млн. обыкновенных акций. Сейчас акции компании продаются по цене 32 доллара за одну акцию. В настоящее время компания планирует использовать имеющиеся у нее в наличии денежные средства для выкупа 20% своих акций на открытом рынке. Предполагается, что операция выкупа не окажет влияния ни на чистую прибыль, ни на коэффициент  $P/E$  компании. Какова будет цена акций после осуществления операции выкупа?

### №4. Финансирование за счет привлечения дополнительного акционерного капитала.

Компания имеет шестимесячный портфель заказов на запатентованную систему отопления за счет солнечной энергии. Для того чтобы удовлетворить этот спрос, руководство компании планирует расширить производственные мощности на 40%, вложив 10 млн долларов в оборудование. Фирма планирует сохранить отношение заемного капитала к валюте баланса на уровне 40%; она также хочет придерживаться своей прежней дивидендной политики, распределяя 45% чистой прибыли за прошлый год. В 2001 году чистая прибыль составила 5 млн. долларов. Какой дополнительный объем акционерного капитала должна привлечь в начале 2002 года компания, чтобы осуществить задуманные инвестиции?

### №5. Политика выплаты дивидендов по остаточному принципу.

Компания рассматривает три независимых проекта, каждый из которых потребует 5 млн долларов капиталовложений. Ожидаемая внутренняя доходность (IRR) и стоимость капитала, который планируется использовать на эти проекты, представлены ниже.

Проект	Стоимость капитала, %	IRR, %
H (высокая степень риска)	16	20
M (средняя степень риска)	12	10
L (низкая степень риска)	8	9

Обратите внимание, что стоимость капитала проектов колеблется в зависимости от их уровня риска. Оптимальная структура капитала компании предполагает использование 50% заемного капитала и 50% акционерного капитала, состоящего из обыкновенных акций, компания ожидает получения чистой прибыли в сумме 7 287 500 долларов. Каков будет коэффициент выплаты дивидендов компании при условии, что она применяет модель выплаты дивидендов по остаточному принципу?

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

### а) основная литература:

1. Мишурова И.В., Панфилова Е.А. Корпоративное управление: Учебное пособие. – М.: Издательско – торговая корпорация «Дашков и К»; Академцентр, 2010. – 528 с.
2. Михайлов Д.М. Эффективное корпоративное управление (на современном этапе развития экономики РФ): учебно-практическое пособие. – М.: КНОРУС, 2010. – 448 с.
3. Мазур И.И., Шапиро В.Д., Корпоративный менеджмент: учебное пособие для студентов, обучающихся по специальности «Менеджмент орг.» - 4-е изд., стер. – М.: Издательство «Омега-Л», 2011. -781 с.

### б) дополнительная литература:

1. Актянов Д.В. Бонусные и опционные программы для топ-менеджеров. Порядок разработки: практическое пособие. – М.: КНОРУС, 2010 -152 с.
2. Гэррэтт Б. Рыба гниет с головы. Как предотвратить кризис развития компании внедрением новых стандартов корпоративного управления. – М.: Эксмо, 2008. -304 с. – (Библиотека института директоров).
3. Дементьева А.Г. Высший уровень управления в акционерных компаниях: отечественный и зарубежный опыт. – М.: Магистр, 2009. - 318 с.
4. Крамин Т.В. Петрова Е.А. Развитие института корпоративного управления в России. – Казань: Изд-во «Познание» Института экономики, управления и права, 2009. – 144 с.
5. Корпоративное управление. /Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. -222с. (Серия «Классика Harvard Business Review»).
6. Корпоративная культура и управление изменениями: /Пер. с англ. 2 – еизд. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. -192с. (Серия «Классика Harvard Business Review»).
7. Орехов С.А., Селезнев В.А. Основы корпоративного управления: учеб. – 2-е изд., перераб. и доп. –М.: Маркет ДС, 2008. - 320 с.
8. Построение цепочки создания стоимости: Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. -261с. (Серия «Классика Harvard Business Review»).
9. Перегудов С.П. Крупная корпорация как субъект публичной политики. – М.: Издательский дом ГУ ВШЭ, 2006. – 163 с.
10. Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития./ Под ред. Долгопятовой Т.Г., Ивасаки И., Яковлева А.А. Издание второе. –М.: ЗАО «Юридический Дом «Юстицинформ»», 2009. –542 с.
11. Тепман Л.Н. Корпоративное управление: учеб. пособие для студентов, обучающихся по направлениям экономики и управления. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. - 239.

12. Филатов А.А., Кравченко К.А. Современная практика корпоративного управления в российских компаниях. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 245 с.