

Тонких Андрей Сергеевич

**МОДЕЛИРОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ  
КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ  
ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ**

Специальности: 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством (экономика, организация и управление предприятиями, отраслями комплексами - промышленность)

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит (Финансы предприятий и организаций)

**ДИССЕРТАЦИЯ**

**диссертации на соискание ученой степени**

**доктора наук**

## Содержание

ВВЕДЕНИЕ.....	4
1. АНАЛИЗ ТЕНДЕНЦИЙ В СОВРЕМЕННЫХ КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЯХ .....	16
1.1. Корпоративная форма хозяйствования – основа современной рыночной экономики.....	16
1.2. Проблема «владелец–агент» как неотъемлемый компонент корпоративных отношений.....	28
1.3. Роль внутрикорпоративного контроля в регулировании корпоративных отношений.....	35
1.4. Координация интересов акционеров и менеджеров в корпоративных отношениях.....	41
2. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ .....	57
2.1. Предпосылки повышение обоснованности оценок результативности корпоративного менеджмента .....	57
2.1.1. Оценка результатов деятельности корпораций методами финансового анализа. ....	58
2.1.2. Рейтинговые оценки корпоративного управления .....	68
2.1.3. Оценка качества корпоративного управления на основе критерия рыночной добавленной стоимости капитала .....	74
2.1.4. Индексные методы оценки результатов деятельности корпораций.....	77
2.2. Динамика ключевых показателей как главная характеристика согласования интересов.....	85
2.3. Дивидендная политика и согласование корпоративных интересов .....	93
2.4. Эффективность и качество – два аспекта результативности управления..	102

2.5. Технические особенности оценки меры сбалансированности корпоративных интересов.....	119
3. ОЦЕНКА СОБЛЮДЕНИЯ БАЛАНСА ИНТЕРЕСОВ В КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСАХ .....	131
3.1. Оценка сбалансированности корпоративных интересов в компаниях разных отраслей .....	131
3.2. Классификация предприятий по сбалансированности корпоративных интересов.....	146
3.3. Анализ динамики средних значений и стабильности баланса интересов корпораций.....	153
4. РЕАЛИЗАЦИЯ МОДЕЛИ РЕЗУЛЬТАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ .....	167
4.1. Теоретическое обоснование модели результативного управления корпоративными финансами.....	167
4.2. Основные направления повышения сбалансированности интересов в корпоративном секторе экономики.....	174
4.3. Регулирование баланса интересов на основе информации о нарушении эталонной динамики показателей.....	182
4.3.1. Регулирование различных аспектов баланса корпоративных интересов.....	182
4.3.2. Регулирование финансовой деятельности предприятия.....	185
4.4. Возможные направления использования оценок сбалансированности корпоративных интересов .....	208
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	214
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	217
ПРИЛОЖЕНИЕ .....	230

## ВВЕДЕНИЕ

### **Актуальность темы исследования.**

Развитие корпоративной формы хозяйствования в России было довольно бурным. За небольшой промежуток времени российские предприятия прошли путь, который у зарубежных фирм занимал десятилетия. Из-за сжатых сроков приватизации основное внимание приобретателей имущества было уделено самому процессу формирования собственности. При этом на остальные аспекты организации бизнеса не оставалось времени. Главная задача – в короткие сроки завладеть как можно большим имуществом. Естественно, что в этих условиях многие моменты, такие как юридическая чистота сделок, организация владельческого контроля, выстраивание корпоративных отношений, защита собственности, структурирование бизнеса отходили на второй план.

К настоящему времени корпоративная собственность в основном уже сформировалась. При этом, как оказалось, сам факт владения собственностью еще не гарантирует получение дохода и рост благосостояния, необходим регулярный менеджмент, в том числе упорядочение корпоративных отношений. Корпоративные финансы включают в себя различные аспекты, в том числе отношения собственников и менеджеров корпорации, отношения между акционерами предприятия, отношения между бизнес-единицами корпоративного объединения, отношения между топ-менеджментом компаний и менеджерами среднего и нижнего звена и т.д. Важную роль в функционировании корпораций играют, прежде всего, отношения на верхнем уровне корпоративного управления – между самими акционерами, а также акционерами и управляющими. Именно от их состояния зависит само существование предприятия, выбор направления его развития. Вот почему, корпоративные финансы являются одним из ключевых факторов успешной деятельности предприятия.

По тому, что представляют собой корпоративные отношения, многие субъекты рынка – владельцы свободных денежных средств формируют свои предпочтения в отношении объектов инвестиций. Это становится особенно актуальным в условиях ограниченности инвестиционных ресурсов. Выход на фондовые биржи, публичное размещение акций, активизация процессов слияний, поглощений, купли-продажи бизнеса, развитие рынка коллективных инвестиций, возрастание роли частных инвесторов – все это вынуждает корпорации повышать инвестиционную привлекательность, одним из главных компонентов которой является, как раз, соблюдение интересов участников корпоративных отношений. Понимание того, что конфликт интересов разрушает фирму, приводит к плавному переходу предприятий от состояния корпоративного конфликта к формированию баланса интересов.

Есть еще одна важная тенденция – наблюдаемый сегодня отход от оперативного управления корпорацией ее собственников. Происходит разделение функций владения и управления, что многими специалистами отмечается как положительный момент.

В этих условиях растет потребность рыночных субъектов в оценке состояния корпоративных отношений и достигнутого баланса интересов. Основной проблемой установления баланса корпоративных отношений является широкий спектр финансовых и иных, причем весьма разнородных, интересов владельцев предприятия и нанятых ими менеджеров. Как следствие, возникает неопределенность с тем, что представляет собой, в конечном итоге, баланс большинства участников корпоративных отношений.

Результаты проверки Счетной палаты РФ и исследования Всемирного банка позволили прийти к выводу, что большая часть бизнеса управляется крайне неэффективно. По их мнению, эта проблема вызвана отсутствием четко прописанной системы ответственности управленцев и механизма оценки последствий принятия ими решений.

Таким образом, разработка и реализация новых теоретико-методологических подходов к моделированию управления корпоративными финансами, формированию баланса корпоративных интересов, выявлению их главных проблем теоретически и практически актуальны.

Проведенное исследование соответствует:

1. Паспорту специальности ВАК 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» по научным направлениям:

15.1. – Разработка новых и адаптация существующих методов, механизмов и инструментов функционирования экономики, организации и управления хозяйственными образованиями промышленности;

15.17. – Теоретические и методологические основы мониторинга развития экономических систем народного хозяйства.

2. Паспорту специальности ВАК 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» по научным направлениям:

3.2. – Основные направления регулирования корпоративных финансов, оптимизация структуры финансовых ресурсов предприятий реального сектора;

3.5. – Управление финансами корпораций: методология, теория; трансформация корпоративного контроля.

#### **Степень разработанности проблемы исследования.**

Проблемы управления корпоративными финансами и оценкой его результативности разрабатываются как мировой, так и отечественной наукой. Среди специалистов, внесших существенный вклад в исследования указанной тематики, необходимо выделить таких специалистов, как: М. Миллер, Ф. Модильяни, У. Шарп, Р. Акофф, Е. Альтман, Л. Бернштейн, Р. Брейли, Ю. Бригхэм, Дж. Ван Хорн, Р. Каплан, Б. Коласс, Т. Коупленд, Ч. Ли, С. Майерс, Д. Нортон, Дж. Финнерти, А. Чандлер и т.д..

Вопросы взаимоотношений между участниками корпоративного управления, собственности, и агентских издержек освещены в работах Р.

Коуза, Дж. Стиглица, М. Дженсен, Р. Марриса, У. Меклинга, О. Уильямсона, Дж. Уэстона, Е. Фама и т.д.

В России проблемами корпоративного управления и корпоративных отношений также уделяется значительное внимание. Этим вопросам посвящены работы таких специалистов как Ю.Б. Винслав, О.С. Виханский, Г.Б. Клейнер, Д.С. Львов, Б.З. Мильнер, О.А. Романова, А.И. Татаркин, Р.М. Энтов, О.И. Боткин, С.М. Гуриев, О.А. Дедов, Т.Г. Долгопятова, В.И. Некрасов, Я.Ш. Паппэ, В.Г. Прудский, А.Н. Пыткин, А.Д. Радыгин, И.Н. Ткаченко и т.д.

В математическое моделирование экономических процессов и финансовых отношений, в развитие принципов комплексного и системного подхода значительный вклад внесли: Л.В. Канторович, В.В. Новожилов, И.М. Сыроежин, Л.И. Абалкин, С.Б. Гальперин, Х.Н. Гизатуллин, А.Г. Гранберг, В.В. Ивантер, Н.А. Потехин, Ю.Н. Черемных, Л.А. Дедов, В.В. Ковалев, Н.Н. Погостинская, А.Д. Шеремет и др.

Результатом этих исследований является обширный научный материал, ориентированный на формирование и функционирование корпоративной среды, соблюдение прав акционеров, управление стоимостью компании, а также на анализ и управление внутренними процессами финансовой деятельности корпораций. Все это создает научно-методическую основу для дальнейшего научного поиска.

Большая часть известных работ посвящено вопросам моделирования корпоративных отношений на основе соблюдения юридических прав акционеров, таких как раскрытие информации, участие в собраниях акционеров и советах директоров, соблюдения формальных процедур при изменении уставного капитала и т.п.

Основной акцент при рассмотрении данных вопросов, как правило, делается на интересах, прежде всего, акционеров. Рассмотрению проблем финансовых интересов акционеров, особенно в их взаимосвязи с интере-

сами нанятых ими менеджеров, в отношениях между собой, а также проблем результативного управления корпоративными финансами уделено не достаточное внимание.

Необходимость комплексного и системного решения проблемы согласования и оценки финансовых интересов в корпоративных отношениях и совершенствования управления корпоративными финансами с учетом современных концепций менеджмента определили выбор темы исследования.

### **Цели и задачи исследования.**

Исследования имеет своей целью формирование теоретических и организационных принципов создания результативных механизмов управления корпоративными финансами, концептуальных и методических решений моделирования динамики корпоративных структур в соответствии с эталонным режимом ее осуществления, что позволит проводить научно обоснованные расчеты по регулированию и координации корпоративных отношений.

Названная цель реализована путем решения следующих задач:

- проведен анализ теории и практики управления корпоративными финансами, на основании которого выявлены важнейшие тенденции в современных корпоративных отношениях;
- изучены теоретические основы развития и функционирования корпоративной формы хозяйствования, как в мировой экономике, так и российской;
- осуществлен анализ проблемы взаимоотношений участников корпоративных отношений (проблема «владелец – агент») в контексте различных моделей корпоративного управления;
- определены на основе теории «владелец – агент» роль и функции внутрикорпоративного контроля в регулировании корпоративных отноше-



ний, его влияние на финансовые результаты и инвестиции в деятельность фирмы;

- исследованы и сопоставлены основные концепции интересов собственников предприятия и нанятых ими управляющих, а также вопрос возможности их координации;

- изучена практика методического и аналитического обеспечения управления корпоративными финансами в условиях быстроменяющейся внешней среды, в результате чего определены варианты решения задач управления ими в российских условиях;

- проведено исследование подходов к оценке степени согласованности корпоративных интересов, на основе которого сделан вывод о необходимости повышения обоснованности этих оценок;

- разработаны концептуальные положения комплексного и системного установления баланса интересов участников корпоративных отношений, которые позволяют задать эталонную его динамику и заложить основы управления корпоративными финансами в интересах большинства их субъектов;

- предложена модель построения системы управления корпоративными финансами, которая позволяет вырабатывать формализованные решения для повышения управляемости фирмы;

- оценены ключевые компоненты регулирования корпоративных отношений в российских условиях, на которые опираются управленческие решения в области корпоративного и финансового менеджмента;

- разработаны методические решения по построению индикативной системы показателей управления корпоративными финансами, которые позволяют значительно уточнить оценку результативности деятельности менеджмента корпорации;

- проведено исследование сбалансированности корпоративных отношений в отечественных компаниях, что формирует представления о качестве корпоративного управления в российской экономике;

- разработана классификация предприятий по сбалансированности корпоративных интересов, что позволяет выявить структуру российского корпоративного сектора, роль отдельных его групп, их специфику;

- осуществлен анализ динамики развития российских корпораций в контексте не только достигнутого баланса интересов, но и его стабильности, что создает основу для комплексной оценки качества российского корпоративного менеджмента;

- разработаны рекомендации по реализации модели результативного управления корпоративными финансами;

- предложено решение комплексной задачи совершенствования управления корпоративными финансами, что позволяет формализовать и уточнить перечень мероприятий для повышения результативности корпоративного сектора экономики;

- разработана методика выявления ключевых проблем корпоративных финансов и причин их возникновения, что позволяет регулировать баланс интересов субъектов корпоративного управления.

**Объектом исследования** являются российские предприятия корпоративного сектора экономики, осуществляющие свою деятельность в различных сферах бизнеса.

**Предметом исследования** выступает система экономических отношений по поводу формирования и соблюдения финансовых интересов субъектов корпоративного управления.

**Теоретической и методической основой исследования** являются научные публикации отечественных и зарубежных авторов, нормативная и законодательская база по вопросам регулирования корпоративных отно-

шений, методические материалы научно-практических конференций и семинаров по теме исследования.

**Основные методы исследования.** В работе использованы методы системного анализа, экономико-математического моделирования, аппарат теории направленных графов, методы математического анализа, теория матриц, принципы финансово-экономического анализа динамики показателей корпоративных систем, метод динамических нормативов, методы сравнения и группировок, балансовый и статистический анализ. В диссертации нашли отражения результаты научно-исследовательских работ, выполненных автором и при его участии.

**Информационной базой исследования** послужили справочные, статистические, нормативно-правовые материалы о развитии российского корпоративного сектора; электронные базы данных о деятельности эмитентов; годовые отчеты предприятий, размещенные на собственных сайтах в сети Интернет; информация рейтинговых агентств; публикации в средствах массовой информации по рассматриваемой проблеме; материалы Госкомстата РФ; теоретические и фактические материалы, содержащиеся в работах отечественных и зарубежных экономистов.

**Научная новизна диссертационного исследования** заключается в разработке научных основ реализации результативного управления корпоративными финансами промышленных предприятий. Лично соискателем получены следующие теоретико-методические и практические результаты, определяющие новизну и являющиеся предметом защиты:

- *решение проблемы «владелец – агент» с позиции свойства капитала приносить доход;*
- *принципы измерителя баланса корпоративных интересов;*
- *оценка сбалансированности интересов в корпоративных системах;*
- *классификация предприятий по признаку сбалансированности корпоративных интересов;*

- методика сопоставления ожидаемого значения сбалансированности интересов с его стабильностью;
- инструментарий диагностики и ранжирования характеристик показателей баланса корпоративных интересов;
- модель динамики частных показателей финансовой деятельности корпорации как основа регулирования баланса интересов.

**Практическая значимость исследования** заключается в разработке модели результативного управления корпоративными финансами и механизма ее реализации. Особую практическую значимость имеют разработанные инструменты оценки сбалансированности интересов участников корпоративных отношений и выявления слабых мест в финансовой деятельности предприятия. Предложенная автором концепция регулирования баланса интересов служит методической основой для выработки практических мер результативного управления корпоративными отношениями.

Предложения, разработки и рекомендации автора могут быть использованы:

- в оценке результатов деятельности менеджеров акционерами компаний;
- в анализе инвестиционной привлекательности предприятий;
- в принятии решений инвестиционного характера;
- в сравнительном анализе хозяйственной деятельности предприятий, являющихся как конкурентами, так и представителями разных отраслей;
- в факторном анализе конечных результатов деятельности корпоративных систем;
- в оценке функционирования предприятий, доступность информации о которых ограничена.

Предложенный в работе подход, с учетом специфики, может применяться не только в корпоративном управлении, но и в управлении другими субъектами рынка: предприятиями некорпоративной формы хозяйст

ния, государственными организациями, домашними хозяйствами, индивидуальными предприятиями и т.д.

**Апробация результатов исследования.** Основные концептуальные и методические решения отражены в 55 публикациях, которые вошли в работу составной частью, а также использованы в учебных пособиях, предназначенных для студентов, аспирантов и преподавателей экономических вузов. Общий объем печатных работ по теме исследования составляет 62 п.л.

Основные результаты диссертационной работы апробированы в публичных выступлениях и докладах на ряде международных и всероссийских научных конференций и получили положительные отзывы:

- Научно-практическая конференция «Проблемы совершенствования механизма хозяйствования в современных условиях», Пенза, 1999 г.;
- Научно-практическая конференция «Проблемы и опыт антикризисного управления», Пенза, 2002 г.;
- Научно-практическая конференция «Проблемы совершенствования механизма хозяйствования в современных условиях», Пенза, 2002 г.;
- Международный конгресс по математическому моделированию (VI International Congress on Matematical Modeling), Нижний Новгород, Нижегородский государственный университет, 2004 г.;
- Международная конференция «Информационные технологии в науке, социологии, экономике и бизнесе», Ялта – Гурзуф, 2004 г.;
- Международная практическая конференция «Проблемы развития предприятий: теория и практика», Самара, Самарская государственная экономическая академия, 2004 г.;
- Международная научно-практическая конференция «Татуровские чтения», Москва, Экономический факультет МГУ, 2004 г.;
- Международная научно-практическая конференция «Татуровские чтения», Москва, Экономический факультет МГУ, 2005 г.;

**Структура работы.** Работа состоит из введения, четырех глав, заключения, списка использованной литературы, приложения.

Материал исследования изложен на 240 страницах включая 10 рисунков и 34 таблицы. Список использованной литературы содержит 142 наименований. В приложение (11 стр.) вынесен табличный материал в необходимой мере иллюстрирующий методические подходы, используемые в работе.

В введении отражена степень проработанности исследуемых проблем, показана актуальность диссертационного исследования, его научная новизна и практическая значимость.

В главе 1 «Анализ тенденций в современных экономических отношениях» представлены результаты анализа сложившейся практики корпоративного управления. Выявлены и систематизированы основные преимущества корпоративной формы хозяйствования. Рассматриваются ключевые моменты отношений «владелец – агент». Приводится сравнительный анализ подходов к идентификации интересов субъектов корпоративного менеджмента. Определены характерные ограничения в решении проблемы отношений владельцев и управляющих корпорации.

В главе 2 «Методологические основы управления корпоративными финансами» осуществлен комплексный анализ теории и практики оценок результативности корпоративного менеджмента, выявлена необходимость повышения обоснованности этих оценок. Сформулированы принципы измерителя баланса корпоративных интересов. Определена роль дивидендов в установлении баланса интересов субъектов корпоративного управления. Предложена методика оценки степени сбалансированности интересов в корпоративных системах, основанная на соблюдении эталонной динамики ключевых финансовых показателей. Рассмотрены технические особенности ее применения на практике.

В главе 3 «Оценка соблюдения баланса интересов в корпоративных финансах» проведено исследование соблюдения баланса корпоративных отношений российскими предприятиями. Представлена классификация предприятий по сбалансированности корпоративных интересов и на ее основе осуществлен развернутый анализ тенденций в российском корпоративном секторе. Выполнена оценка деятельности предприятий на основе сопоставления ожидаемого значения баланса интересов и риском его нарушения.

В главе 4 «Реализация модели результативного управления корпоративными финансами» представлен инструментарий диагностики и ранжирования проблем, связанных с нарушением баланса интересов субъектов корпоративных отношений. Выявлены основные финансовые проблемы российских корпораций. Предложена модель динамики частных показателей финансовой деятельности предприятия.

В заключении сформулированы основные выводы, полученные в результате проведенных исследований.

В списке литературы приведены работы отечественных и зарубежных авторов, которые использовались при выполнении диссертационного исследования. Список содержит перечень опубликованных работ автора исследования.

## **1. АНАЛИЗ ТЕНДЕНЦИЙ В СОВРЕМЕННЫХ КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЯХ**

### **1.1. Корпоративная форма хозяйствования – основа современной рыночной экономики**

По оценкам экспертов, предприятия корпоративной формы хозяйствования обеспечивают от 80 % продаж и до 90 % прибыли в рыночной экономике, хотя удельный вес их в общем количестве субъектов предпринимательства составляет всего 10 % [1,22,39]. Успешность корпоративной формы организации бизнеса в мировой экономике обусловлена ее особенностями, которые являются отражением генезиса фирмы и логики ее развития. Причины изменения организационного построения предприятия являются продолжением преимуществ корпоративной формы хозяйствования. Рассмотрим основные этапы развития фирмы.

Осуществляя свою деятельность, корпорация растет и расширяется, проходит путь от простого к сложному. Известный американский историк предпринимательства Альфред Чандлер [56] показал, что успешно действующие корпорации имеют тенденцию к развитию, при этом эволюция рассматривается как реакция на усложнение управленческих задач. На первой стадии, при простой форме корпорации, фирма основывается для реализации какой-то коммерческой идеи (товара или услуги), чаще всего одной. При этом фирма имеет такую организационную форму, которая позволяет предпринимателю непосредственно управлять деятельностью персонала, принимать все важные решения и находиться в курсе всех событий в организации. Сильные стороны такого организационного построения заключаются в возможности быстрого принятия решений, быстрого реагирования на изменения во внешней среде и в обеспечении неформального подхода к мотивированию и контролю деятельности сотрудников. Обычно



такая организация свойственна небольшим фирмам и часто основной владелец выполняет круг обязанностей менеджмента компании, то есть функции владения и управления на таких предприятиях, как правило, совмещены. Это сосредотачивает внимание владельца на текущих делах, затрудняя его деятельность по стратегическому управлению компанией, и, следовательно, сдерживает развитие предприятия. По мере естественного роста такой организации развивается кризис руководства, когда предприниматель не справляется в одиночку со всем комплексом функций менеджмента, особенно в сфере стратегического менеджмента. Возникает необходимость в другом способе организации предприятия.

Предприниматель дополняется группой управляющих, имеющих функциональную специализацию: НИОКР, финансы, маркетинг, закупки и т. д. Предприятие при этом расширяет ассортимент выпускаемой продукции или услуг, но, как правило, не выходит за рамки одной отрасли. Такой способ хозяйствования соответствует, как правило, небольшим и средним предприятиям, функционирующим в рамках одной отрасли и географически компактным. Специализация фирмы на узком сегменте позволяет совмещать функцию управления и функцию владения. Предприниматель компетентен в своей отрасли и достаточно успешно может решать любые оперативные вопросы. В то же время, делегируя часть полномочий управляющим, он может сосредоточиться на стратегических вопросах.

Успешно функционируя, корпорация достигает прочного положения в отрасли, накапливает значительные финансовые ресурсы, но темпы роста уже сильно зависят от состояния отрасли. Требуется диверсификация. Переход на новые виды продукции других отраслей, растущая диверсификация бизнеса, географическое расширение компании затрудняют управление корпорацией. Возникают осложнения в управлении непохожими друг на друга или географически удаленными предприятиями из одного центра. При переходе на новые виды продукции других отраслей управляющим

этими новыми видами бизнеса требуется больше свободы в принятии решений, чем та, которой они пользуются в рамках сложившейся формы. Необходима децентрализация управления. Предприятие вступает в третью фазу своего организационного развития, при которой характерна дивизиональная структура фирмы. Предприниматель делит все виды бизнеса фирмы на несколько бизнес-единиц, которые могут действовать как независимые хозяйственные организации, обслуживающие свои сегменты рынка. Причем каждое подразделение является функционально организованной компанией, находящейся на второй стадии организационного развития.

Дивизиональный подход формирует основу для разделения функций владения и управления в корпоративном менеджменте. Предприниматель уже не является компетентным во всех направлениях деятельности фирмы и большую часть полномочий по принятию решений передает наемному менеджменту, а сам сосредотачивает усилия на вопросах стратегического управления и выстраивании корпоративных отношений. Благодаря освобождению от текущей рутинной работы предприниматель-владелец корпорации, накопив существенные финансовые ресурсы, имеет возможность обладать многочисленными активами в различных сегментах рынка и сконцентрироваться лишь на функции владения собственностью. В то же время наемные менеджеры, развивая свои навыки на конкретном рынке, в идеале могут более эффективно управлять вверенными им предприятиями, что также выгодно предпринимателю.

Изменения во внешней среде оказывают все большее влияние на деятельность предприятия. Развитие информационных технологий, сети Интернет, современных средств связи, глобализация бизнеса, изменение вкусов и ожиданий потребителей, ужесточение борьбы за ограниченные ресурсы – все это необходимо учитывать в управлении предприятием. Ситуация усугубляется тем, что эти изменения происходят все быстрее, за текущими задачами становится невозможным вовремя разглядеть их. Отсю-

да следует, что этими проблемами должен заниматься освобожденный от рутины человек. Учитывая, что от стратегических решений во многом зависит дальнейшая судьба предприятия, таким человеком должен стать один из собственников фирмы, имеющий материальную заинтересованность в ее долгосрочном существовании. Вот почему разделение функций владения и управления повышает гибкость, адекватность и адаптивность предприятия в быстроменяющейся внешней среде, что в свою очередь создает благоприятные предпосылки для эффективности и роста компании в долгосрочной перспективе.

Владение собственностью в различных отраслях и сегментах рынка требует соответствующего юридического закрепления, а именно, капитал предприятия должен быть поделен на определенное количество долей, частью которых и будет владеть предприниматель. Так как предприниматель не является компетентным во всех вопросах, функционирование предприятия может происходить в нежелательном направлении. Следовательно, предприниматель должен быть уверен, что для повышения эффективности деятельности фирмы он может передать часть долей или весь капитал более компетентному собственнику. Должен существовать механизм быстрой смены собственности, обеспечивающий добровольную передачу прав на нее. К тому же, часто возникает потребность в разделении предпринимательских рисков между разными рыночными субъектами. Разделение капитала на доли соответствует этому требованию. Владея различными суммами долей, предприниматели регулируют уровень принимаемого на себя риска.

Одно из базовых положений экономической теории – ограниченность экономических ресурсов – справедливо и для финансовых рынков. Борьба за ресурсы ведется по всем направлениям: банковские ресурсы, средства институциональных инвесторов, фонды корпораций. Однако в этих сегментах уже давно наблюдается значительное превышение спроса

на деньги над их предложением. Поэтому все большее число предприятий стали обращаться к источникам финансирования из средств частных инвесторов. Частные инвесторы не обладают существенными финансовыми ресурсами каждый по отдельности, но в совокупности могут сформировать значительный капитал. Для этого фирмы должны предложить им условия, удовлетворяющие потребности в инвестировании, а именно: возможность инвестиций на небольшие суммы; обеспечение высокой ликвидности вложений, то есть легкости в их осуществлении и реализации на рынке; потенциально более высокую доходность инвестиций, чем в банковском сегменте и секторе государственных заимствований. Обеспечение всех этих условий позволит предприятиям успешно конкурировать на рынке в борьбе за финансовые ресурсы и аккумулировать внушительные капиталы частных и институциональных инвесторов.

Для нормального функционирования и перспективного развития фирма в своей деятельности использует различные ресурсы. Чем больше альтернатив в их выборе, тем больше возможностей для достижения поставленных целей. Однако в зависимости от юридической формы организации бизнеса зависит число доступных финансовых инструментов, с помощью которых фирма привлекает деньги на рынке. Так ни индивидуальные предприниматели, ни унитарные предприятия, ни товарищества не могут занимать деньги посредством выпуска облигационных займов; или возможности унитарных предприятий в получении кредитов банков ограничены, так как они не могут предоставить в обеспечение имущество, используемое в их деятельности, но которым они не владеют; или привлечение средств иностранных инвесторов на зарубежных фондовых площадках невозможно для предприятий, имеющих отличную от корпораций организационно-правовую форму и т.д. Поэтому чтобы обеспечить необходимое развитие предприятия, требуется предоставить ему доступ к всевозможным вариантам источников капитала.

Еще один важный момент заключается в том, что поскольку собственник не участвует в оперативном управлении принадлежащей ему фирмы, желательно ограничить его ответственность по обязательствам организации, возникающих как результат деятельности наемных менеджеров.

Все названные аспекты бизнеса получили свое воплощение как раз в корпоративной форме хозяйствования, являющейся результатом эволюции успешно функционирующего предприятия, логическим завершением его организационного развития и выстраивания внутрифирменных отношений. Отсюда и преимущества корпоративной формы деятельности:

- стратегическая направленность, а следовательно, получение дополнительных конкурентных преимуществ в долгосрочном периоде;
- возможности привлечения и аккумуляции значительных финансовых ресурсов многих инвесторов;
- использование источников финансирования роста фирмы, ограниченных или недоступных для бизнесов, основанных на иных формах организации бизнеса;
- ограниченная ответственность владельцев предприятия по его обязательствам;
- неограниченная область деятельности;
- простой порядок перехода прав собственности между субъектами рынка;
- снижение и диверсификация рисков.

Вот почему корпорация стала ведущей формой организации бизнеса в современной экономике, что подтверждается следующими статистическими выкладками [49]:

- среди 100 крупнейших экономических систем мира 51 являются корпорациями и только 49 государствами;

- объем продаж 200 ведущих корпораций увеличивается быстрее, чем совокупный рост мировой экономики;
- 10 крупнейших корпораций получают 22 % всех прибылей, зарабатываемых в США;
- 400 транснациональных корпораций контролируют 80 % промышленных активов;
- в 2001 г. 51,9 % домовладельцев США владели акциями корпораций.

Корпоратизация российской экономики как неотъемлемой части мирового хозяйства затрагивает все основные отрасли. Все большее число предприятий вовлекаются в этот процесс. Развитие корпоративного менеджмента в России тесно связано с появлением организаций корпоративного типа.

Если рассматривать корпорации как объединения по профессиональному признаку физических и юридических лиц, капиталов для осуществления социально полезной деятельности [36], то можно сделать вывод, что попытки создания производственных структур корпоративного типа предпринимались и в планово-директивной экономике [59]. Интеграционный признак корпорации здесь выходит на первый план. Преобразование отраслевых министерств в совнархозы, создание производственных, торгово-производственных объединений, агропромышленных комплексов, территориально-производственных и государственно-производственных объединений рассматриваются как элементы зарождающихся корпоративных отношений.

Интеграция предприятий в советский период создавала предпосылки для совместной, хозяйственной деятельности в рамках крупных структур, но реального объединения капиталов не происходило, так как отдельными предприятиями решались, как правило, разные задачи по освоению выделяемых централизованно финансовых ресурсов.

С распадом централизованной организации хозяйства и до начала приватизации основной формой корпоративных объединений стали арендные предприятия [121]. Задачи корпоративного управления сводились к привлечению и участию трудовых коллективов в управлении предприятиями расширены взаимоотношений «директор–трудо́вой коллектив», «предприятие–владелец имущества (государство)». Здесь проглядывается зарождение другого аспекта корпоративной формы хозяйствования.

Корпоративные отношения выражают те отношения, которые возникают и действуют между всеми заинтересованными сторонами, участвующими в реализации принятой корпоративной модели [33]. Однако отсутствие права собственности на использование имущества тормозило эффективное развитие арендных предприятий и корпоративных объединений.

Следующим этапом становления российских корпораций, а следовательно, и корпоративного менеджмента стала приватизация.

Процесс формирования Российских корпораций в период приватизации достаточно подробно освещен в публикациях отечественных авторов [12,31,124]. Выделим основные моменты. Фазовые портреты Российских корпораций имеют черты, отличительные от зарубежных. Сказались результаты приватизации, проходящей в сжатые сроки. Выбор объектов инвестирования предпринимателями, как правило, не имел четкого экономического обоснования. Время для принятия решения было ограничено и не позволяло провести тщательный анализ. Если в плановой экономике существовал критерий технологической целесообразности, в рыночной – критерий прибыльности, то критерии, субъекты, участвовавшие в приватизации, не руководствовались ни тем, ни другим. Они ориентировались на приобретение стратегически важных активов.

В период становления российских корпораций преобладал случайный подход, или принцип «свободных денег» [2]. К приобретению приватизируемого объекта подталкивает стремление как можно более диверси-

фицировано вложить свободные денежные средства. Главный критерий здесь – стоимость выбираемого объекта. По мере стабилизации экономики начинают преобладать технологический и ситуационные подходы. При технологическом подходе предприятия приобретаются и объединяются по технологической цепочке, критерий выбора объекта для интеграции – технологическая совместимость, специфичность активов; при ситуационном подходе речь идет о совместном выживании или сохранении управляемости производственного комплекса.

В результате описанных процессов в России появились образования корпоративно типа, имеющие следующие характеристики:

1. масштабность,
2. разнородность хозяйственных объектов, входящих в корпорацию,
3. отсутствие единых стандартов управления внутри образований.

Протекавшие процессы и определили существовавшие подходы отечественных специалистов к пониманию корпораций как крупных интегрированных хозяйственных структур. При этом основное внимание сосредоточено именно на структуре корпоративных образований, на строении и внутренней форме организации объектов. Труды отечественных авторов, придерживающихся этой концепции, посвящены в основном необходимости, целям и механизмам образования корпоративных структур, чаще всего финансово-промышленных групп. Примечательна с этой точки зрения эволюция терминологии. При описании субъектов хозяйствования корпоративного типа использовались такие названия, как корпоративные структуры, корпоративные объединения, интегрированные бизнес-группы, интегрированные корпоративные структуры или чаще всего они рассматривались как частный случай корпоративных структур – финансово-промышленные группы.

В этот период искажилось само понимание сути корпорации. Особенно наглядно непонимание функций корпораций проявилось у предпри-



ятий в отношении выплаты дивидендов [57]. На предприятиях можно было наблюдать следующее:

- полный и необоснованный отказ от выплаты дивидендов под предлогом тяжелого финансового состояния;
- наложение неприемлемых условий на выплату дивидендов;
- задержки в выплатах дивидендов, особенно в отношении сторонних акционеров;
- выплата дивидендов не деньгами, а нереализованными акциями;
- установление размера дивиденда в зависимости от времени приобретения акций или серии выпуска акций.

Другой аспект обозначенной проблемы, который также является причиной перехода к следующему этапу становления корпоративного управления в российской экономике, – отход владельцев компаний от оперативного управления. Корпоративные образования расширяются, пополняются новыми элементами, и владельцы значимых пакетов акций физически не могут уделять внимание всем процессам, происходящим на предприятиях. Возникает необходимость делегирования полномочий оперативного управления наемным менеджерам, поэтому неформальность доверительных отношений становится препятствием для осуществления подобных действий. Более того, в силу реализации подхода «свободные деньги» собственники компаний владеют несколькими структурами корпоративного типа в различных отраслях. Следовательно, для реализации своих законных прав владельцам предприятия необходимо установить институциональные барьеры, предотвращающие перераспределение значительной части доходов в обход законных прав владельца.

На этом этапе приоритетное значение имеет построение отношений «владелец корпорации – наемный менеджмент». В практике отечественного корпоративного управления появляются механизмы, основанные на данном признаке корпоративных отношений. Среди них кодексы корпора-

тивного поведения, система независимых директоров, отделы по работе с акционерами, обеспечение «прозрачности» деятельности.

Результаты исследования, представленные в [50], показывают, что в российских компаниях отношение к правам инвесторов крайне различно. И это при том, что подавляющее большинство из них активно позиционируют свои ценные бумаги на фондовом рынке. Корпоративное управление в этих компаниях оценивается по таким параметрам, как права акционеров, совет директоров, исполнительные органы, система контроля за финансово-хозяйственной деятельностью, раскрытие нефинансовой информации, раскрытие финансовой информации, дисциплина раскрытия и доступность информации, корпоративная социальная ответственность. И только по раскрытию финансовой информации и дисциплине ее осуществления российские корпорации соответствуют высокому уровню корпоративного управления. По другим показателям российское корпоративное управление находится в области оценок ниже среднего. Этому есть несколько причин. К ним относятся: сверхвысокая концентрация акционерного капитала, риски, связанные с наступлением в компаниях существенных корпоративных событий (слияние, поглощение, реорганизация и т.п.), неконтролируемая деятельность исполнительных органов общества при крайне скудной информации о системах контроля финансово-хозяйственной деятельности. Однако там же отмечается, что у российского корпоративного управления есть все шансы выйти на достойный уровень.

Действующее законодательство в России защищает интересы миноритарных акционеров в большей степени, чем законодательства других стран. Эмитенты активно выстраивают системы корпоративного управления. Прежде всего речь идет о выполнении формальных процедур по проведению общих собраний. Второе направление – повышение прозрачности компаний. Третье – совершенствование состава органов управления, особенно совета директоров.

Еще несколько лет назад в советах директоров российских эмитентов независимых директоров не было вообще. Зачастую они формировались из зависимых членов, работающих в интересах мажоритарных акционеров. Сегодня ситуация меняется, в советы директоров входят и представители миноритарных акционеров, и независимые директора. Помимо этого, в компаниях создаются комитеты по вознаграждениям, аудиту, службы по связям с инвесторами, вводятся кодексы корпоративного управления. Можно сделать вывод, что в сфере российского корпоративного менеджмента происходят позитивные изменения в части выстраивания корпоративных отношений между владельцами и менеджментом компаний, и в ближайшем будущем эта сторона корпоративного управления в российской практике приблизится к лучшим мировым стандартам.

Вышесказанное позволяет сделать вывод о доминировании корпорации как формы организации бизнеса в современном мире, в том числе и в России, идущей по пути экономического развития. Тем не менее, несмотря на все очевидные преимущества корпоративной формы хозяйствования, ей присущи и некоторые существенные недостатки.

Корпоративная форма предприятия предполагает, прежде всего, разделение функций владения и управления корпорацией. Именно отношения между собственниками и менеджментом компании являются определяющим признаком корпоративного управления. Но предоставление широких полномочий подразделениям предприятия и их руководителям породило проблему совпадения собственных интересов с интересами корпоративными. Интересы верхнего уровня управления с более низким здесь совпадают далеко не всегда. Любой фирме в той или иной степени присущ разрыв между функцией владения и функцией управления и контроля. Данная проблема усугубляется по мере усложнения форм организации бизнеса. Одной из самых сложных форм является как раз корпоративная, поэтому в корпоративном управлении эта проблема носит особо актуальный характер

и является специфической особенностью такого способа ведения бизнеса. Разделение собственников и управляющих в современных корпорациях приводит к проблеме «владелец–агент», которая в силу ее остроты требует специального рассмотрения.

## **1.2. Проблема «владелец–агент» как неотъемлемый компонент корпоративных отношений.**

Все большее число предприятий вовлекаются в корпоративные отношения. Фирмы приходят к этому разными путями. Одни, будучи небольшими и созданными от нуля организациями, занимая новые ниши и сегменты рынка, сталкиваются с ситуацией быстрого роста и неизбежной диверсификацией, как продуктовой, так и географической. Количество управленческих функций возрастает, и предприниматель-владелец заменяется группой управляющих, сосредотачиваясь на стратегических вопросах и построении корпоративных отношений, отделяет функцию собственника от функции управляющего. Другие фирмы, образованные на заре приватизации, активно участвуют в интеграционных процессах, расширяясь и укрупняясь.

Перечисленные процессы требуют значительных дополнительных ресурсов. Необходимые ресурсы, как правило, привлекаются через механизм долевого участия в собственности компании, что создает основу для разделения функций владения и управления. Независимо от пути, приведшего организацию к корпоративной форме, отношения между собственником и наемными менеджерами становятся «узким местом» корпоративного управления, порождая так называемую проблему «владелец–агент» [118].

Суть проблемы заключается в том, что акционеры рассматриваются в качестве хозяев, которые нанимают менеджеров-агентов. Деятельность

агента должна быть направлена на увеличение благосостояния акционеров, что может проявляться, например, через увеличение стоимости компании. Тем не менее, на практике усилия менеджеров не всегда направлены на удовлетворение потребностей акционеров. В особенности это связано с альтернативностью решений, одни из которых обеспечивают быструю прибыль, а другие носят долгосрочный характер.

Причины несовпадения интересов в корпоративном управлении кроются в личной заинтересованности членов исполнительного органа фирмы. Эта заинтересованность может иметь и позитивный характер. Так высшие менеджеры предпочитают управлять крупными фирмами или иметь в управлении значительные финансовые ресурсы. Отсюда следует, что большую часть прибыли они будут стремиться оставлять в распоряжении предприятия и не выплачивать дивиденды его владельцам, что может не устраивать акционеров. Или, например, забота о социальной защищенности персонала и желание работать с высококвалифицированными сотрудниками побуждают менеджеров идти на рост издержек компании и связанное с этим снижение прибыли и т.д. Хотя эти мероприятия не выгодны владельцам в краткосрочной перспективе и неоднозначно ими воспринимаются, они часто приводят к росту эффективности в долгосрочном периоде и, в конечном итоге, к увеличению стоимости компании и благосостояния акционеров. При этом подобные действия не наносят прямого ущерба собственникам, так как в случае недополучения дохода акционерами в виде дивидендов, свое благосостояние они могут обеспечить за счет роста капитализации бизнеса.

Основной формой вознаграждения менеджеров является, как правило, заработная плата. Остальные формы вознаграждения играют для них меньшую роль. Поэтому менеджеры корпорации стремятся продлить период, в течение которого они будут получать гарантированный доход. Для этого они пытаются обеспечить устойчивость компании и снижение опас-

ности возникновения непредвиденных обстоятельств. Интересы же акционеров разнообразны, и они готовы участвовать в высокоприбыльных проектах, сопряженных с высоким риском, так как диверсифицируют свои вложения среди нескольких компаний.

В корпоративном управлении существует и негативная заинтересованность менеджеров. Она может проявляться, например, в выводе части активов компании в свою пользу, присвоении собственности акционеров, в трудоустройстве родственников, в получении взяток за поддержку какого-либо решения, в личном обогащении, сокрытии или предоставлении ложной информации о результатах деятельности фирмы и т.п. Многие из перечисленных действий являются очевидными преступлениями. Однако, как показывает практика корпоративного управления (например случай с компанией «Энрон» в США), такое бывает нередко даже в странах с прочными традициями менеджмента, не говоря уже об экономиках, находящихся на стадии становления рынка.

Среди возможных механизмов, мотивирующих менеджеров согласовывать принимаемые ими решения с интересами акционеров можно выделить следующие [76]:

- сохранение руководящей должности за менеджером (и его деловой репутации на соответствующем рынке) в случае успешной деятельности корпорации;
- обеспечение возможно более действенных стимулов для эффективного управления с помощью специально разработанных систем оплаты;
- прямой мониторинг, осуществляемый главным образом владельцами крупных пакетов акций и их представителями.

В [4] выделяются основные виды нарушений прав акционеров. К ним относятся: размывание акций в целях уменьшения доли внешних инвесторов в акционерном капитале; использование преимущественного положения основного акционера; сомнительные юридические решения, затрудне-

ние доступа акционеров к их собранию из-за несвоевременного получения информации о его проведении; отказ директоров, уволенных общим собранием акционеров, передать власть и обеспечить доступ к финансовой информации.

Обычно проблема «владелец–агент» трактуется специалистами в основном в правовой плоскости, и решение данной проблемы разыскивается там же. Безусловно, правовые факторы являются одним из главных условий существования и функционирования корпораций. Но соблюдение лишь прав акционеров не может полностью удовлетворить их, так как напрямую не увеличивает их благосостояние. Соблюдение прав инвесторов и их доступ к информации могут и не привести к росту эффективности и стоимости компании, а значит, с позиции доходности вложений не будут заинтересовывать частного инвестора. Основное свойство капитала – приносить доход его владельцам, – должно являться базовым в регулировании корпоративных отношений.

Несмотря на все коллизии отношений владельцев корпорации и наемных менеджеров, существует условие, вынуждающее последних действовать, хотя бы частично, в интересах собственников. Этим условием является так называемое «жесткое финансовое ограничение», которое проявляется все существеннее по мере упрочения рыночных отношений. Жесткое финансовое ограничение означает, что компания не может рассчитывать на привлечение любого желаемого объема финансовых ресурсов. Привлечение ресурсов обусловлено вполне определенными требованиями со стороны контрагентов. Менеджеры должны обеспечить выполнение этих требований, иначе фирму ожидают санкции, что не приемлемо для владельцев. Менеджмент должен это учитывать. Последнее ограничивает возможности его независимого поведения.

Рядом специалистов отмечается, что проблема «владелец-агент» свойственна, прежде всего, американской модели корпорации. Именно в

ней интересы корпорации отождествляются с интересами ее акционеров. Менеджеры при этом остаются вне границ корпорации, являются обычными наемными работниками, их основное предназначение сводится лишь к удовлетворению притязаний владельцев. Раз менеджеры находятся за рамками корпорации, то и мотивация работать на ее владельцев является весьма низкой, нужны специальные механизмы, усиливающие ее. Кроме того, менеджеры, помимо корпоративных отношений, включены и в другие виды общественных отношений, которые могут оказывать гораздо большее влияние на мотивы их деятельности. На общественные отношения влияют, например, социальный статус, благотворительность, популярность, политическая жизнь и др. Подобная отстраненность менеджеров от корпораций, их участие в широкой системе общественных отношений и создает предпосылки к возникновению внутрикорпоративных конфликтов. Недопущение и разрешение этих конфликтов видится в большей включенности как элемента корпорации ее менеджеров.

В континентальной модели, в частности германской, менеджеры воспринимаются как часть корпорации и имеют определенные права на управление ею. Здесь интересы фирмы не ограничиваются интересами ее владельцев. Особая роль в корпоративных отношениях отводится наблюдательным советам, состоящим как из акционеров компании, так и из ее менеджеров и работников, которые призваны контролировать политику организации в отношении занятости, условий труда и других вопросов корпоративной жизни.

Помимо этого, банки, предоставляющие фирме капитал, также имеют право на участие в корпоративном управлении. В результате происходит сращивание банковского и промышленного капитала и формирование олигархической структуры. Как результат, среди акционеров доминируют крупные банки, которые помимо интересов владельцев имеют и другие интересы в работе корпораций. Например, с одной стороны, банку как креди-



тору при осуществлении кредитных операций необходимо покрывать операционные издержки и проценты по привлекаемым вкладам. Тем самым они будут стремиться получить как можно больший процент по кредитам, предоставляемым, в том числе, и принадлежащим им корпорациям. В то же время, проценты по кредитам уменьшают размер чистой прибыли, остающейся в распоряжении акционеров и, как следствие, цели банка не соответствуют интересам собственников корпорации. С другой стороны, выступая в роли главного акционера компании, банк заинтересован в получении фирмой значительной прибыли и соблюдении интересов собственника. На лицо конфликт интересов банка как акционера и как кредитора. Это часто приводит к выдаче невозвращенных кредитов, что, в свою очередь, не соответствует требованиям уже акционеров банка.

При учете большей вовлеченности, по сравнению с американской моделью, в процесс корпоративного управления менеджеров компании, бытует мнение, что проблема «владелец–агент» не актуальна для континентальной модели, к которой в большей степени тяготеет современная Россия. Однако, на наш взгляд, существует ряд моментов, позволяющих говорить о перманентном наличии названной проблемы в корпоративном управлении независимо от сложившейся модели корпоративного бизнеса.

1. Конфликт интересов банка, одновременно и кредитора и акционера, является разновидностью отношений «владелец–агент». Договариваясь об условиях кредита с менеджерами компании, он представляет противоположные владельцам интересы. В то же время, менеджер не может вести с банком переговоры как независимое от него лицо, так как вместе с тем он является и главным акционером, принимающим решение, в том числе и о назначении управляющих. Тем самым менеджер выступает как агент, нанятый собственником для выражения его интересов, пусть и в несколько другой форме.

2. Континентальная модель основана на концентрации акционерного капитала и доминировании крупных собственников. При этом игнорируются значительные по сумме средства индивидуальных инвесторов и домашних хозяйств. В условиях ограниченности инвестиционных ресурсов невозможно пренебрегать любыми свободными капиталами, что неизбежно приведет к усилению роли мелких акционеров, росту влияния на деятельность предприятий фондового рынка и акционерного капитала и, как результат, превалированию интересов собственников в корпоративных отношениях. Нехватка инвестиционных ресурсов сегодня особо остро стоит на повестке дня именно в России, что дополнительно подчеркивает актуальность этого аспекта корпоративного управления.

3. Распространение информационных технологий в бизнесе позволяет инвесторам осуществлять финансовые вложения с любыми финансовыми инструментами в любой точке мира, не выходя за пределы места проживания. Наличие большого количества альтернатив вынуждает потенциальных получателей средств инвесторов предлагать все более выгодные для них условия. Происходит естественное смещение главных интересов в сторону акционеров, которые будут рассматривать деятельность менеджеров в основном сквозь призму собственных потребностей.

4. Несмотря на большее участие в судьбе корпорации, тем не менее, менеджер остается наемным работником и его труд оценивается по тому, как результаты его деятельности соответствуют ожиданиям акционеров. То есть конечным критерием эффективности менеджмента все-таки выступают интересы собственников.

5. Процессы глобализации и интеграции мирового хозяйства способствуют распространению единых управленческих стандартов, ослаблению зависимости от национальных особенностей, взаимному проникновению опыта менеджмента, прежде всего американского, усилению свободы конкуренции в рамках межгосударственных соглашений. Все это свидетельст-

вует о том, что развитие корпоративных моделей будет идти в сторону сближения континентальной и российской моделей управления с американской моделью.

Таким образом, можно сказать, что проблема «владелец–агент» является неотъемлемой частью сферы корпоративных отношений вне зависимости от существующей в стране модели организации корпоративного бизнеса. В этом контексте корпоративное управление в любом воплощении представляет собой систему согласования взаимных интересов менеджеров и акционеров, которая и обуславливает успешное функционирование фирмы. Процедуры согласования интересов должны быть открыты и понятны заинтересованным группам, что позволит им сформировать свое отношение к корпорации. Прозрачность корпоративного бизнеса, в конечном итоге, позволит ему аккумулировать значительные инвестиционные ресурсы, распыленные среди многочисленных потенциальных инвесторов, даже при жесткой конкурентной борьбе за них. Вот почему регулирование взаимоотношений «владелец–менеджер» является решающим условием развития как отдельных корпораций, так и общества в целом.

Повысить ответственность менеджеров перед акционерами корпорации в условиях жесткого финансового ограничения можно через совершенствование механизмов внутрикорпоративного контроля.

### **1.3. Роль внутрикорпоративного контроля в регулировании корпоративных отношений**

Внутрикорпоративный контроль представляет собой деятельность владельцев корпорации, направленную на содействие успешному поддержанию баланса интересов собственников компании и ее менеджеров, а также на оценку финансовых результатов и инвестиций предпринимателей в деятельность фирмы. Важнейшим компонентом контроля является дос-

тижение баланса интересов. Это означает, что формирование корпоративных отношений должно удовлетворять не только интересы инвесторов, но и обеспечивать достаточную самостоятельность менеджерам и создавать условия для их инициативы.

Любой перекося в балансе в ту или иную сторону грозит серьезными проблемами. В случае излишней зарегулированности деятельности менеджеров корпорация неизбежно теряет гибкость, что ослабляет конкурентные позиции предприятия в быстро меняющейся среде. В случае дисбаланса интересов в сторону менеджеров возникает неудовлетворенность акционеров, которые начинают принимать соответствующие меры – от их увольнения до ликвидации предприятия, что невыгодно ни менеджерам, ни владельцам.

Важно помнить, что упор при организации внутрикорпоративного контроля над соблюдением данного рода баланса делается на то, чтобы прежде всего соблюдались интересы крупных акционеров, поскольку чем шире распределяются акции среди акционеров, тем больше возможностей у менеджеров принимать выгодные для себя решения из-за естественной разобщенности владельцев. Первоначально противостояние «владелец–агент» рассматривалось как отношения между миноритарными акционерами и менеджментом корпорации. Ресурсы же крупных собственников позволяли им активно противостоять тем решениям управляющих, которые приводили к снижению отдачи инвестиций. Однако с развитием рынка частных и коллективных инвестиций все большее число владельцев вовлекаются в деятельность, связанную с корпоративным управлением. Результатом бурного развития рынка коллективных инвестиций становится появление таких крупных институциональных инвесторов, как негосударственные пенсионные, паевые инвестиционные, взаимные фонды, которые, с одной стороны, выражают интересы мелких владельцев, с другой, обладают ресурсами, позволяющими им отстаивать свои финансовые интересы.

Функции корпоративного контроля заключается в том, чтобы:

1. оценить отклонения действий менеджеров от интересов акционеров;
2. диагностировать в зависимости от отклонений возможные ухудшения сложившейся ситуации, которые могут повлиять на баланс интересов;
3. определить действия, способные устранить возникшие проблемы и, по возможности, восстановить этот баланс;
4. пересмотреть, возможно, основные параметры баланса интересов.

Реализация этих функций обеспечивает результативность контроля владельцев корпорации за деятельностью наемного менеджмента и, как следствие, успешное функционирование фирмы.

При организации системы внутрикорпоративного контроля необходимо учесть следующие его принципы:

1. Расходы, связанные с корпоративным контролем, не должны превышать его выгоды.
2. Корпоративный контроль должен обеспечивать исполнительным органам фирмы возможность осуществлять текущую деятельность предприятия в интересах акционеров.
3. Внутрикорпоративный контроль должен обеспечивать основные интересы как можно большего числа собственников корпорации.
4. Инструменты внутрикорпоративного контроля должны полно и достоверно характеризовать развитие компании в быстро меняющейся среде.
5. Внутрикорпоративный контроль осуществляется в условиях ограниченности информации о деятельности предприятия и при этом обеспечивает возможность принятия обоснованных решений как настоящими, так и потенциальными инвесторами.

Поясним последнее подробно.

В [15] рассматриваются некоторые проблемы анализа деятельности корпоративных структур. В частности отмечается, что используемые на практике подходы к оценке деятельности корпоративных образований основаны преимущественно на применении сводных оценок роста при ограниченном наборе показателей. Такие показатели, как правило, не охватывают всех аспектов деятельности корпораций и не в полной мере учитывают специфические особенности их формирования и функционирования.

Соглашаясь с подобной точкой зрения, необходимо отметить, что невозможно учесть все аспекты деятельности предприятия, имеющего корпоративную форму собственности. Связано это, прежде всего, с разделением функций владения и управления собственностью. Собственник не принимает участия в оперативном управлении корпорацией, именно поэтому ему не доступна полная информация о деятельности предприятия. Подобная ситуация усугубляется в случае, если акции расплывены между большим количеством акционеров и никто из них не может оказывать существенное влияние на деятельность корпорации. Финансовые отчеты, имеющиеся в распоряжении реальных и потенциальных акционеров и инвесторов, содержат в себе ограниченный набор показателей и информации о результатах деятельности корпораций. Ограниченность информации, используемой в анализе их деятельности, является специфическим признаком корпоративного управления. Соответственно, для инструментария анализа деятельности фирм, особенно применяемого не действующими, а потенциальными инвесторами, должно быть достаточно открытой отчетности.

Еще одним недостатком современных методологических подходов в анализе деятельности корпораций является существенное влияние на результат оценки специфики отрасли и размеров фирмы, что затрудняет межкорпоративные сравнения предприятий различных отраслей, в том числе внутри одного и того же корпоративного объединения. Практика

слабо учитывает тот факт, что необходим инструментарий, позволяющий проводить сравнение предприятий различных отраслей. Более того, институциональные и индивидуальные инвесторы с целью диверсификации рисков стремятся вкладывать денежные средства в корпорации различных отраслей, и инструмент межкорпоративного сравнения предприятий различных отраслей был бы полезен таким субъектам экономики.

Организация внутрикорпоративного контроля опирается на правило раскрытия информации в корпоративном управлении. Без обеспечения доступа акционеров к достоверной информации о результатах деятельности фирмы продуктивный владельческий контроль либо невозможен, либо его последствия будут неадекватны сложившейся ситуации, и в этом случае он также теряет смысл. Поэтому важным аспектом корпоративного управления является предоставление менеджерами своевременной и точной информации по всем существенным вопросам деятельности компании. К ним относятся, например, финансовое состояние, результаты деятельности, вопросы собственности и управления, прогнозируемые риски, информация о количестве и квалификации работников и т.д. Иначе ни акционеры, ни потенциальные инвесторы не смогут оценить качество управления корпорацией, что в свою очередь, в условиях «жесткого финансового ограничения» приведет к недостатку внешних источников финансирования деятельности предприятия и, как следствие, существенным ограничениям в работе самих менеджеров. От результатов деятельности предприятия во многом зависит стоимость менеджеров на рынке труда. Отсюда, менеджеры будут стремиться всячески обеспечивать ожидаемые результаты функционирования корпорации, но в этом им не обойтись без внешнего финансирования. В силу этого, менеджеры, с одной стороны, мотивированы предоставлять полную и достоверную информацию о деятельности фирмы.

С другой стороны, не вся информация может находиться в свободном доступе. В противном случае, сведения об отдельных сторонах дея-

тельности организации, обеспечивающих ей конкурентные преимущества, быстро становились бы достоянием широкого круга субъектов рынка, в том числе прямых конкурентов, и названные преимущества перестали бы быть таковыми. В результате чего предприятие, в лучшем случае, затруднило бы себе достижение поставленных целей, в худшем – понесло ущерб своим интересам. Учитывая это, в разных странах используются различные подходы к решению вопроса и предоставлению информации о деятельности корпорации [39].

Так в Германии акционерам предоставляется только та информация, которая будет способствовать надлежащей оценке вопросов повестки дня общего собрания. В некоторых случаях, руководство корпорации может отказать в предоставлении информации. Во Франции аналогичная ситуация. При этом акционеры могут обратиться за дополнительной информацией заранее и в письменной форме. Ответ в этом случае будет получен только в ходе собрания, за исключением годового отчета, акта инвентаризации, списков управляющих и т.п. В США акционер, обращаясь за информацией, должен обосновать цели ознакомления с ней. Если топ-менеджеры сочтут цель недостаточно обоснованной, они вправе отказать в ее получении. В этом случае компания-конкурент или человек с неблагоприятными намерениями не смогут, купив небольшое количество акций, приобрести тем самым доступ к бухгалтерской и иной информации, чтобы потом использовать ее в корыстных целях.

В России согласно закону [113] в свободном доступе находится лишь следующая информация:

- годовой отчет,
- проспект эмиссии,
- сообщение о проведении общего собрания акционеров.



К внутренним документам и документам бухгалтерского учета, а также протоколам заседаний исполнительного органа доступ имеют только акционеры, имеющие в совокупности не менее 25 % голосующих акций.

Таким образом, хотя раскрытие информации корпорацией имеет решающее значение в обеспечении доверия со стороны акционеров и инвесторов, все же, в конечном итоге, ее объем существенно ограничен в силу как законодательных актов, так и соблюдения интересов самих акционеров в рамках сохранения коммерческой тайны. Поэтому организация контроля со стороны владельцев предприятия осуществляется в условиях ограниченности информации о деятельности общества. Инструмент контроля, а также оценка меры достижения баланса интересов в корпоративных отношениях «владелец бизнеса–менеджер» должны основываться на открытой официальной отчетности корпорации. Следующим шагом владельческого контроля в соблюдении их интересов является их идентификация.

#### **1.4. Координация интересов акционеров и менеджеров в корпоративных отношениях**

В условиях ограниченности информации акционеры, как правило, для нужд владельческого контроля используют данные официальной финансовой отчетности, а именно данные баланса и отчета о прибылях и убытках. При этом разные акционеры используют различные показатели для оценки деятельности менеджмента предприятия. Более того, у каждого акционера свои интересы и приоритеты, которые не всегда совпадают с интересами других акционеров. Это может породить неопределенность с критериями оценки деятельности менеджеров. Неясность в приоритетах акционеров приводит к неоднозначному представлению менеджеров об интересах владельцев. Возникает ситуация, когда менеджмент намеревается действовать в интересах акционеров, но их требования размыты, и со-

блюсти их изначально невозможно. Необходимо так интегрировать требования акционеров между собой, чтобы были соблюдены интересы как можно большего числа владельцев.

В процессе корпоративного управления акционеры корпорации могут ставить перед менеджерами различные цели. Приоритет той или иной цели по-разному трактуется в рамках существующей теории фирмы. Наиболее распространено утверждение, что корпорация должна работать таким образом, чтобы обеспечить максимальный доход ее владельцам. В целом, существуют следующие области максимизации – продажи, прибыль, темпы роста активов и богатство акционеров.

В основе максимизации прибыли лежит предположение классической экономической теории о том, что максимизация прибыли отдельных хозяйствующих субъектов ведет к максимизации всего общественного благосостояния, в том числе состояния владельцев компании. Однако такая цель не может удовлетворять большинство акционеров. Полученная высокая прибыль может быть полностью израсходована на текущие нужды предприятия. В результате фирма лишится возможности формировать финансовые ресурсы, достаточные для поддержания долгосрочного развития, что в будущем приведет к утрате достигнутых конкурентных преимуществ. Более того, получение наивысшей прибыли возможно лишь в условиях высокого уровня риска, в случае реализации которого неизбежно ухудшение результатов функционирования предприятия вплоть до банкротства. Поэтому условие максимизации прибыли может рассматриваться как не единственная, хотя и важная цель функционирования предприятия.

Акционеры – сторонники максимизации объемов продаж – обосновывают следующие доводы. Данный критерий отражает результаты деловой активности предприятия: чем выше продажи, тем выше усилия менеджеров по их достижению. Выручка от реализации показывает также, насколько востребована потребителями продукция предприятия, то есть ха-

рактизует конкурентоспособность предприятия, а значит и перспективы его деятельности.

Предполагается, что объем реализации, отражает, помимо названного, все положительные изменения, происходящие в компании, в том числе в сфере инноваций. Критерий максимизации продаж обосновывается еще и тем, что выражает интересы не только владельцев компании, но и ее менеджеров, которые отождествляют свое положение в обществе с размерами своего предприятия, а не с его доходностью.

Однако такая цель практически не увязана с экономией на издержках. Темпы затрат по обеспечению роста продаж продукции могут обгонять темпы роста доходов от реализации, что снижает норму прибыли и возможности формирования достаточных финансовых ресурсов. Поэтому по аналогии с прибылью объем продаж может выступать в качестве лишь одного из возможных критериев деятельности менеджеров и не является всеобъемлющим показателем, выражающим интересы большинства акционеров.

В составе модели максимизации темпов роста активов, в отличие от предыдущих, присутствует представление о деятельности предприятия в динамике. При этом в качестве показателей, которые характеризуют данное явление, как правило, рассматривается изменение во времени величины активов предприятия, то есть чем больше приросли активы по сравнению с предыдущим периодом, тем успешнее работает корпорация. Впрочем, увеличение стоимости имущества фирмы не всегда сопровождается ростом эффективности. Так приобретение дополнительного оборудования не всегда приводит к увеличению прибыли или выручки, и в этом контексте максимизации стоимости активов не может рассматриваться как главный приоритет акционеров компании. Тем не менее, достоинство данной модели выражается в ее нацеленности на стратегическую перспективу, на обеспечение развития предприятия с течением времени и позволяет ис-

пользовать ее в системе целей финансовой деятельности предприятия в интересах ее акционеров.

В основе подхода максимизации рыночной стоимости акций корпорации лежит предпосылка о том, что повышение благосостояния владельцев компании заключается не в росте текущих доходов в виде дивидендов, а в повышении рыночной цены акций. Учитывая широкое распространение этого подхода в современной рыночной экономике, а также то, что он упорядочивает соотношения всех других целей и гарантирует обеспечение компании капиталом в долгосрочной перспективе, его можно принять в качестве главной, хотя и не единственной цели деятельности менеджеров в интересах владельцев. Однако не всегда инвесторов, особенно в России, интересует рост стоимости компании пусть в недалекой, но перспективе. Иногда значительную часть акционеров интересуют именно текущие дивиденды. Можно привести примеры из российской практики корпоративного управления, когда существенная часть прибыли предприятий направлялась на выплату дивидендов: «Сибнефть», «Северсталь» и др. К тому же, критерий максимизации цены акций применим лишь в условиях равнодоступности информации всем участникам рынка, но, как известно, информация асимметрична, что ограничивает повсеместное использование этой модели.

Наряду с максимизацией рассмотренных параметров, в качестве одного из критериев эффективности деятельности с точки зрения акционеров, может рассматриваться и минимизация транзакционных издержек. Эта модель базируется на том, что минимизация совокупных издержек фирмы снижает совокупные общественные издержки и тем самым увеличивает благосостояние общества. Под транзакционными издержками понимаются затраты по обслуживанию сделок на рынке. Однако экономия затрат может сдерживать развитие предприятия, так как под сокращение могут попасть издержки, которые потенциально существенно способству-

ют улучшению показателей деятельности. Например, расходы на стимулирование сбыта, организацию информационного обеспечения сделок и т.п. В конечном итоге, минимизация транзакционных издержек может привести к сужению масштабов деятельности и другим негативным последствиям в долгосрочной перспективе. Отсюда, представленная модель рассматривается лишь как одно из направлений повышения результативности деятельности хозяйствующего субъекта.

Выше были описаны лишь основные требования акционеров, предъявляемые к работе нанятых ими менеджеров. Однако в составе собственников предприятия могут найтись субъекты, которых интересуют другие аспекты деятельности корпорации. Например, среди других приоритетов акционеров могут быть достижение финансовой устойчивости, пусть даже при небольшом доходе, ликвидности, высокий имидж, возможность принять участие в управлении корпорацией и т.д.

Как видно, интересы акционеров весьма разнообразны, и по этой причине менеджерам практически невозможно удовлетворять интересы большинства из них. Можно заметить, что использование любого подхода основано на росте отдельных показателей деятельности. Предполагается приобретение корпорацией новых качественных признаков, обеспечивающих более высокий уровень выполнения своих функций или приобретение новых. Подобная ситуация характеризует развитие компании, из чего следует, что акционеров прежде всего интересует развитие принадлежащей им фирмы, которое по их мнению выражается ростом тех или иных показателей. Так как инвесторами используются несходные показатели, возникают упомянутые разногласия между самими акционерами и их управляющими в определении их интересов.

Согласование интересов в корпоративных отношениях подразумевает не только соотнесение ожиданий разнородной массы владельцев и сглаживание острых углов в отношениях между собственниками предпри-

ятия с целью получить доверие финансового рынка. Удовлетворение результатами своего труда менеджеров корпорации является не менее важным условием успешного функционирования фирмы, так как именно от них зависит результативность оперативного управления, а значит и ключевые характеристики бизнеса, на которых основаны желания акционеров. Поэтому в достижении баланса интересов в корпоративных отношениях необходимо выделить ту его часть, которая отражала бы ожидания менеджеров.

Безусловно, основанным стимулирующим фактором труда менеджеров является их заработная плата. Однако взаимная удовлетворенность этой стороной корпоративных отношений достигается в момент подписания трудового контракта, заключаемого на определенное время. Это означает, что стороны достигли желаемого баланса интересов в этом вопросе заранее, до вступления в отношения «владелец бизнеса – наемный менеджер». Условия контракта позволяют сохранять подобный баланс на все время действия договора, следовательно, уровень зарплаты не является краеугольным камнем корпоративных отношений. Причины неудовлетворенности положением дел у менеджеров нужно искать за рамками контрактных договоренностей. Необходимо определить выгоду менеджеров неконтрактного характера, мотивирующую их на продуктивную деятельность.

Ранее было замечено, что менеджерам важно их положение в обществе, которое они часто связывают с размерами вверенного им предприятия. Действительно, у всех на слуху имена руководителей крупнейших корпораций, они нередко известны даже людям, далеким от бизнеса. Соответственно их социальный статус очень высок: отношение со стороны окружающих в основном уважительное и почтительное; они составляют экономическую и политическую элиту общества; входят даже на самые высокие этажи государственной власти; их мнение является авторитетным, его

невозможно игнорировать; их возможности оказания всех видов помощи, в том числе благотворительной и социальной, достаточно высоки и т.д. Другое дело руководитель корпорации в небольшом городе с количеством работающих в 50 человек и объемом продаж в 20 тысяч долларов в год. Он остается неизвестным даже для жителей своего города и не имеет тех социальных выгод, которые свойственны топ-менеджерам крупных предприятий.

Размеры предприятия характеризуют следующие показатели: численность работающих, величина совокупных активов и объемы продаж предприятия. Вот почему менеджеры, наращивая названные показатели, часто пренебрегают другими важными характеристиками. Так увеличение активов фирмы зачастую является следствием операций слияния и поглощения, которые сопряжены со значительным риском. Эффект синергии достигается далеко не всегда (по некоторым оценкам более 50 % таких сделок оказываются неудачными [56]), зато гарантированно фирма получает проблемы увеличения расходов, сложности совмещения корпоративной культуры, бухгалтерского учета, стилей управления и т.п. В этих случаях и нарушаются интересы акционеров, хотя изначально они совпадают с интересами менеджеров в части роста активов предприятия. Тем не менее, акционеры не готовы платить такую высокую цену, как ухудшение результатов деятельности предприятия, а значит и их благосостояния, тогда как менеджеры могут быть удовлетворены состоянием дел, потому что их социальный статус как руководителя новой большой структуры будет достаточно высок.

То же самое касается и численности работающих. С одной стороны, сокращение персонала является неприятной, с психологической точки зрения, процедурой для менеджеров, так как в этом случае на них давит груз ответственности за судьбы работников и их семей. Одновременно с этим приходится принимать решения, приводящие к конфликтным и стрессо-

вым ситуациям, создающим условия социальной напряженности в регионе. С другой стороны, численность работников предприятия является показателем его размеров, чем больше людей трудится в компании, тем больший вес имеет она в общественной жизни. Названные факторы подталкивают руководителей предприятия увеличивать штат сотрудников, иногда необоснованно сильно. В то же время владельцы корпорации могут не иметь ничего против увеличения числа работающих на принадлежащем им предприятии. Тем более что наличие определенной социальной ответственности, о которой сейчас так много говорится в России в самых верхних эшелонах власти, в полной мере согласуется с политикой несокращения персонала. Однако они наверняка выдвинут менеджерам дополнительное условие – производительность труда должна расти быстрее количества работающих, иначе экономический потенциал предприятия начнет снижаться вместе с его рыночной стоимостью, что не выгодно собственникам фирмы.

Что касается увеличения выручки от реализации продукции и доли рынка, то здесь интересы менеджеров и акционеров легко пересекаются, как это было показано выше. Однако роста объемов реализации можно добиться разными путями: увеличением расходов на рекламу, повышением комиссионных работникам сбытовых служб, значительным снижением цены продукции и т.д. То есть расширение объема продаж может сопровождаться существенными дополнительными расходами, и если рост расходов будет опережать рост выручки, то акционеры наверняка воспротивятся этому, несмотря на то, что такая ситуация соответствует стремлениям менеджеров.

Поэтому проблема соотношения на первый взгляд совпадающих интересов собственников бизнеса и нанятых ими управляющих является достаточно сложной, зависимой от множества разнородных факторов, и для ее решения необходимы нетрадиционные подходы, учитывающие сложные



взаимосвязи, обусловленные многообразием интересов, их нюансами и структурой.

В практике корпоративного управления проблема согласования интересов, как правило, решается с помощью опционов на покупку акций управляемых менеджерами компаний. Чем выше рыночная цена акций на момент исполнения опциона, тем большую прибыль получают от реализации права покупки менеджеры. Считается, что тем самым управленцы и собственники помещаются в одну финансовую лодку. Однако в реальности эти лодки сильно разнятся. Так выдающийся инвестор современности Уоррен Баффет в своей книге выступает с критикой подобной системы, приводя следующие доводы [3]. Для увеличения доходов корпорации менеджеры придерживаются принципа «получаешь больше, если вкладываешь больше». То есть для этого не надо прилагать каких-то экстраординарных усилий, достаточно просто увеличить капитал. Легче всего это сделать за счет нераспределенной прибыли: чем больше прибыли предприятия остается нераспределенной, тем больше прирост капитала и, следовательно, прибыли. Уместно заметить, что нераспределенная прибыль – это доход корпорации, не поступающий в карман собственника. Получается, что менеджер предприятия работает тем успешнее, чем больше он залезает в карман владельца. В этом случае управляющие выигрывают в стоимости опциона за счет нераспределенной прибыли, а не потому, что так хорошо распоряжаются капиталом, находящимся в их руках. Менеджер получит существенную прибавку к жалованию за счет акционера, просто удерживая большую часть прибыли собственника, причем, как правило, независимо от результативности своей деятельности. На основании изложенного, можно сказать, что координация интересов руководства и акционеров корпораций путем предоставления фондовых опционов неявно усиливает разделение интересов, вызванное этими опционами.

Таким образом, необходим отличный от существующих инструмент координации корпоративных отношений, позволяющий осуществлять результативный владельческий контроль за деятельностью менеджеров с учетом согласования широкого спектра разнородных интересов.

Перед тем как перейти к построению инструментария согласования интересов, отметим еще один момент. В настоящее время все шире распространяются подходы к управлению предприятием, основанные на согласовании интересов не только акционеров и менеджеров, но и других заинтересованных сторон, оказывающих на деятельность предприятия не меньшее влияние. Среди них можно упомянуть сбалансированную систему показателей [133] и призму эффективности [68]. Не вдаваясь в подробности упомянутых технологий управления, отметим лишь их общую основу, важную в контексте рассматриваемого нами вопроса.

Родоначальники названных методов полагают, что самый лучший способ обеспечения длительного существования и успеха организации – это умение думать о желаниях и потребностях всех важных заинтересованных сторон в бизнесе и стремиться к тому, чтобы приносить выгоду каждой из них. Концентрация внимания только на ограниченном количестве заинтересованных сторон, внешне кажущихся самыми влиятельными (обычно это акционеры), игнорирование желаний и нужд остальных – признаки недальновидности в современном, насыщенном информацией мире. Чтобы понять, какое влияние могут оказать другие заинтересованные стороны: потребители, наемные работники, поставщики, регулятивные органы, законодатели и т.д., в подтверждение приводится опыт крупнейших корпораций. Поэтому исходное условие о ценности акционера в определенной степени и справедливо, но не учитывает ряд проблем, с которыми может столкнуться предприятие. Дело в том, что владельцы компании не могут самостоятельно выделить главное и таким образом определить, какие критерии бизнеса следует измерять. Включение более широкого спек-

тра заинтересованных сторон в систему измерения, которое проливает свет на то, как организация регулирует свои отношения с каждой из заинтересованных сторон, – это важнейший аспект новой зарождающейся среды бизнеса.

Соглашаясь с намеченной тенденцией, необходимо, тем не менее, заметить, что вкладом одной из таких заинтересованных сторон – акционеров – является капитал для развития фирмы и ее долгосрочная поддержка, сопряженная с принятием большого риска. Ни одна из других заинтересованных сторон не может сделать подобного вклада. Без начального капитала фирма просто-напросто не может даже существовать, не говоря уже об осуществлении хозяйственной деятельности. В силу этого можно сказать, что отношения между акционерами и менеджерами являются важнейшими в концепции удовлетворения интересов заинтересованных сторон. Вот почему в настоящей работе рассматриваются лишь отношения «владелец бизнеса–управляющий», и дальнейшее изложение будет посвящено вопросу согласования интересов именно этих заинтересованных сторон.

По материалам первой главы можно сделать следующие выводы.

1. В своем организационном развитии фирмы проходят три этапа: простая форма, функциональная, дивизиональная. Последняя создает предпосылки для разделения функций владения и управления, являющимися основой корпоративного бизнеса. Можно сказать, что корпоративная форма хозяйствования представляет собой естественный завершающий этап эволюции любой фирмы.

2. Изменения внешней среды и ограниченность ресурсов вынуждают предпринимателей использовать в своей деятельности передовые практики управления, в том числе в организационно-правовой форме своего бизнеса. Этим условиям наилучшим образом соответствует корпоративная форма

организации, чему способствуют ее основные преимущества перед другими формами: стратегическая направленность, возможность аккумуляции значительных финансовых ресурсов, доступность большинства имеющихся источников финансирования, ограниченная ответственность владельцев, неограниченная область деятельности, быстрый переход права собственности, диверсификация рисков. Все это обусловило ведущую роль корпораций в современной экономике не по их числу, а по итоговым показателям деятельности.

3. Специфические условия формирования институциональной среды корпоративного управления в России определили для отечественных специалистов понимание корпораций как крупных интегрированных хозяйственных систем. Основное их внимание, как правило, сосредоточено на строении и внутренней форме организации объектов, что мешает акцентировать внимание на сути корпорации. Особенно наглядно непонимание корпоративного духа проявилось у предприятий в отношении выплат дивидендов и неформальности доверительных отношений между владельцами и менеджерами фирмы.

4. В России отношение к интересам инвесторов неоднозначно. В раскрытии финансовой информации российские корпорации существенно преуспели, тогда как неконтролируемость деятельности исполнительных органов и отсутствие адекватных систем контроля финансово-хозяйственной деятельности оставляет желать лучшего. Однако в настоящее время в сфере российского корпоративного менеджмента происходят позитивные изменения в части выстраивания корпоративных отношений между владельцами и менеджментом компаний, и в ближайшем будущем эта сторона корпоративного управления в российской практике приблизится к лучшим мировым стандартам.

5. Несмотря на очевидные преимущества корпоративной формы хозяйствования, разрыв между функцией владения и функцией управления

приводит к сложной проблеме «владелец–агент». Здесь акционеры рассматриваются в качестве нанимателей менеджеров-агентов, деятельность которых должна быть направлена на увеличение богатства собственников. На практике это происходит далеко не всегда, что и порождает главную проблему корпоративных отношений – согласование интересов верхнего и низового уровня корпоративного управления, владельцев и нанятых ими менеджеров. В практике отечественного корпоративного управления появились механизмы, основанные на данном признаке корпоративных отношений.

6. Причины несовпадения интересов акционеров и менеджеров могут носить как позитивный характер, когда менеджеры, желая стабильности своего регулярного дохода, заботятся о долгосрочном развитии предприятия, иногда в ущерб краткосрочным интересам собственников, так и негативный оттенок, когда менеджеры обогащаются за счет нанесения прямого ущерба состояниям владельцев.

7. Решение проблемы «владелец–агент» специалистами, как правило, ищется в правовой плоскости, которая является одним из главных условий существования организации. Однако в основу разрешения данной коллизии должно лечь базовое свойство капитала – приносить доход его владельцам. В противном случае теряется сам смысл существования корпорации.

8. Проблема «владелец–агент» является неотъемлемой в сфере корпоративных отношений независимо от принятой в стране модели корпоративного бизнеса. Значит, корпоративное управление в любом воплощении представляет собой согласование взаимных интересов акционеров и менеджеров.

9. В основе успешного поддержания баланса интересов собственников фирмы и нанятых ими менеджеров лежит владельческий, внутрикорпоративный контроль. Считается, что он направлен, прежде всего, на со-

блюдение интересов держателей крупных пакетов акций. Тем не менее, в настоящее время, благодаря развитию рынка коллективных инвестиций, миноритарные акционеры вполне способны оказывать различного рода давление на фирму и тем самым способствовать учету их интересов.

10. Владельческий контроль, несмотря на право акционеров получать необходимые сведения о деятельности корпорации, осуществляется в условиях ограниченности информации. Следовательно, инструментарий согласования интересов в корпоративных отношениях должен опираться на данные открытой финансовой отчетности. Это является специфическим признаком корпоративного управления.

11. Потенциальные инвесторы, осуществляющие отбор объектов инвестирования, в качестве одного из главных критериев применяют уровень соблюдения экономических интересов акционеров. Для адекватной оценки деятельности корпораций инвесторам необходим «контрольно-измерительный прибор», позволяющий проводить межкорпоративные сравнения предприятий различных отраслей, без учета их специфики и размеров, то есть тех факторов, какие трудно оценить неискушенному инвестору, большинство из которых таковыми и являются.

12. В корпоративных отношениях необходимо согласовывать не только интересы акционеров и менеджеров, но и интересы акционеров между собой. Каждый из указанных субъектов использует различные показатели в качестве количественного выражения своих интересов, которые зависят от принятых ими приоритетов. Такое многообразие интересов порождает неопределенность с критериями оценки их совпадения. Это в свою очередь затрудняет работу менеджерам по достижению баланса интересов, что в конечном итоге может привести к неудовлетворенности акционеров деятельностью управленцев, хотя их намерения и были устремлены к росту богатства владельцев. Необходимо обобщить и взаимоувязать интересы большинства участников корпоративных отношений для внесения ясности

в вопрос идентификации «коллективного» корпоративного интереса и установления его баланса.

13. В качестве основных интересов акционеров и менеджеров, как правило, рассматривается один из следующих: выручка от реализации, совокупные активы, прибыль, рыночная стоимость, численность работников. При всей важности каждого из показателей, их можно рассматривать лишь в качестве одного из возможных критериев успешного функционирования организации. Более того, удовлетворение одного из рассматриваемых интересов, вызывает недовольство достижением другого, и тем самым усугубляет проблему согласования интересов. Поэтому названные параметры необходимо увязать в системе целей финансовой деятельности предприятия в интересах большинства участников корпоративных отношений.

14. Материальные потребности менеджеров оговариваются условиями контрактов. Следовательно, причины, мотивирующие деятельность управленцев в интересах владельцев, нужно искать за рамками договорных отношений. При этом интересы акционеров и менеджеров изначально могут совпадать, но различаться в части путей их достижения и конечных результатов. При решении проблемы согласования интересов необходимо использовать подходы, учитывающие сложные их взаимосвязи, обусловленные многообразием, нюансами и структурой.

15. Решение проблемы согласования интересов в корпоративных отношениях на основе опционов на самом деле лишь усиливает разделение интересов, вызванное этими опционами. Это происходит потому, что в этом случае управляющие выигрывают в стоимости опциона за счет нераспределенной прибыли, фактически выкладываемой из кармана акционеров, а не потому, что эффективно распоряжаются предоставленным капиталом. Необходим новый инструмент координации корпоративных отношений с учетом согласования широкого спектра разнородных интересов.

16. Некоторыми специалистами отмечается, что согласованию подлежат интересы не только акционеров и менеджеров, но и других заинтересованных групп, таких как: клиенты, государственные органы, поставщики и т.п. Но благодаря вкладу акционеров в деятельность предприятия в виде капитала, которому оно обязано своим существованием и развитием, отношения владельцев и менеджеров являются главным приоритетом и исходным пунктом в системе отношений заинтересованных сторон, поэтому требуют первоочередного рассмотрения.



## **2. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ**

### **2.1. Предпосылки повышения обоснованности оценок результативности корпоративного менеджмента**

Построение действенного механизма финансового контроля собственников над деятельностью нанятых ими менеджеров следует начинать с конструирования системы измерения сбалансированности интересов в корпоративных отношениях. В противном случае, невозможно принимать решения и реализовывать их без определения достигнутых результатов, которые выступают исходным пунктом в установлении баланса интересов. Именно оценка степени сбалансированности множества потребностей заинтересованных участников корпоративных отношений является необходимой информацией при их регулировании. Система измерения сбалансированности интересов обеспечивает принятие обоснованных решений и мер, поскольку она в количественном выражении определяет результативность выполненных действий на основе сбора, сопоставления, сортировки, анализа и интерпретации соответствующих данных.

В основе названной системы измерений должен лежать показатель результативности, то есть определение границ, сути и составляющих частей одного обобщенного критерия. Потенциальными составляющими данного критерия могут являться различные аспекты удовлетворения корпоративных интересов, о которых субъекты рынка могут собрать данные, например объемы реализации, сумма чистой прибыли, численность работающих и т.д.

Рассмотрим некоторые наиболее распространенные подходы к оценке степени сбалансированности корпоративных интересов.

### 2.1.1. Оценка результатов деятельности корпораций методами финансового анализа

Нанимая менеджера – агента для увеличения собственного благосостояния, владельцы фирмы – хозяева ставят перед ним определенные цели. Отсюда естественным было бы предположить, что достижение намеченных ориентиров свидетельствует о деятельности управляющих, в полной мере соответствующей стремлениям акционеров. В свою очередь уровень достижения или перевыполнения плановых показателей мог бы характеризовать степень сбалансированности корпоративных интересов, особенно если среди поставленных целей присутствуют цели, адекватные, в том числе, и желаниям менеджеров. Достаточно простой и понятный механизм внутрикорпоративного контроля, легко осуществляемый на практике акционерами-инсайдерами, непосредственно участвующими в работе корпорации. Однако при его применении может возникнуть ряд подводных камней. Покажем это на простом примере.

Таблица 2.1

Темпы роста показателей сбалансированности корпоративных отношений  
за три года

Показатель	Темпы роста, %		
	1 год	2 год	3 год
Выручка от реализации	105	106	117
Совокупные активы	102	108	120
Чистая прибыль	110	112	115

Пусть в качестве главных приоритетов акционеры выдвигают достижения определенных значений показателей выручки от реализации, чистой прибыли и суммы совокупных активов. В этих требованиях присутствует и забота о нуждах менеджеров, предпочитающих управлять крупными компаниями и стремящихся к росту выручки и активов. Допустим также, что

по всем намеченным характеристикам произошло их превышение, а темпы роста показателей за три года составили (таблица 2.1).

Такое представление информации, скорее всего, послужит основой утверждения, что за последние годы деятельность менеджеров по балансированию корпоративных интересов находится на высоком уровне и, более того, имеет тенденцию к улучшению. Темпы роста представленных показателей только подтверждают это. Все более быстрыми темпами растут целевые характеристики. Тем не менее, произведем простое преобразование таблицы. Заменяем значения темпов роста рангами этих характеристик, рассчитанными в порядке неубывания. Ранжирование позволит сравнить, какой из показателей растет более быстрыми темпами, а какой медленнее всего. Результаты ранжирования представлены в таблице 2.2.

Таблица 2.2

Ранги темпов роста показателей сбалансированности корпоративных отношений за три года

Показатели	Ранги темпов роста		
	1 год	2 год	3 год
Выручка от реализации	2	3	2
Совокупные активы	3	2	1
Чистая прибыль	1	1	3

Специалистами в области корпоративных финансов отмечается так называемое «золотое» правило: «Темп роста прибыли должен быть больше темпа роста выручки, последний должен быть больше темпа роста активов...» (см. например [35,38]).

Исходя из этого, не проводя специальных расчетов, можно увидеть, что, несмотря на ежегодное превышение плана по отдельным показателям корпоративных интересов, а также ускорение темпов их роста, положение во втором году ухудшилось, а не улучшилось, а к третьему году еще более усугубилось.

Аналогичная ситуация складывается и в случае недостижения намеченных целей. Предположим, что в связи с изменением рыночной конъюнктуры или в результате действия факторов, неучтенных по каким-либо причинам при установлении целевых нормативов деятельности менеджеров, произошло невыполнение плановых показателей. Обеспокоенные этим фактом акционеры могут воспринять это как сигнал деятельности менеджеров, направленной против их интересов. От степени расхождения намеченных и фактических результатов будет зависеть реакция владельцев фирмы и предпринятых ими действий: от лишения менеджеров их бонусов до увольнения. Но в действительности подобная ситуация может возникнуть и не по вине управляющих, а вследствие, например, ухудшения конъюнктуры рынка или недостатков планирования ключевых параметров бизнеса собственниками предприятия. Рассмотрим простой пример (таблица 2.3).

Таблица 2.3

Темпы роста показателей сбалансированности корпоративных отношений за три года

Показатель	Темпы роста, %		
	1 год	2 год	3 год
Выручка от реализации	103	101	97
Совокупные активы	105	95	94
Чистая прибыль	101	98	98

Вряд ли акционеры планировали снижение рассматриваемых характеристик деятельности, можно утверждать, что произошло невыполнение задач, поставленных ими. В допущении такого положения вещей будут обвинены менеджеры, хотя ухудшение показателей деятельности может произойти и по причинам, не зависящим от них. Необходимо проверить, были ли менеджерами предприняты усилия по удовлетворению интересов большинства участников корпоративных отклонений или нет? Для этого

преобразуем таблицу, заменяя значения темпов роста их рангами (таблица 2.4).

Таблица 2.4.

Ранги темпов роста показателей сбалансированности  
корпоративных отклонений за три года

Показатели	Темпы роста, %		
	1 год	2 год	3 год
Выручка от реализации	2	1	2
Совокупные активы	1	3	3
Чистая прибыль	3	2	1

Из таблицы можно увидеть, что, несмотря на абсолютное снижение показателей деятельности, менеджментом корпорации были приняты все усилия для выравнивания ситуации и сохранения баланса интересов, даже в условиях ухудшения конъюнктуры. К третьему году работа менеджеров улучшилась, а не наоборот, как могло показаться на первый взгляд.

Поэтому объемные характеристики результатов, взятые изолированно, не в состоянии выразить то, что пытаются выразить с их помощью.

У этого подхода, кроме обозначенного недостатка, есть и другие отрицательные моменты:

- он не позволяет производить оценку сбалансированности корпоративных интересов аутсайдерам-акционерам, не причастным к непосредственной работе корпораций. Цели, которые ставят собственники предприятия перед своими управляющими, не публикуются в доступной отчетности, это затрудняет оценку степени соответствия фактических результатов деятельности намеченным ориентирам;

- в силу отмеченных выше моментов данный подход не может использоваться для проведения межкорпоративных сравнений;

- прогнозы собственников предприятия в отношении его развития, как правило, бывают излишне оптимистичны, а цели, как следствие, не-

обоснованно завышены. Расхождение прогноза по финансовым показателям с реально достигнутым приводит к падению акций компании на фондовом рынке, например, случай с одним из крупнейших российских предприятий розничной торговли «Пятерочка» в декабре 2005 года [74]. Падение курса акций приводит к неудовлетворенности акционеров, так как их благосостояние, частью которого является рыночная стоимость принадлежащих им акций, снижается. Причины этого ищутся владельцами в работе менеджеров, хотя изначально подобная ситуация заложена в недостатках планирования. Поэтому регулирование корпоративных отношений на основе установления целевых показателей деятельности, пусть даже и согласованных на всех уровнях корпоративного управления, своими непредсказуемыми последствиями чревато как для собственников предприятия, так и нанятых ими менеджеров. Учитывая, что при прогнозировании нельзя полностью устранить неопределенность, координация интересов в корпоративном управлении, основанная на названном подходе, неявно содержит в себе зерно конфликта, с ущемлением интересов всех заинтересованных сторон. Отсюда, нормативы сбалансированности корпоративных отношений должны быть определены с помощью иного подхода.

Следующим достаточно распространенным подходом оценки результатов деятельности корпоративных структур являются **методы финансового анализа** [15, 40, 118, 120]. В рамках проводимого анализа выбирают наиболее подходящие финансовые показатели, которые наилучшим образом характеризовали бы различные аспекты деятельности предприятия. На основе анализа их значений делаются определенные выводы, при этом чаще всего прибегают к сравнению. В качестве базы сравнения некоторые аналитики применяют абсолютные стандарты. Другие аналитики сравнивают коэффициенты компании с коэффициентами «средней» фирмы той же отрасли или конкурентами, чтобы обнаружить отличия, которые могут стать предметом дальнейшего рассмотрения. Еще одни анализируют раз-

ложение показателей, используя взаимосвязи входящих в него элементов, например, формулу Дюпона.

Достоинство вышеуказанных приемов – в возможности приводить межкорпоративные сравнения. Так рейтинги некоторых информационных агентств, например «Эксперт РА» или журнала «Деньги», построены именно по этому принципу. Приводятся некоторые показатели результатов деятельности нескольких крупнейших российских корпораций: выручка от реализации продукции, балансовая прибыль, чистая прибыль, капитализация и т.д. Далее предприятие ранжируется и сравнивается по одному из этих показателей. Анализируя эти рейтинги, любой субъект рынка, будь то акционер или потенциальный инвестор, могут получать информацию о размере предприятия, изменении результатов деятельности во времени, а также о финансовых показателях, являющихся предметом пристального внимания со стороны собственников предприятия и тех, кто собирается ими стать.

Тем не менее, сравнительный анализ не устраняет других проблем, связанных с оценкой деятельности корпорации. Так, следование принятым стандартам и превышение среднеотраслевых значений по отдельным показателям еще не гарантирует успешное функционирование по их совокупности. В качестве примера можно привести ситуацию из таблиц 1 и 2, только в качестве итогов деятельности нужно взять не степени достижения поставленных целей, а уровень соответствия абсолютным стандартам или среднеотраслевым показателям. Ситуация становится еще более непонятной, если по некоторым параметрам наблюдается превышение намеченных значений, а по другим нет. Нельзя определенно сказать, как оценить такие результаты и усилия менеджеров по достижению баланса интересов участников корпоративных отношений. Приведем простой пример, иллюстрирующий вышесказанное. Одна из крупнейших российских корпоративных структур АФК «Система» достигла следующих результатов в своей хозяйственной деятельности, данных в таблице 2.5.

## Финансовые показатели АФК "Система" за период 1999-2002 г.г.

Коэффициенты	Обозначение	Формула	Периоды				Динамика реальная	Динамика рекомендуемая
			1999	2000	2001	2002		
<b>Показатели ликвидности</b>								
Коэффициент покрытия	К <sub>П</sub>	Оборотные активы	0,639	0,607	0,852	0,869		
		Текущие обязательства						
Коэффициент ликвидности	К <sub>Л</sub>	Оборотные активы — Запасы и незавершенное производство	0,537	0,545	0,789	0,798		
		Текущие обязательства						
<b>Показатели деловой активности</b>								
Коэффициент оборачиваемости запасов	К <sub>ОЗ</sub>	Годовая выручка за реализованную продукцию	14,22	14,82	16,73	15,01		
		Товарно-материальные запасы						
Средний срок инкассации	К <sub>И</sub>	Дебиторская задолженность	66,02	82,31	59,85	62,37		
		Годовая выручка за реализованную продукцию/360						
Коэффициент окупаемости совокупных активов	К <sub>ОА</sub>	Годовая выручка за реализованную продукцию	0,544	0,386	0,373	0,388		
		Совокупные активы						
Коэффициент окупаемости основного капитала	К <sub>ООК</sub>	Годовая выручка за реализованную продукцию	0,892	0,773	0,852	0,939		
		Основной капитал						
<b>Показатели структуры капитала</b>								
Коэффициент "квоты собственника"	К <sub>КС</sub>	Долгосрочный долг	0,825	0,329	0,650	0,573		
		Акционерный капитал						
Коэффициент задолженности	К <sub>ЗД</sub>	Совокупный долг	0,660	0,604	0,603	0,578		
		Совокупные активы						
Коэффициент покрытия процентов	К <sub>ПП</sub>	Доход до выплаты процентов и налогов	6,962	5,358	5,751	5,519		
		Процентные платежи						
<b>Показатели прибыльности</b>								
Норма рентабельности	К <sub>НР</sub>	Доход после выплаты процентов и налогов	0,117	0,194	0,196	0,189		
		Совокупная выручка						
Норма доходности активов	ROA	Доход после выплаты процентов и налогов	0,064	0,075	0,073	0,073		
		Совокупные активы						
Норма доходности акционерного капитала	ROE	Доход после выплаты процентов и налогов	0,211	0,225	0,261	0,292		
		Акционерный капитал						



Из таблицы 2.5 видно, что многие показатели имеют динамику, отличную от желательной:

- Даже среди однотипных показателей, рассматриваемых в рамках одной группы, тенденции результатов могут значительно различаться.
- Имея подобную противоречивую динамику показателей, невозможно установить конечный результат действия совокупности рассматриваемых факторов, то есть выявить, насколько успешно развивался исследуемый объект.
- Затруднительно определить, какие сферы управления предприятием являются наиболее проблемными.

Указанная ситуация является типичной. Поэтому для эффективного управления корпоративными отношениями в современной экономике необходимы более информативные методы учета и анализа данных, чем применяемые традиционно.

Следующим недостатком подходов, используемых в традиционном финансовом анализе, является то, что проводить межкорпоративные сравнения подобным образом желательно среди фирм одной отрасли, так как каждая отрасль имеет свои тенденции развития, «средние» показатели, капиталоемкость и т.д. Поэтому, проводя такой сравнительный анализ, необходимо учитывать специфику отрасли, что не всегда представляется возможным. Во-первых, конкретный инвестор не может быть компетентным специалистом во всех отраслях, где он осуществляет инвестиции. Во-вторых, отрасли могут быть настолько разнородны, например информационные технологии и добыча полезных ископаемых, что прямое сопоставление предприятий этих отраслей не имеет смысла. Однако инвестор в поиске наилучших для себя объектов вложений имеет потребность в осуществлении подобного сравнения.

При рассмотрении показателей изолированно, как это было показано выше, оценка деятельности корпоративного менеджмента может дать

весьма неоднозначные результаты. Как следствие, потребность в интегральных показателях, обобщающих отдельные результаты деятельности компаний со стороны инвесторов и акционеров, вполне объяснима. Кроме того, большинство субъектов рыночных отношений – собственники, кредиторы, инвесторы, банки, государственные органы – заинтересованы в однозначной оценке предпринимаемых менеджментом компаний действий. Такую оценку можно получить разными методами и с использованием различных критериев.

Среди возможных решений построения обобщающих показателей можно упомянуть формулу Дюпона [15, 40, 120]:

$$PA = \frac{ЧП}{СА} = \frac{ЧП}{ВР} \cdot \frac{ВР}{СА}, \quad (2.1)$$

где  $PA$  – рентабельность активов;

$ЧП$  – чистая прибыль;

$СА$  – совокупные активы предприятия;

$ВР$  – выручка от реализации продукции.

Рентабельность активов рассматривается как функция показателей рентабельности продукции и оборачиваемости капитала (деловой активности), а также производных от них характеристик. Раскладывая далее эту формулу, можно оценить, как влияет состояние отдельных аспектов деятельности предприятия на итоговый результат, выражаемый показателем рентабельности. Рентабельность активов является важной характеристикой использования менеджерами капитала, инвестированного в деятельность предприятия, в том числе и собственниками корпорации. Поэтому его можно использовать как один из возможных показателей оценки работы менеджеров, однако он отражает лишь незначительный аспект корпоративных отношений, и не может использоваться в качестве критерия сбалансированности интересов акционеров и менеджеров. Этому есть несколько причин.

1. Представленный показатель не выражает интересы менеджеров предприятия. Его рост возможен либо при увеличении числителя, то есть чистой прибыли, либо при уменьшении знаменателя – совокупных активов. Этим предписывается менеджерам обеспечивать получение как можно большей прибыли при снижении, по крайней мере, невозрастании, суммарного капитала. Что, как было показано выше, не отвечает их интересам.

2. Разным отраслям соответствуют неодинаковые показатели рентабельности, что не снимает проблему учета отраслевой специфики при межкорпоративном сравнении.

3. У акционеров компании могут быть различные требования в отношении рассматриваемой характеристики. Соответственно, в рядах собственников фирмы могут наблюдаться несовпадающие оценки по поводу работы менеджеров в их интересах. Это значит, что какая-то часть акционеров будет удовлетворена работой менеджеров, а какая-то – нет, что добавляет остроты в проблему согласования корпоративных интересов между владельцами фирмы. Кроме того, аргументы функции рентабельности выражают всего несколько возможных вариантов интересов акционеров, в данной формуле используются всего три параметра. Интересы же собственников простираются на большой спектр результатов корпоративного управления.

4. Значением данного показателя легко манипулировать с помощью бухгалтерской отчетности, что весьма актуально в свете корпоративных скандалов в американской экономике, в результате которых ряд компаний, осуществлявших подобные действия, хотя и в рамках закона, обанкротились и прекратили свое существование. Среди них были даже очень крупные корпорации. Действительно, приемы и методы бухгалтерского учета, установленные законодательством, позволяют увеличивать сумму чистой прибыли в отчетности и совершать аналогичные действия по занижению суммы активов предприятия. Поэтому желательно применять такой свод-

ный показатель, при расчете которого использовалось бы больше показателей, взаимосвязанных между собой, чтобы затруднить возможность манипуляции данными. Требование взаимоувязки показателей в этом контексте является очень важным, иначе одним лишь изменением числа показателей, употребляемых в процессе оценки корпоративных интересов, проблему достоверности финансовых отчетов не решить.

Этими же специалистами в качестве наиболее важного показателя, контролируемого акционерами, называется рентабельность собственного капитала:

$$PCK = \frac{ЧП}{СК}, \quad (2.2)$$

где  $PCK$  – рентабельность собственного капитала;

$ЧП$  – чистая прибыль;

$СК$  – сумма собственного капитала.

Его важность именно для акционеров проявляется в том, что при его расчете используется только капитал, представленный собственниками, и он характеризует отдачу на этот капитал. В какой-то степени он тоже может служить для оценки деятельности менеджеров, но в отличие от предыдущего показателя еще в меньшей степени соответствует их интересам. Кроме того, рентабельности собственного капитала, как интегральному показателю, присущи отмеченные выше недостатки.

### **2.1.2. Рейтинговые оценки корпоративного управления**

Помимо показателей рентабельности, в качестве сводных характеристик деятельности корпораций часто, особенно информационными агентствами, используются рейтинговые оценки. Суть их заключается в том, что каждому оцениваемому показателю присваивается соответствующий вес

(значимость). Далее, умножая показатель на его вес и суммируя, выводим обобщающую оценку:

$$P = \sum_{i=1}^u Z_i \cdot \Pi_i, \quad (2.3)$$

где  $P$  – рейтинговая оценка деятельности предприятия;

$Z_i$  – значимость  $i$  – го показателя;

$\Pi_i$  – значение  $i$  – го показателя.

Весовые коэффициенты показателей при этом определяются экспертным путем. Поскольку подобная рейтинговая оценка формируется на основе субъективных мнений экспертов, то существует ненулевая вероятность ошибки приоритетности, возникающая в результате оценки на основе предпочтения, отдаваемого оценивающим одному или нескольким показателям, и влияние этих предпочтений на общую оценку. Помимо этого существенного недостатка, рейтинговая оценка, построенная подобным образом, малоинформативна. На ее основе можно лишь сделать вывод в том, какое место анализируемое предприятие занимает среди других фирм, а значит, выяснить, лучше или хуже работала за определенный период организация относительно других. Причем вопрос, насколько хуже или лучше, остается невыясненным. Кроме того, сравнивая предприятие с другими субъектами рынка, нельзя забывать, что не известно, хорошо или плохо работают фирмы, с которыми производится сравнение. В этом случае не исключена ситуация, когда лучшим в списке является предприятие с посредственными результатами деятельности.

В книге [120] предлагается улучшенная **методика рейтинговой оценки**, устраняющая некоторые недостатки оценок, основанных на мнениях экспертов. Интегральный показатель формируется в результате сравнения с наилучшими результатами по всей совокупности анализируемых предприятий. Изложим вкратце суть его построения.

Показатели сравниваемых предприятий записываются в виде матрицы  $(K_{ij})$ . Строки в ней соответствуют номерам показателей, а столбцы – номерам предприятий. Далее, для каждого показателя определяется эталонное значение. Это может быть максимальное или минимальное значение среди сравниваемых фирм, общепризнанный норматив, максимально возможное значение и т.д. Эталонное значение показателей вставляется дополнительным нормирующим столбцом в сформированную матрицу. Затем по показателям этого столбца нормируется матрица  $(K_{ij})$ . В результате

получаем матрицу  $\left( \hat{K}_{ij} \right)$ , элементы которой представляют собой:

$$\hat{K}_{ij} = \frac{K_{ij}}{opt_i} \leq 1, \quad (2.4)$$

где  $opt_i$  – значение  $i$ -го показателя из нормирующего (эталонного) столбца.

Рейтинговая оценка, рассчитываемая таким способом, примет вид:

$$P = \sqrt{\sum_i \left( 1 - \hat{K}_{ij} \right)^2}. \quad (2.5)$$

Она показывает расстояние от точки с координатами из нормированных показателей анализируемого предприятия до точки с единичными координатами, соответствующей эталонному предприятию.

Существенным улучшением данной методики является отказ от использования экспертных оценок. Кроме того, в настоящем подходе присутствует представление об эталонном предприятии и эталонных значениях показателей. В отличие от предыдущего способа оценки, определяя отклонение деятельности рассматриваемого предприятия от эталонного, можно дать достаточно внятную интерпретацию достигнутым результатам. Учитывая многочисленные достоинства рассмотренного подхода, отметим,

однако, ряд моментов, сдерживающих его применение в анализе деятельности корпораций и определении степени сбалансированности корпоративных интересов.

Формирование показателей эталонного предприятия из наилучших значений по всей совокупности сравниваемых организаций представляется достаточно сомнительным. При установлении в качестве эталона наивысших значений показателей по предприятиям, неявно предполагается, что это максимально возможные значения. Однако уже в следующем периоде это значение может быть превышено любым предприятием из анализируемого списка. Получается, что разным моментам времени соответствуют различные эталонные значения показателей и, соответственно, несоизмеримой будет мера отклонения от образца. Так, по сравнению с предыдущим периодом какое-то предприятие может снизить отставание от образцового гипотетического предприятия, и вроде бы можно судить об относительном успехе фирмы. Однако если снизились показатели самого эталона, то вряд ли с уверенностью можно утверждать то же самое. Вообще эталонные показатели – это то, к чему должно стремиться и чем должно руководствоваться в своей деятельности каждое предприятие. Взяв курс на достижения лучших показателей и получив их изменение через некоторое время, мы увидим, что фирма стремилась далеко не к тому, к чему предполагалось. Отсюда следует: раз ориентиры меняются со временем, то для построения сводных оценок рекомендуется использовать динамическое представление об эталонном развитии фирмы, чего нет в данном подходе.

Далее необходимо отметить, что в представленной методике не учитываются взаимосвязи показателей, подобные «золотому правилу», описанному выше: «Темп роста прибыли должен быть больше темпа роста выручки, последний должен быть больше темпа роста активов и т.д.». Рассмотрим абстрактный пример, не претендующий на полноту, но способный продемонстрировать сказанное. Пусть некоторая группа сравнивае-

мых предприятий достигла следующих результатов своей деятельности (таблица 6).

Взяв в качестве эталонных значений максимальные по всем предприятиям из списка, получим показатели деятельности эталонного предприятия, указанные в крайнем правом столбце таблицы. Данное предприятие будет являться лучшим, с его результатами сравниваются показатели анализируемых предприятий. Однако видно, что для этого предприятия не соблюдается «золотое правило» – темп роста активов выше темпа роста выручки, а тот в свою очередь превосходит рост прибыли. Сложившаяся ситуация противоречит «золотому правилу», финансовое состояние фирмы ухудшилось, следовательно ее показатели не могут выступать в роли образцовых, хотя методикой предписано считать их таковыми. Приведенный пример еще раз показывает, насколько может измениться оценка, если рассматривать результаты деятельности организации корпоративной структуры в динамике.

Таблица 2.6

**Результаты деятельности предприятий за отчетный период выраженные темпами роста показателей, %**

<b>Показатели</b>	<b>Пред- приятие 1</b>	<b>Пред- приятие 2</b>	<b>Пред- приятие 3</b>	<b>Эталонное предприятие</b>
Прибыль	105,0	105,3	105,1	105,3
Выручка от реализации	104,8	105,0	105,7	105,7
Совокупные активы	106,2	103,7	103,1	106,2

Еще один важный момент. На основе данного подхода можно оценивать, чего достигло предприятие, но определить, что необходимо делать для улучшения ситуации, он не позволяет. То есть он дает ответ на вопросы – что у нас хорошего? какие достижения?, а на вопрос – что требует



коррекции, развития? – нет. Это снижает практическую ценность подобной оценки.

Поэтому методика оценки деятельности корпоративного менеджмента и сбалансированности корпоративных интересов должна учитывать названные недостатки при том, что применение эталонных значений может иметь место, правда они должны формироваться в их динамическом представлении.

Итак, методы финансового анализа, хотя и являются своеобразным обобщением результатов всех сфер деятельности хозяйствующих субъектов, тем не менее, в силу отмеченных недостатков, не подходят для оценки деятельности корпораций и, особенно, сбалансированности корпоративных интересов. Рассмотрим иные подходы.

Многие информационные агентства и агентства раскрытия информации публикуют **собственные рейтинги корпоративного управления**, в которых оцениваются некоторые аспекты корпоративных интересов. Например, Национальный рейтинг корпоративного управления «РИД-Эксперт» [67]. Для составления рейтинга оценивается соблюдение следующих интересов акционеров: соответствие компании требованиям российского законодательства в области корпоративного управления, следование рекомендациям Кодекса корпоративного поведения ФКЦБ, наличие рисков, связанных с нарушением прав акционеров компании, недостаточно эффективной работой органов управления, информационной непрозрачностью деятельности. Корпорации делятся на три класса – А, В, С, которые соответствуют высокому, проблемному, низкому уровням практики корпоративного управления. Классы делятся на три подкласса, отражающие различный уровень реализации интересов собственников. Так, например, значение рейтинга В+ означает *«уровень практики корпоративного управления компании оценивается как приемлемый»*. Практика корпоративного управления компании отвечает требованиям российского законодательст-

ва. Инициативы по внедрению базовых рекомендаций Кодекса корпоративного поведения ФКЦБ носят незначительный характер. Риски, связанные с нарушением прав акционеров компании, недостаточно эффективной работой органов управления, а также информационной непрозрачностью деятельности, умеренны» [67]. Актуальность подобных рейтингов, учитывая многочисленные нарушения прав акционеров и корпоративного законодательства, не вызывает сомнения. Тем не менее, как уже отмечалось, оценка сбалансированности интересов в корпоративном управлении должна основываться на способности капитала приносить доход, а не на правовых факторах деятельности корпорации. Предприятия, имеющие низкий рейтинг корпоративного управления, могут приносить значительный доход своим акционерам, и наоборот, фирмы с высоким рейтингом – не соответствовать ожиданиям владельцев по финансовым результатам. В этом контексте первая компания приносит большую выгоду своим собственникам и имеет более высокую оценку с их стороны. Поэтому анализ деятельности менеджеров в интересах владельцев корпорации необходимо осуществлять в плоскости финансовых показателей, а не организационно-юридических характеристик.

### **2.1.3. Оценка качества корпоративного управления на основе критерия рыночной добавленной стоимости капитала**

Многие специалисты считают, что количественной оценкой экономической эффективности корпоративного управления является **рыночная добавленная стоимость акционерного капитала (MVA)**, то есть прирост рыночной стоимости акций корпорации за определенный промежуток времени. В частности в [81] со ссылкой на известных авторов отмечается, что построение модели долгосрочного развития бизнеса на основе MVA позволит выделить в качестве управляющих параметров ключевые факторы

стоимости и способствовать повышению эффективности корпоративного управления. Это может быть использовано на этапе принятия стратегического развития корпорации в интересах акционеров. Несмотря на преобладание такого подхода в современной практике корпоративного управления, отметим факторы, не позволяющие применять его в качестве главного критерия сбалансированности корпоративных интересов. В работе [61] представлены пять мифов о стоимости компании. Выделим основные положения в нашей трактовке.

1. Стоимость бизнеса можно объективно оценить. На самом деле невозможно учесть огромное количество факторов, как объективных, так и субъективных, оказывающих влияние на рыночную стоимость акций предприятия. Среди трудно- и неформализуемых факторов – слухи, ожидания рынка, возможность манипулирования рынком, рефлексивность, политическая ситуация, сговор субъектов рынка и т.д. Кроме того, в распоряжении предприятия имеется ряд инструментов, позволяющих воздействовать на рыночную стоимость своих акций: выкуп собственных акций, их дробление и консолидация, увеличение суммы активов за счет заемных ресурсов, объявление о слиянии или поглощении и т.д. Сознательно используя названные инструменты, компания может в определенных пределах воздействовать на собственную стоимость. Исходя из сказанного, стоимость бизнеса не является объективной оценкой деятельности фирмы.

2. Рыночная стоимость – наиболее точный показатель того, сколько стоит компания. В данном случае предполагается, что рынок информационно эффективен, то есть инвесторы, принимая решения, обладают полной информацией относительно деятельности компании. Но даже на развитых рынках информация обладает свойством асимметрии, то есть субъекты рынка обладают разной информацией и вынуждены доверять информации, адаптированной кем-то, что создает предпосылки для неадекватной оценки

стоимости фирмы. Естественно, что на рынках, находящихся в процессе становления, проблема точности оценки только усугубляется.

3. Повышение стоимости бизнеса должно быть главной целью менеджмента. На практике цель менеджера, как и любого рационального экономического субъекта, – максимизация собственных выгод. Стоимость бизнеса выражает, прежде всего, интересы акционеров корпорации и почти не связана с интересами менеджеров. Тем самым создается перекос в балансе корпоративных интересов в сторону собственников и ситуация напряженности в корпоративных отношениях, что в конечном итоге может привести к корпоративному конфликту. В таких условиях говорить о достижении наилучших результатов деятельности, устраивающих большинство участников корпоративных отношений, не приходится. Механизмы, увязывающие благосостояние менеджера с рыночной стоимостью компании, например с помощью опционов, не работают. В результате менеджеры не заинтересованы в повышении стоимости бизнеса. Таким образом, стоимость компании может играть роль одного из ключевых приоритетов деятельности менеджеров, но не единственного для них.

4. Собственники всегда заинтересованы в повышении стоимости принадлежащего им бизнеса.

Собственники, также как и менеджеры, стремятся к собственным выгодам. Для собственника, озабоченного текущим потреблением, могут не представлять никакой ценности выгоды, связанные с долгосрочными перспективами компании. Ему может быть выгоднее продать акцию сегодня за сто рублей, чем через три года за тысячу и не только потому, что он не верит в перспективу. Возможен обратный случай, когда собственник ни за что не согласится продать бизнес, скажем, на сто миллионов, тогда как его реальная стоимость ни при каких условиях не превышает пятидесяти. То есть, цели собственника весьма разнообразны и это необходимо учитывать в оценке деятельности корпораций. Стоимость фирмы не отражает этого

многообразия и по этой причине не может выражать интересы не только менеджеров компании, но и даже ее собственников.

5. Критерий стоимости фирмы может выражать не только корпоративные интересы, но и интересы государства. Однако решения, повышающие стоимость бизнеса, могут ущемлять государственные интересы. Так снижение налоговых платежей увеличивает стоимость компании, но не соответствует потребностям общества. Банкротство «ЮКОСа» наглядный тому пример. Противники банкротства мотивировали прекращение судебного преследования компании именно тем, что она имела наибольшую на тот момент в России капитализацию, а это отвечает государственным интересам в области повышения инвестиционной привлекательности страны. При этом высокая капитализация компании была достигнута, в том числе, и за счет недоплаты налоговых платежей. Учитывая это, государство, выражающее интересы общества, сочло более важным взыскание недоплаченных налогов, чем повышение инвестиционного имиджа в глазах мирового сообщества.

Все перечисленное позволяет сделать вывод, что MVA не является исключительным обобщающим критерием корпоративного управления и сбалансированности корпоративных интересов. Требуется другой измеритель.

#### **2.1.4. Индексные методы оценки результатов деятельности корпораций**

Весьма распространенным приемом в оценке корпоративного управления является **построение различных индексов**. Рассмотрим ряд подходов, разработанных в Институте экономики переходного периода. В труде [17] вводится понятие индекса корпоративного управления. С его помощью оценивается текущее состояние корпоративного управления на рос-

сийских предприятиях. Для определения его качества сформулированы шесть критериев, которые были сформулированы в виде вопросов и заданы руководителям порядка 850 предприятий. Среди этих критериев – международные стандарты бухгалтерской отчетности, существование отдела по работе с акционерами, предоставление акционерам повестки для общего собрания акционеров, наличие в составе совета директоров независимых директоров и миноритарных акционеров, ведение реестра акционеров независимым реестродержателем.

По результатам опроса была выявлена взаимная корреляция между представленными критериями и определена зависимость наличия одних элементов корпоративного управления от наличия других. Это позволило на основе метода главных компонент свести шесть сформулированных критериев к одному – индексу корпоративного управления.

Построение скалярного индекса корпоративного управления позволяет нормализовать оценку состояния корпоративного управления, в отличие от рейтингов, используемых рейтинговыми агентствами. Индекс является более дифференцированной характеристикой, чем принадлежность к тому или иному классу предприятий. Можно провести более детальную градацию и классификацию предприятий и тем самым выяснить, насколько корпоративное управление на каком-то предприятии лучше, чем на другом, что затруднительно сделать для предприятий, рейтинговая оценка которых выражается одним и тем же символом, например А+. Еще одним важным преимуществом индекса корпоративного управления в том, что он действительно является интегральной оценкой состояния корпоративного управления, обобщает не только шесть критериальных показателей, но и позволяет проанализировать другие факторы, определяющие корпоративное управление.

Однако в расчете индекса корпоративного управления нет места финансовым интересам акционеров, а это не отвечает базовым потребностям

собственников и не актуально для них, если при высоком значении индекса они не могут увеличить свое благосостояние. Для представленного индекса нельзя обозначить границы изменения. На его основе можно сделать вывод лишь о том, какое место занимает фирма среди себе подобных, но нельзя определить каких результатов она добилась без сравнения с другими. То есть, отсутствует некая система ориентиров, достигнув которых, можно было бы сделать однозначный вывод об успешности развития предприятия, которое соответствует ожиданиям большинства участников корпоративных отношений.

Следующим индексом, с помощью которого специалисты могут оценивать качество корпоративного управления, является **индекс интенсивности корпоративного конфликта** [34].

Индекс интенсивности корпоративного конфликта строится на основе опроса по различным аспектам корпоративного управления, в том числе выражающих и финансовые интересы разных групп участников корпоративных отношений. Среди них:

- выплата дивидендов по акциям;
- выкуп собственных акций;
- продажа акций работникам предприятия;
- проведение консолидации акций;
- ограничения в уставе предприятия на владение акций;
- попытки незаконного смещения с должности управленцев предприятия со стороны акционеров;
- попытки незаконного смещения администрации со стороны кредиторов;
- попытки банкротства в судебном порядке;
- проведение реорганизации и т.д.

Здесь присутствует учет уже не только правовых интересов акционеров, но и финансовых. В общем виде формула для расчета индекса имеет вид:

$$CCI_i = \frac{\sum_{k=1}^{13} d_k w_k}{\sum_{k=1}^{13} w_k}, \quad (2.6)$$

где  $CCI_i$  – индекс интенсивности корпоративного конфликта  $i$ -го предприятия,  $d_k$  – фиктивная переменная, характеризующая наличие или отсутствие  $k$ -го признака корпоративного конфликта у  $i$ -го предприятия,  $w_k$  – вес, с которым  $k$ -й признак корпоративного конфликта включается в рассчитываемый индекс. Вес каждого параметра как индикатора наличия корпоративного конфликта на предприятии в суммарном индексе зависит от степени его распространенности, а именно: чем чаще встречается данный признак наличия корпоративного конфликта среди предприятий выборки, тем меньше его влияние на индекс интенсивности корпоративного конфликта. Учесть такое обратное влияние можно путем расчета весов по следующей формуле:

$$w_k = \log \frac{1}{m_k}, \quad (2.7)$$

где  $m_k$  характеризует степень распространенности  $k$ -го признака корпоративного конфликта.

В этом случае можно определить границы изменения показателя и тем самым оценить эффективность корпоративного менеджмента, не прибегая к сравнению с другими хозяйствующими субъектами. Кроме того, весовые коэффициенты определяются не экспертным путем, а на основе специальных расчетов, что устраняет влияние субъективных мнений.



Несмотря на очевидные продвижения в оценке качества корпоративного управления, индекс интенсивности корпоративного конфликта нельзя использовать для оценки сбалансированности интересов, так как в его основе лежит принцип конфликта экономических интересов. Взаимосвязь понятий баланса интересов и конфликта интересов системно освещена в статье [116]. Под конфликтом экономических интересов понимается такой характер взаимодействия между партнерами, при котором результаты деятельности хотя бы одного становятся хуже по сравнению с результатами их отдельного функционирования в силу ущемления его интересов другим партнером. Другими словами, состояние конфликта во взаимодействии экономических партнеров есть признак экономической нецелесообразности их сотрудничества с позиций хотя бы одной из взаимодействующих сторон. Баланс интересов в самом общем плане можно понимать как отсутствие конфликта интересов. Причем для соблюдения баланса интересов вовсе не обязательно, чтобы обе стороны реализовывали свои интересы полностью; главное, чтобы их взаимодействие отвечало критерию экономической целесообразности.

К тому же, индекс интенсивности корпоративного конфликта не учитывает другие немаловажные финансовые интересы участников корпоративных отношений, таких как активы предприятия, выручка от реализации продукции, прибыль, количество сотрудников и т.д.

Поэтому в основу методики оценки сбалансированности корпоративного интереса должен лечь подход, основанный на балансе интересов, а не их конфликте.

В работе [73] для анализа влияния отдельных показателей, характеризующих приватизационные процессы и структуру собственности предприятия, на эффективность его деятельности в качестве интегрального показателя используется **темп роста совокупный факторной производи-**

тельности, предоставляющий модификацию производственной функции Кобба-Дугласа:

$$TFRGr = \Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}} - \left( \alpha_1 \Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}} + \alpha_2 \Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}} + \alpha_3 \Delta R_{i,t} + \beta \cdot X \right), \quad (2.8)$$

где  $TFRGr$  – совокупная факторная производительность,

$\frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$  – добавленная стоимость на одного работника фирмы  $i$  в году  $t$ ,

$K_{i,t}$  – стоимость основного капитала фирмы  $i$  в году  $t$ ,

$M_{i,t}$  – материальные затраты фирмы  $i$  в году  $t$ ,  $R_{i,t}$  – уровень загрузки мощностей фирмы  $i$  в году  $t$ ,

$L_{i,t}$  – среднесписочная численность штатных сотрудников фирмы  $i$  в году  $t$ ,

$X$  – вектор-столбец дополнительных переменных,

$\beta$  – вектор-строка соответствующих коэффициентов.

Здесь также имеет место анализ динамики изменения показателей развития, что положительно характеризует данный способ оценки качества корпоративного управления. Однако он используется авторами, прежде всего, в анализе влияния отдельных факторов на показатели деятельности предприятия и не выражает многих параметров баланса корпоративных интересов. Более того, для применения данного подхода нужна значительная математическая подготовка, которая отсутствует у большинства рыночных субъектов. Применение информационных систем, поддерживающих методики, опирающиеся на сложные математические расчеты, также представляется проблемным.

Во-первых, их приобретение предполагает дополнительные затраты, иногда значительные, что может не устраивать субъектов корпоративных

отношений. Во-вторых, применение информационных технологий, как правило, сопровождается непониманием того, как формируются рассчитываемые показатели. В итоге полученные результаты вызывают у аналитиков затруднения в их интерпретации, и решения принимаются в большей степени интуитивно. Это относится еще к ряду подходов, упомянутых выше.

Обобщая результаты обзора методик, которые потенциально могли бы быть использованы в оценке сбалансированности корпоративных интересов, учитывая их достоинства и недостатки, можно обозначить следующие свойства, которыми должен обладать искомый измеритель:

1. В основу анализа деятельности корпораций должен быть положен фундаментальный принцип действующего и развивающегося предприятия. С позиции действующего предприятия ведущая роль принадлежит анализу прибыли, выручки, производительности и активов. Значения этих показателей позволяют аналитику определить возможные «точки роста» и перспективные направления, которые дают возможность компании в будущем добиться успеха в реализации выбранной стратегии.

2. Необходимо выделить свойство содержательного соответствия управляющего воздействия управляемому процессу. Аналитические способы и правила исследования экономики корпорации определенным образом подчинены управляемому процессу, то есть корпоративному управлению. Этот принцип вытекает из необходимости практического использования данных экономического анализа для управления предприятием, для разработки конкретных мероприятий, для обоснования, корректировки и уточнения управленческих решений.

3. Следующее свойство – информативность. Информация, используемая в оценке деятельности менеджмента корпорации, должна реально и полно отображать хозяйственные ситуации в условиях ее ограниченности, а выводы ее должны обосновываться точными аналитическими расчетами.

4. Отметим также свойство общности методики, используемой для анализа результатов деятельности. Иначе, методика должна быть применима к широкому кругу объектов, независимо от размеров, отраслевой принадлежности, масштабов деятельности и других подобных факторов.

5. Свойство операциональности означает, что система управления должна решать задачи, ради которых она создана, соответствовать интересам как менеджеров, так и акционеров, даже когда они не принимают участия в оперативном управлении предприятием.

6. Также важно свойство методической простоты. Из возможных подходов к построению методики управления выбирается наипростейший не в ущерб перечисленным принципам. Методика должна быть рассчитана на среднестатистическое российское предприятие, а значит, не требовать больших финансовых, интеллектуальных и информационных затрат и легко приспособливаться к конкретным хозяйственным условиям.

7. Искомый измеритель должен быть основан на балансе интересов, а не их конфликте. В противном случае, анализироваться будет нецелесообразность сотрудничества субъектов корпоративных отношений, тогда как задача ставится противоположная.

8. Оценка сбалансированности интересов в корпоративном управлении должна основываться на способности капитала приносить доход, а не на правовых факторах деятельности корпорации. Предприятия, не соответствующие высоким стандартам корпоративного управления могут приносить значительный доход своим акционерам, и наоборот, фирмы с высокими стандартами – не соответствовать ожиданиям владельцев по финансовым результатам. Поэтому анализ деятельности менеджеров в балансировании корпоративных интересов необходимо осуществлять в плоскости финансовых показателей, а не организационно-юридических характеристик.

Следующие два важных свойства, которые уже неявно упоминались, без которых невозможно учесть все многообразие и разнородность корпоративных интересов, свернуть их в одну числовую характеристику, сформулировать критерии баланса интересов – это динамическая сопоставимость и динамическая соподчиненность показателей. В силу особой значимости их представление требует специального рассмотрения.

## **2.2. Динамика ключевых показателей как главная характеристика согласования интересов**

Для любых хозяйствующих субъектов характерно изменение их состояния, которое с течением времени происходит в результате взаимодействия в разных процессах друг с другом и с внешней средой. Динамические модели описывают корпорацию как организацию в развитии, в динамике, в отличие от статистических характеристик, фиксирующих ее состояние лишь на определенный момент. Корпорации развиваются, на каждом новом шаге их поступательного развития изменяются конечные результаты их деятельности. Учет динамики позволяет отличать один вариант развития от другого, данный шаг от последующего или предшествующего.

Динамика во многом определяет саму природу и качество организации [42]. Она оказывает огромное влияние на многообразие связей внутри организации и на состояние внешней среды, в которой она находится. Корпоративные отношения представляют собой разновидность внутренних и внешних связей организации, следовательно, динамика является одной из главных ее характеристик.

Действительно, показатели деятельности предприятия, характеризующие корпоративные интересы, изменяются во времени, могут быть лучше или хуже, устраивать или нет различные заинтересованные группы.

Более того, совокупные корпоративные интересы сами могут меняться со временем, сегодня у акционеров одни требования по прибыли, завтра другие; сегодня менеджеры получают удовлетворение от достигнутых результатов, завтра – нет. Поэтому при построении оценки деятельности корпорации необходимо, с одной стороны, критерию баланса интересов придать динамическое представление, с другой стороны, измерить степень отклонения реальных показателей функционирования от данного критерия. К тому же, необходимо учесть, что в целях согласования интересов их придется каким-то образом упорядочивать, расставляя приоритетность, которая устраивала бы большинство участников корпоративных отношений. Разнородность и многообразие интересов затрудняет эту задачу в рамках существующих подходов. Для устранения названных проблем припишем требуемому подходу к оценке свойства динамической сопоставимости и динамической соподчиненности показателей, которые означают, что последние должны гарантировать сравниваемость во времени и пространстве оценок принимаемых решений. Идея упорядочения показателей динамики экономических систем для определения нормы такой динамики принадлежит И.М. Сыроежину [97], она была в дальнейшем развита его учениками [32, 72, 88, 122, 140]. Им было подмечено, что несопоставимые в статике характеристики хозяйства становятся сопоставимыми в динамике.

Проиллюстрируем эту мысль простым примером. Пусть, например, имеются три несопоставимых в статике показателя:

1. Длительность обращения дебиторской задолженности.
2. Среднесписочная численность работающих.
3. Валовая прибыль корпорации.

Все показатели даны в их естественных мерах.

Сравнить эти величины трудно, если их рассматривать как статические. Но в динамике появляется некоторый естественный порядок. А именно, длительность обращения дебиторской задолженности должна

снижаться, что характеризует эффективное управление оборотными активами. Также естественно считать, что валовая прибыль растет быстрее, чем численность работающих и таким образом растет производительность труда.

В итоге имеем:

$$h_1 > h_2 > h_3 ,$$

где  $h_1$  – темп роста валовой прибыли;

$h_2$  – темп роста численности персонала;

$h_3$  – темп роста длительности оборота дебиторской задолженности.

Соблюдение указанного порядка свидетельствует об эффективности управления предприятием. Его нарушение говорит о наличии проблем. Так изменение порядка в соседних показателях неравенства указывает на имеющиеся отдельные недостатки в деятельности менеджеров и, как следствие, недостижение результатов, устраивающих владельцев, так как есть нарушения в хозяйственном обороте, которые наверняка сказываются на их совокупном благосостоянии. Обратный представленному выше порядок может являться признаком серьезных проблем во взаимоотношениях владелец–менеджер. В этом случае наемные менеджеры управляют корпорацией далеко не в интересах акционеров.

Таким образом, несопоставимые в статике показатели становятся сопоставимыми в динамике. Более того, в динамике темповые характеристики организации имеют некоторый естественный порядок, могут быть проранжированы и соподчинены относительно друг друга. Порядки темпов не обязаны быть линейными, они могут быть также частичными и полными.

Благодаря реализации принципов динамической сопоставимости и динамической соподчиненности, рассматривая некоторую целостную корпоративную структуру, можно сопоставить результаты (показатели) хозяйственной деятельности анализируемого предприятия:

- а) с общепринятыми нормами и стандартами для оценки эффективности корпоративного управления;
- б) с аналогичными данными за предыдущие годы для изучения тенденций улучшения или ухудшения экономического состояния предприятия;
- в) с аналогичными данными других предприятий, что позволяет выявить его возможности;
- г) с различными, неоднородными показателями анализируемого предприятия внутри того же временного интервала.

Таким образом, можно утверждать, что развитие предприятия адекватно описывается динамической моделью, в которой различные частные характеристики должны находиться в определенной соподчиненности.

Динамика развития корпоративных систем отображает три взаимосвязанные характеристики. Среди них адаптация, рост и непосредственно развитие. Адаптация системы обеспечивает сохранение основных ее функций путем приспособления к изменившимся условиям внутренней и внешней среды. Рост означает увеличение размеров системы за счет дополнительных элементов при сохранении ее прежних качеств и целей. Развитие, помимо роста, включает в себя приобретение системой новых качественных признаков, обеспечивающих более высокий уровень выполнения своих функций и (или) приобретения новых.

Рост должен быть, прежде всего, качественным, соответствовать логике экономического развития, а не просто выражаться ростом объемных показателей. Учитывая это, построим в соответствии с перечисленными принципами и свойствами инструмент оценки результатов функционирования корпоративных систем, в частности для того, чтобы определить, действует ли менеджмент предприятия в корпоративных интересах.

В качестве основных показателей баланса корпоративных интересов выберем уже упомянутые и рассмотренные выше показатели: выручка от



реализации продукции (*BP*), прибыль до налогообложения (*П*), чистая прибыль (*ЧП*), численность персонала (*Ч*), совокупные активы (*СА*) и выплаченные дивиденды (*Д*). Именно эти показатели отвечают требованиям, предъявленным к оценке деятельности наемных менеджеров. Во-первых, эти показатели соответствуют принципу действующего предприятия. Во-вторых, они отражают развитие предприятия, его рост и способность к адаптации, так как являются результирующими показателями, их изменение показывает возможность предприятия приспосабливаться к изменению параметров внешней среды, трансформация в составе корпоративных объединений в конечном итоге также выражается в изменении представленных характеристик. В-третьих, в условиях ограниченности информации, свойственной корпоративному управлению, рассматриваемые показатели являются наиболее доступными, в силу того, что являются обязательными к опубликованию в средствах массовой информации и в некоторых экономических изданиях выходят в составе рейтингов предприятий. В-четвертых, отражают важнейшие финансовые характеристики для настоящих и потенциальных акционеров: экономический рост и размер корпорации – *BP* и *СА*, отдача от авансированного капитала – *П* и *ЧП*, эффективность использования ресурсов и производительность – *Ч*, рост благосостояния владельцев – *Д* [14, 23]. В-пятых, настоящие показатели легко поддаются упорядочиванию в динамике.

Следовательно, на основе представленных показателей можно получить достаточно информативные аналитические выводы о деятельности менеджеров в установлении баланса интересов.

Как отмечалось, корпорации динамичны, поэтому важно знать условия, достаточные для выявления успешно развивающихся систем. Для определения таких условий упорядочим рассмотренные выше показатели, и тем самым зададим эталонную норму их развития.

В [38] приводится «золотое правило» экономики предприятия:

$$1 < h(CA) < h(BP) < h(\Pi), \quad (2.9)$$

где  $h$  – темпы показателей.

Неравенства имеют очевидную интерпретацию. Первое слева неравенство означает, что организация находится в состоянии роста, масштабы ее деятельности увеличиваются. Нарращивание активов компании, как было отмечено выше, является одной из основных целевых установок, формулируемых как собственниками компании, так и ее управленческим персоналом. Причем это может происходить и в явной, и в неявной формах. Из второго неравенства видно, что ресурсы фирмы в форме активов используются более эффективно, то есть происходит ускорение их оборачиваемости. Это следует из формулы оборачиваемости активов:

$$OA = \frac{BP}{CA}, \quad (2.10)$$

где  $OA$  – количество кругооборотов активов, совершаемых ими за определенный период.

Увеличение оборотов рассматривается как положительная тенденция, следовательно, числитель должен возрастать более быстрыми темпами, то есть  $h(BP) > h(CA)$ ,  $h$  – темпы показателей. Ускорение оборачиваемости позволяет высвободить часть денежных средств из хозяйственного оборота, и при определенных условиях получить дополнительную прибыль.

Неравенство  $h(BP) < h(\Pi)$  означает, что прибыль возрастает опережающими темпами, что вызвано относительным снижением постоянных издержек при росте объема продаж.

Введем в неравенство (2.9) показатели численности работающих и чистой прибыли:

$$1 < h(\mathcal{C}) < h(CA) < h(BP) < h(\Pi) < h(\mathcal{C}\Pi). \quad (2.11)$$

Неравенство  $h(Ч) < h(СА)$  следует из требования роста производительности труда, одним из способов расчета которой является отношение  $СА$  к  $Ч$ . Действительно, чем больший объем ресурсов обрабатывается определенным количеством работников, тем выше отдача от их труда, и, как следствие, возрастают доходы организации. Для того чтобы производительность труда росла, необходимо обеспечить более быстрый рост числителя над знаменателем.  $1 < h(Ч)$  соответствует нежеланию менеджеров сокращать персонал, о чем уже было сказано выше, тем самым соответствуя их интересам. Кроме того, социальная ответственность бизнеса также к этому обязывает.

Неравенство  $h(П) < h(ЧП)$  также легко объяснимо. Чистая прибыль, в отличие от прибыли до налогообложения, полностью поступает в распоряжение акционеров. Естественно предположить, что акционеры компании будут требовать более быстрого роста чистой прибыли по сравнению с прибылью до налогообложения. При этом необходимо задействовать методы налогового планирования и оптимизации налогообложения для снижения налогового бремени.

Цепочка неравенств (2.11) справедлива для фирм, деятельность которых безубыточна, размеры прибыли до налогообложения и чистой прибыли больше нуля. Иначе, расчет темпов характеристик не представляется возможным, так как их вычисление производится только для положительных величин. Однако нередко встречаются корпорации, имеющие отрицательную рентабельность. Как быть в этом случае? Ведь потребность в анализе деятельности таких фирм от наличия убытков не снижается и вообще не должна зависеть.

Для решения этой проблемы введем понятие квазитемпов, которые своим видом не отличаются от традиционных темпов, но в их расчетах могут использоваться отрицательные значения:

$$h'(a) = \frac{a_2}{a_1}, \quad (2.12)$$

где  $h'(a)$  – квазитемп показателя  $a$

$a_2$  – значение показателя  $a$  в текущем периоде;

$a_1$  – значение показателя  $a$  в предыдущем периоде.

Возможны три случая:

1.  $a_2 > 0$   $a_1 < 0$ . Такая ситуация является приемлемой для предприятия, так как за истекший период произошло значительное улучшение ситуации. Фирме удалось ликвидировать отрицательное значение показателя. Следовательно, для исправления ситуации, необходимо требовать, чтобы

$$h'(a) = \frac{a_2}{a_1} < 0.$$

2. Предположим, что компании не удалось до конца ликвидировать неудовлетворительные результаты своей предыдущей деятельности, но фирма значительно уменьшила свои убытки. То есть,  $a_1 < a_2 < 0$ . Подобное положение вещей свидетельствует, что предприятие находится на пути к оздоровлению, отрицательные значения показателей сократились, что может рассматриваться как успешный результат деятельности. Отсюда, для квазитемпа нормативным значением в этом случае будет  $h'(a) = \frac{a_2}{a_1} < 1$ ,

так как  $a_1 < a_2 < 0$ .

3. Если же значение  $a$  в предшествующем отчетному периоде было положительным, то есть  $a_1 > 0$ , то в этой ситуации необходимо требовать, чтобы в следующем временном интервале показатель рос:  $0 < a_1 < a_2$ . Темп соответственно будет следующим:  $h'(a) = \frac{a_2}{a_1} > 1$ . Однако может произой-

ти случай, когда  $a_2 < 0$ . Квазитемп здесь будет  $h'(a) = \frac{a_2}{a_1} < 0$ , что рас-

смачивается как неприемлемый для организации факт. Следовательно, в случае  $a_1 > 0$  на квазитемп необходимо наложить требование  $h'(a) > 1$ .

Таким образом, нормативным ограничением значения для квазитемпа  $h'(a)$  будет:

1. В случае, если в предыдущем периоде деятельности значение показателя было отрицательным ( $a_1 < 0$ ), то  $h'(a) < 1$ .

2. В противном случае ( $a_1 > 0$ ) –  $h'(a) > 1$ .

Вернемся к неравенству (2.11). Среди представленных показателей отрицательными могут быть *ЧП* и *П*, то есть показатели чистой прибыли и прибыли до налогообложения соответственно. Другие показатели являются положительными по своему экономическому содержанию. Поэтому в случае убытков в предшествующем анализу периоде неравенство (2.11) примет вид:

$$h'(ЧП) < h'(П) < 1 < h(Ч) < h(СА) < h(ВР) \quad (2.13)$$

Следующим шагом в построении измерителя качества корпоративного менеджмента является сопоставление и соподчинение рассмотренных показателей с показателем выплаты дивидендов. Рассмотрим этот вопрос подробнее.

### 2.3. Дивидендная политика и согласование корпоративных интересов

Место показателя выплаты дивидендов в неравенстве (2.11) зависит от принятого на предприятии типа дивидендной политики. Дивидендная политика представляет собой составную часть общей политики формирования финансовых ресурсов предприятия, заключающуюся в оптимизации пропорций между капитализируемой и выплачиваемой акционерам частями прибыли.

Всего можно выделить следующие ее типы [7]:

### ***1. Остаточная политика дивидендных выплат***

Предполагает, что фонд выплат дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в собственных финансовых ресурсах, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей предприятия.

#### *Достоинства:*

- обеспечение высоких темпов развития предприятия, повышение его финансовой устойчивости.

#### *Недостатки:*

- нестабильность размеров дивидендных выплат;  
- полная непредсказуемость формируемых размеров дивидендов в предстоящем периоде;

- возможен отказ платить дивиденды в период высоких инвестиционных возможностей, что отрицательно сказывается на уровне цены акции.

Такая политика используется на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, связанных с высоким уровнем его инвестиционной политики.

### ***2. Политика стабильного размера дивидендных выплат***

Предполагает выплату неизменной суммы дивидендов на протяжении продолжительного периода.

#### *Достоинства:*

- надежность, создающая уверенность у акционеров в неизменности уровня дохода, независимость от различных обстоятельств;  
- стабильность котировок акций на фондовом рынке.

#### *Недостатки:*

- слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, в связи с чем, в периоды неблагоприятной конъюнктуры размер реинвестируемой прибыли будет стремиться к нулю.

### **3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды (или политика «экстра-дивиденда»)**

Предполагает выплату определенной суммы на протяжении длительного периода, а в случае достижения хороших финансовых результатов выплачивается дополнительная сумма.

*Достоинства:*

- стабильность, гарантированная выплата дивидендов;
- высокая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, позволяющая увеличить размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности.

*Недостатки:*

- при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная привлекательность акций компании снижается.

Такая политика дает наибольший эффект на предприятиях с нестабильным в динамике размером формирования прибыли.

### **4. Политика стабильного уровня дивидендов**

Предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат ( $K_{ДВ}$ ) по отношению к сумме прибыли.

$$K_{ДВ} = \frac{Д}{ЧП} = const, \quad (2.14)$$

$Д$  – сумма дивидендных выплат по предприятию;

$ЧП$  – сумма чистой прибыли предприятия.

*Достоинства:*

- простота формирования;
- тесная связь с размером формируемой прибыли.

*Недостатки:*

- нестабильность размера дивидендных выплат, следовательно, возможны перепады рыночной стоимости акций по отдельным периодам, и

такую политику рекомендовано использовать зрелым компаниям со стабильной прибылью.

Подобная политика подходит для зрелых компаний со стабильной прибылью. Если размер прибыли существенно изменяется в динамике, эта политика генерирует высокую угрозу банкротства.

### ***5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов***

Предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат с течением времени. Возрастание дивидендов при этом происходит в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде.

Пусть  $div_0$  – сумма дивидендов в начальный период времени, а  $g$  – ежегодный темп прироста дивидендов, выраженный в долях. Тогда политика постоянного возрастания дивидендов будет выглядеть следующим образом (таблица 2.7):

Таблица 2.7

Размер выплачиваемых дивидендов при реализации политики постоянного их возрастания

Периоды	0	1	2	...	n
Сумма дивидендов	$div_0$	$div_0(1 + g)$	$div_0(1 + g)^2$	...	$div_0(1 + g)^n$

*Достоинства:*

- обеспечение высокой рыночной стоимости акции;
- формирование положительного имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительной эмиссии.

*Недостатки:*

- отсутствие гибкости в проведении такой политики;
- постоянное возрастание финансовой напряженности, как следствие, снижение инвестиционной активности предприятия и финансовой устойчивости.



Поэтому такую политику могут позволить себе лишь реально процветающие компании, если же она не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то это верный путь к банкротству.

Для наглядности, различные типы дивидендной политики корпорации можно представить в виде графика (Рисунок 2.1).

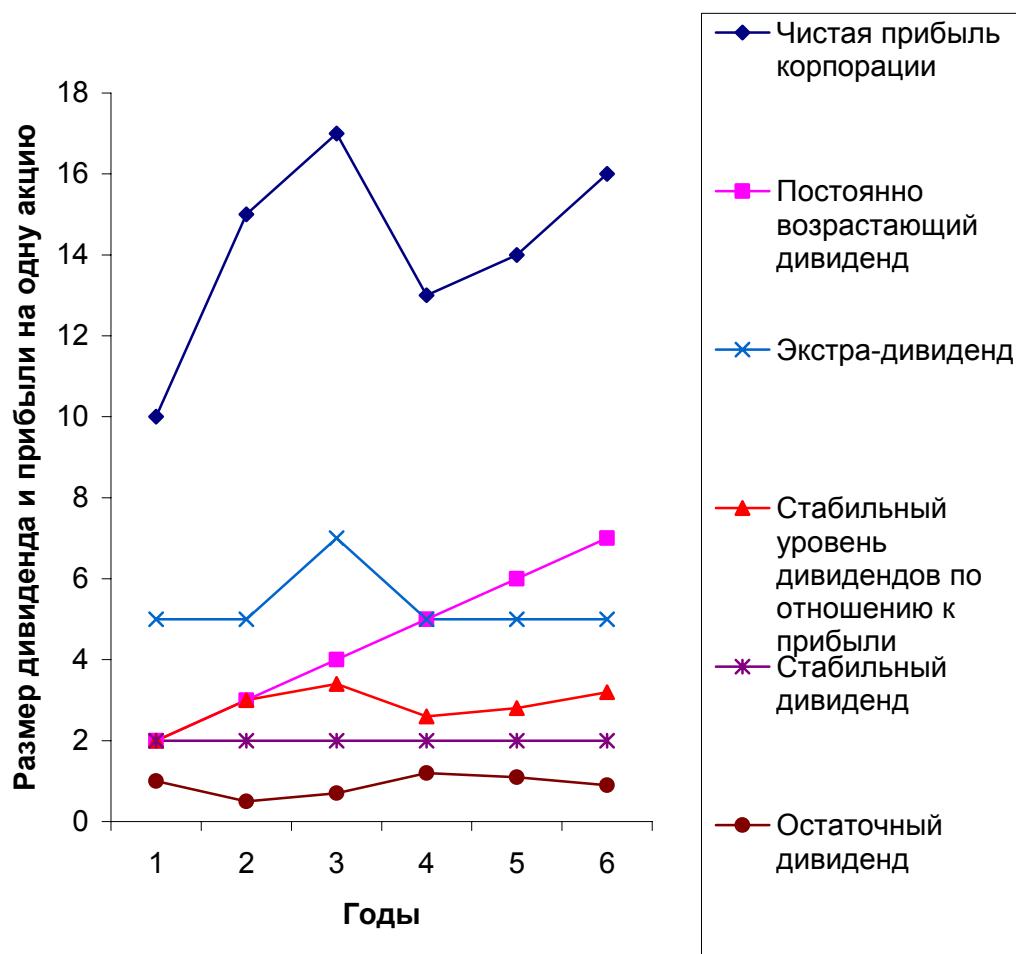


Рисунок 2.1. Динамика изменения дивиденда на одну акцию при различных типах дивидендной политики.

Выбор фирмой той или иной дивидендной политики определяется собственниками фирмы и зависит от многих условий. Дивидендная политика является одним из краеугольных камней согласования корпоративных интересов как между акционерами, так и в отношениях «владелец–менеджер». Это происходит в силу того, что рефинансирование при-

были является достаточно существенным источником развития фирмы. С этих позиций менеджеры заинтересованы в уменьшении доли чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов. Но, с другой стороны, по величине дивидендов большинство акционеров судит о целесообразности инвестиций, так дивиденды оказывают непосредственное влияние на курс акций. Тем самым, приходится решать задачу определения компромиссного значения коэффициента дивидендных выплат  $K_{дв}$  (2.14).

Помимо этого, акционеры могут придерживаться разных взглядов к оценке влияния дивидендов на их доходы. Известны два возможных подхода.

Первый подход предполагает, что дивиденды влияют на стоимость акций фирмы. Его последователи в определении стоимости принадлежащих им акций опираются на формулу Гордона [114]:

$$P = \frac{D_0(1+g)}{i-g}, \quad (2.15)$$

- где  $P$  – текущая стоимость акции;
- $D_0$  – сумма дивиденда, выплаченного в начальный период времени;
- $g$  – ежегодный темп прироста дивидендов;
- $i$  – доходность, требуемая инвесторами-акционерами.

Отсюда видно, что, изменяя дивиденды, тем самым можно воздействовать как на стоимость акций, так и на совокупное благосостояние собственников, складывающееся и из этой стоимости, и из получаемых дивидендов.

Сторонники второго подхода опираются на теорию Модильяни и Миллера [65], которые предположили, что дивиденды не влияют на стоимость акций. Обосновывается это следующими соображениями. Если, например, выплаченные дивиденды оказались меньшими, чем ожидали инвесторы, то они могут продать часть своих акций, чтобы получить желаемое

количество средств. Если дивиденды оказались большими, то акционеры покупают на полученные дивиденды дополнительное количество акций. Таким образом, акционеры своими действиями могут любое решение по дивидендам свести к одним и тем же результатам.

Однако мы в построении инструмента координации и контроля корпоративных интересов будем придерживаться первого подхода. Во-первых, предположение Модильяни и Миллера обосновано только как теоретическая схема идеального рынка. Во-вторых, многие акционеры, особенно имеющие низкие доходы в текущем периоде, не согласятся с отсрочкой текущих доходов, то есть с реинвестированием прибыли, которая могла бы быть выплачена в виде дивидендов. Такая ситуация является весьма распространенной, в том числе и в России, даже в тех корпорациях, где владелец и менеджер – одно лицо.

Выбранный тип дивидендной политики отражает то место, которое занимает объем выплачиваемых дивидендов в упорядочении (2.11). Так если выбрана политика стабильного уровня дивидендов по отношению к прибыли, то (2.11) будет иметь вид:

$$1 < h(Y) < h(CA) < h(BP) < h(I) < h(CPI) = h(D) \quad (2.16)$$

Если стабильного дивиденда, то:

$$1 = h(D) < h(Y) < h(CA) < h(BP) < h(I) < h(CPI) \quad (2.17)$$

и т.д.

Тем не менее, все эти условия являются достаточно жестким и сильно разнятся от фирмы к фирме. К нашему же инструментарию мы выдвинули требование общности, то есть применимости к широкому спектру объектов корпоративной формы хозяйствования. Это сделано для того, чтобы, во-первых, проводить межкорпоративные сравнения, для этого компании должны быть унифицированы по показателям и их порядку в нормативных неравенствах. Во-вторых, не все акционеры-инсайдеры, и тем более аутсайдеры, владеют полной информацией о дивидендной поли-

тике фирмы. Для оценки сбалансированности корпоративных интересов им должно быть достаточно открытой финансовой отчетности. Исходя из вышеизложенного, выдвинем весьма нежесткое требование к дивидендным выплатам, но отвечающее интересам большинства акционеров:  $h(D) \geq 1$ . То есть сумма выплачиваемых дивидендов, по крайней мере, не должна снижаться во времени. Акционеры, как представляется, будут уверены в своих текущих доходах, а менеджерам не обязательно находиться в напряженности по поводу обеспечения высоких темпов роста дивидендов, что соответствует ситуации баланса интересов. Таким образом, в окончательном варианте упорядочение корпоративных интересов будет выглядеть в виде системы неравенств:

$$\begin{cases} 1 < h(Ч) < h(СА) < h(ВР) < h(П) < h(ЧП) \\ 1 \leq h(Д) \end{cases}, \quad (2.18)$$

где  $h(a)$  – темп роста показателя  $a$ ;

$Ч$  – численность работающих;

$СА$  – сумма совокупных активов;

$ВР$  – выручка от реализации продукции;

$П$  – прибыль до налогообложения;

$ЧП$  – прибыль после выплаты процентов и налогов;

$Д$  – сумма выплаченных дивидендов.

Эту систему можно записать в виде графа (Рисунок 2.2).

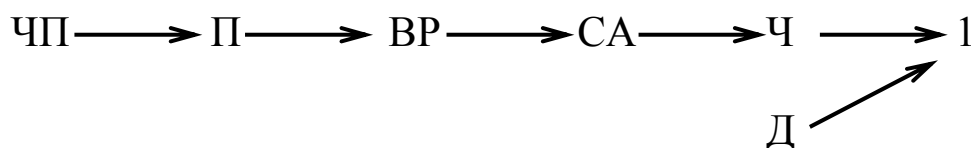


Рисунок 2.2. Граф упорядочения показателей сбалансированности корпоративных интересов.

Направление каждой стрелки описывает соотношение между нормативными темпами показателей. Так  $ЧП \rightarrow П$  означает:  $h(ЧП) > h(П)$ .

Среди представленной совокупности показателей, характеризующих сбалансированность корпоративных интересов, отсутствует рыночная стоимость предприятия. В более ранних работах [20, 104, 105, 106, 107] данный показатель присутствовал в аналогичных рассуждениях, однако в настоящем исследовании предлагается его не учитывать в силу следующих причин:

1. Не все предприятия имеют рыночную стоимость, тогда как наша задача – построить измеритель, пригодный в отношении подавляющего множества фирм.

2. Рассмотренные показатели представляют собой основные факторы изменения стоимости предприятия, то есть достижение заданной динамики показателей является признаком сбалансированности корпоративных интересов, что ведет к повышению капитализации корпорации. Получается, что в этом контексте стоимость бизнеса выступает скорее в качестве следствия баланса интересов, а не его составной частью.

3. Как было показано выше, не всегда собственники заинтересованы в повышении стоимости бизнеса, а в отношениях «владелец–менеджер» эта характеристика только добавляет рассогласования.

4. Стоимость бизнеса сильно зависит от субъективных и не поддающихся формализации факторов, что затрудняет выбор ее места в упорядочении предпочтений участников корпоративных отношений в системе (2.18).

Но, несмотря на все недостатки концепции стоимости компании, она может стать целью, вокруг которой возможно согласовать интересы различных групп. Для этого необходимо, чтобы рост стоимости бизнеса был выгоден не только акционерам, но и другим участникам корпоративных отношений, то есть одновременно соблюдался бы порядок (2.18). Совместное применение этих двух критериев позволит получить интегрированную и всеохватывающую оценку сбалансированности корпоративных интере-

сов и качества корпоративного менеджмента. Более того, при желании можно исследовать взаимную корреляцию указанных критериев и выявить их связанность, правда, оговоримся, что это не является предметом настоящего исследования. Представляется, что примерами успешных компаний будут являться те, где найдены действенные механизмы согласования интересов. Заканчивая рассуждения о критерии стоимости фирмы, необходимо отметить следующее. В отдельности показатель рыночной стоимости не может характеризовать степень согласованности корпоративных интересов, причины этого уже упоминались, тогда как упорядочение темпов показателей как раз соответствует решению поставленной задачи.

Выражение (2.18) является эталонной динамикой развития компании и основой управления корпорацией в интересах ее акционеров. Степень приближения реальной динамики к эталонной и будет характеризовать уровень менеджмента корпоративных систем, а также его соответствие ожиданиям акционеров. Помимо этого, система (2.18) в необходимой мере описывает направление развития предприятия и может служить основой мониторинга деятельности корпораций различных отраслей и масштабов деятельности.

#### **2.4. Эффективность и качество – два аспекта результативности управления**

Нормативный подход к анализу систем, в том числе и корпоративных, основан на концепции функциональности макроповедения.

Выбор той или иной функции, которую должна исполнять система в процессе своей эволюции находит в рамках системного подхода свое выражение в соответствующей динамической модели, – модели, нормативно предписывающей определенную пропорциональность развития.

Конкретно: функция системы изображается динамическим нормативом, – отношением порядка на множестве динамических характеристик системы (мер движения ее показателей).

Необходимо отметить, что динамический норматив (т.е. порядок на выбранном списке показателей) однозначно определяются функцией системы, в то время как сама функция восстанавливается по динамическому нормативу вообще полностью. Адекватность динамического норматива (или эталона) функции системы от его информационной глубины. Последняя определяется такими факторами, как например, число показателей нормативного списка, и представительность и т.п.

Фактически порядок динамических характеристик системы доставляет ее состояние структурную оценку. Структурная оценка есть отображение, действующее из множества состояний системы (или режимов ее функционирования) во множество всех возможных упорядочений списка показателей системы. Указанное отображение сопоставляет режиму функционирования системы его (режима) порядковую структуру, – фактически упорядочение динамических характеристик системы.

Характерным свойством структурной оценки режима является ее «пороговость»: множество режимов представляется непрерывным, соответствие же «режим» – «порядок» разрывно хотя бы потому, что множество упорядочений конечной (а потому дискретно). Ввиду этого режима бесконечно близкие в объемном аспекте могут оказаться не близкими в представлении структурном. В частности, при такой точке зрения малым объемным изменениям могут «на пороге» соответствовать резкие структурные переходы. Трансформация вектора динамических характеристик режима в соответствующую порядковую структуру снимает с него, как с оценки режима функционирования, последний «налет» объемности.

Эффективность того или иного режима функционирования системы определяется как мера реализации ее функции (в данном режиме). По-

сколькo функция системы информaционно представлена посредством динамического норматива, то эффективность в рамках такой информaционной схемы определяется порядковой структурой режима к структуре динамического норматива.

Термину «близость порядковых структур» можно придать следующий точный смысл:

Пусть  $\Omega$ - множество всех возможных порядковых структур на списке показателей системы. Функции двух переменных называется расстоянием или метрикой, если она удовлетворяет аксиомам:

$$\text{Metr 1. } d(x, y) \geq 0 \quad (\text{позитивность})$$

$$\text{Metr 2. } d(x, y) = 0 \Leftrightarrow x = y \quad (\text{эгалитарность})$$

$$\text{Metr 3. } d(x, y) = d(y, x) \quad (\text{симметричность})$$

$$\text{Metr 4. } d(x, y) \leq d(x, z) + d(z, y) \quad (\text{аксиома треугольника})$$

Приведенные четыре аксиомы указывают на те необходимые соглашения, за которыми мы узнаем термин «расстояние». При этом последняя аксиома выполняет роль довольно специфическую; принятие ее позволяет сопоставлять расстояние между собой не только по величине, но делает также осмысленным вопрос о том, на сколько одно из расстояний больше другого. Такая осмысленность происходит от возможности осуществлять сложение и вычитание расстояний.

Перечисленные требования представляют необходимый минимум, и, разумеется, не определяют метрику сколь-нибудь однозначно, - существует бесчисленное множество способов метризации.

Далее будут сформулированы еще две метризационных аксиомы (уже специального вида), выделяющие из множества всех мыслимых на  $\Omega$  метрик единственную (с точностью до нормировки).

Эти дополнительные аксиомы специфицируют метрики, связывая метрическую структуру множества  $\Omega$  со строением его элементов.



Элементы множества  $\Omega$  суть упорядочения. В свою очередь, упорядочения есть бинарные отношения специального вида (антирефлекторные, антисимметричные, транзитные). Таким образом, множество  $\Omega$  является частью совокупности более широкой булевской алгебры  $\beta$  всех бинарных отношений на списке показателей.

В алгебре отношений имеется естественное понятие, обозначимое слово «между».

Для того, чтобы дать первоначальное представление об этом понятии представим себе три отношения  $A$ ,  $B$  и  $C$  таких, что  $B$  есть частный случай  $A$ , и, в свою очередь,  $C$  есть частный случай  $B$ . В такой ситуации говорят, что  $B$  заключено между  $A$  и  $C$ .

Применимость понятия «между» можно значительно расширить, если принять по определению, что  $B$  лежит между  $A$  и  $C$  в том случае, когда:

- а) выполнение  $A$  и  $C$  влечет выполнение  $B$ ;
- б) невыполнение  $B$  влечет за собой невыполнение ни  $A$  ни  $C$ .

Нетрудно понять, что описанный выше частный пример подпадает под общее определение.

Введенное таким образом понятие «между» наследуется из алгебры отношений  $\beta$  на ее подмножество  $\Omega$  - совокупность отношений порядка.

Приведем в качестве примера три порядка, второй из которых лежит «между» двумя другими:

$$1 > 2 > 3$$

$$2 > 1 > 3$$

$$2 > 3 > 1$$

Возвращаясь к спецификации метрик, дополним список метризованных аксиом следующей:

*Metr 5.*  $d(x, y) = d(x, z) + d(z, y)$  - всякий раз, когда порядок  $z$  заключен «между» порядками  $x$  и  $y$  (Аксиома спе-

цификации)

Наконец, если мы находимся в ситуации одинаковой значимости динамических соотношений между показателями системы, становится уместной аксиома:

*Metr 6.*  $d(x^g, y^g) = d(x, y)$  - где  $x^g, y^g$  - упорядочения, полученные из  $x, y$  одной и той же перестановкой  $g$  (Аксиома равноценности)

Основная классификационная теорема гарантирует существование и единственность (с точностью до нормировки) метрики, удовлетворяющей перечисленным аксиомам.

Отказ от любой из аксиом приводит к неоднозначности большей, чем неоднозначность, связанная с нормировкой.

Вернемся вновь к обсуждению понятия «эффективность». Поскольку эффективность определяется близостью фактической порядковой структуры к порядку, диктуемому динамическим нормативом (обозначим его  $\varepsilon$ ), то  $\mathcal{E}(x) = f\{d(x, \varepsilon)\}$  и функция  $f$  устанавливает соответствие между значениями эффективности и близостью к эталону.

Для того чтобы определить закон пересчета расстояний до эталона на шкалу эффективностей, примем естественное допущение о том, что прирост эффективности прямо пропорционален уменьшению расстояния до эталона. Немедленным следствием этого допущения является утверждение о том, что функция  $f$ , осуществляющая перевод со шкалы на шкалу, линейна. Для полного определения зависимости  $f$  остается зафиксировать ее в каких-то двух точках.

Прежде чем двигаться дальше, примем соглашение о нормировке метрики (устраняя, тем самым, последнюю неоднозначность). Выберем нормировку так, чтобы максимальное расстояние между элементами  $\Omega$  было равно единице.

Завершая, наконец, вопрос об измерении эффективности, принудим изменяться последнюю в пределах от нуля до единицы. При этом, мы оправдываем смысл понятия об эффективности, как меры реализации функции системы лишь в том случае, если она примет свое наибольшее значение в режиме эталонном, а наименьшее в режиме максимального от него удаленном. Из этого с необходимостью следует, что  $\mathcal{E}(x) = 1 - d(x, \varepsilon)$ .

Приведем некоторые свойства построенной оценки.

$$1) \mathcal{E}(x) = \frac{1 + \tau(x, \varepsilon)}{2} \text{ где } \tau - \text{коэффициент ранговой корреляции (Кенделла) между упорядочениями } x \text{ и } \varepsilon.$$

делла) между упорядочениями  $x$  и  $\varepsilon$ .

2) «Локальный» смысл оценки  $\mathcal{E}(x)$  улавливается из того, что  $d(x, \varepsilon)$  есть доля инверсий (нарушений эталонного порядка) в фактическом порядке  $x$ , от максимально возможного их числа.

Отметим особо, что значение  $\mathcal{E} = 1$  нельзя расценивать как 100 % реализацию функции системы ввиду того, что динамический норматив есть информационная структура, вообще говоря, не адекватная функции системы: исполненность норматива еще не есть исполненность функции.

На этом построение оценки эффективности в основном заканчивается. Желание модифицировать построенную оценку сводится ввиду ее аксиоматического происхождения, к замене соответствующих аксиом. Всякий несогласный с видом полученной оценки ставится, тем самым, перед необходимостью указать ту из аксиом, которая его почему-то не устраивает.

При этом аксиомы *Metr 1–4* неприкосновенны в большей степени, чем другие, поскольку выражают смысл слова «расстояние». Аксиома спецификации (*Metr 5*) также довольно неприкосновенна, ибо последует адаптацию метрической структуры к структуре порядковой. Отмене (точнее замене) может подлежать разве лишь аксиома разнозначности (*Metr 6*).

Варианты ее модификации можно отчетливо пронаблюдать в ходе доказательства основной классификационной теоремы. Модификации, как показывает логический анализ последней аксиомы, заключается во взвешивании парных предпочтений между показателями.

Построенная оценка эффективности является, как уже было сказано, пороговой. Это ее свойство требует известной аккуратности в интерпретациях.

Пусть, к примеру, два хозяйственных подразделения I и II сравниваются посредством оценки  $\mathcal{E}$ , причем сравнение показало, что  $\mathcal{E}_I \gg \mathcal{E}_{II}$  в то время как векторы их динамических характеристик отличаются совсем незначительно. Такая ситуация может показаться несколько парадоксальной и, уж во всяком случае, «обидной» с точки зрения II-го подразделения, которому, как кажется, нужно совсем немного, чтобы достичь эффективности I-го подразделения. В действительности такая оценка «заслуг» является вполне справедливой, ибо если у II-го подразделения имеется потенция осуществить соответствующие малые, с его точки зрения, сдвиги, то он достигнет желаемой оценки в кратчайший срок, если же такого сдвига не происходит, то это свидетельствует об отсутствии подобной потенции, а вместе с тем, и о необоснованности притязаний. В частности, такой подход указывает на то, какой сдвиг следует считать малым, а какой нет. Пороговость оценки устанавливает, тем самым, автоматически цену и величину сдвигам, соизмеряя в единой системе представлений желаемое и возможным.

Легче всего придти к формулировке понятия о качестве, рассматривая его на фоне представлений об эффективности. Эффективность есть мера реализации функции системы. В таком случае способ ее реализации соответствует качеству деятельности, производимой в системе.

Здесь уместно сделать семантический разбор слова «качество». «Петров лыс, а Иванов бородат» - в подобной фразе выражены определен-

ные качества. Однако в данном примере качество выступает как безотносительная данность. Другой семантический оттенок слова «качество» обнаруживается, если сформулировано понятие полезности. В этом случае объекты рассмотрения наделяются качествами в меру их полезности. При таком подходе «качественность» носит относительный характер.

Подобно тому, как легче указать способ изменения времени, чем дать этому понятию сколь-нибудь точное определение, термин «качество» проще всего определить, обнаруживая способ его оценки.

Предложим следующее «расплывчатое» определение: качество есть связь между приростом полезных свойств в системе, вызванных структурными изменениями в ней, и величиной этих изменений.

Это определение нормативно по своему характеру; его нормативность заключена в словах «прирост полезных свойств», - полезных, разумеется, с точки зрения функции системы.

Если условиться прирост полезности отождествлять с приростом меры реализации функции, то есть с приростом эффективности  $\Delta\mathcal{E}$ , а под величиной структурных изменений понимать расстояние  $d$  между соответствующими порядковыми структурами, то мы приходим к определению меры связи между  $\Delta\mathcal{E}$  и  $d$ , в форме коэффициента  $K$ , устанавливающего их пропорциональность:

$$K = \frac{\Delta\mathcal{E}}{d}. \quad (2.19)$$

Обсудим свойства построенной оценки качества.

1) Если система перешла от режима, имеющего порядковую структуру  $a_1$  к режиму со структурой  $a_2$ , то качество такого перехода оценивается величиной  $K$ , которая равна:

$$K\{a_1 \rightarrow a_2\} = \frac{\Delta\mathcal{E}}{d} = \frac{\mathcal{E}(a_2) - \mathcal{E}(a_1)}{d(a_1, a_2)} = \frac{\tau_2 - \tau_1}{1 - \tau_{12}} \quad (2.20)$$

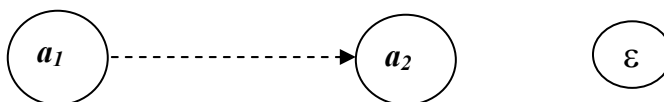
где  $\tau_1 = \tau(a_1, \varepsilon)$ ,  $\tau_2 = \tau(a_2, \varepsilon)$ ,  $\tau_{12} = \tau(a_1; a_2)$  и  $\tau$  - коэффициент ранговой корреляции (Кенделла).

2) Оценка качества принимает значения между минус и плюс единицей:

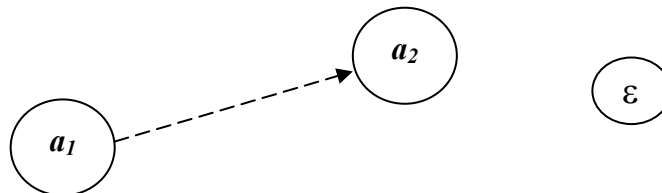
$$-1 \leq K \leq 1.$$

3) Оценка качества имеет тот же знак, что и прирост эффективности. Рост эффективности, тем самым, наделен положительным качеством, в то время как ее падению отвечает качество отрицательное.

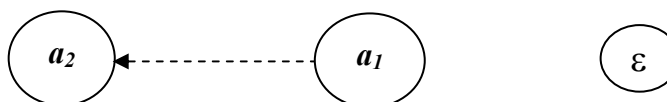
4) Оценка качества  $K\{a_1 \rightarrow a_2\}$  принимает свое наивысшее значение 1 в том случае, когда порядковая структура находится между  $a_1$  и  $\varepsilon$ :



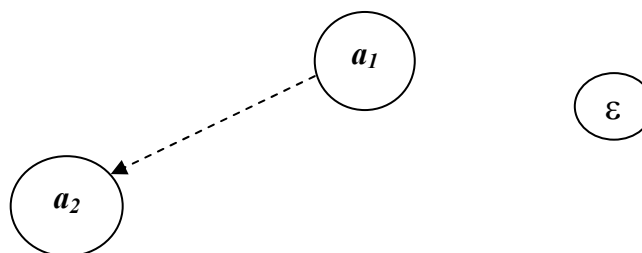
во всех остальных случаях  $K\{a_1 \rightarrow a_2\} < 1$ :



5) Оценка качества  $K\{a_1 \rightarrow a_2\}$  принимает свое наименьшее значение  $-1$  в том случае, когда порядковая структура находится между  $a_2$  и  $\varepsilon$ :



во всех остальных случаях  $K\{a_1 \rightarrow a_2\} > -1$ :



Свойства (1) немедленно следует из определения. Остальные свойства вытекают из очевидной формулы:

$$K\{a_1 \rightarrow a_2\} = \frac{d(a_1, \varepsilon) - d(a_2, \varepsilon)}{d(a_1, a_2)} \quad (2.21)$$

и определения понятия «между» для порядковых структур.

Приведенные рисунки характеризуют оценку качества, как оценку «направленности на эталон». Такая «визуальность» достигается благодаря использованию понятия «между», более точный смысл которого раскрывается утверждением о равносильности следующих свойств:

- а) порядок  $B$  лежит между  $A$  и  $C$ ;
- б) по отношению к порядку  $B$  множество инверсий в  $C$  является частью множества инверсий в  $A$ .

Отсюда, в частности, следует, что порядки, лежащие между данным порядком и нормативом, получаются одним способом, - ликвидацией части инверсий.

Подчеркнем, что речь идет не просто об уменьшении числа инверсий, - в порядке  $a_2$ , лежащим между  $a_1$  и  $\varepsilon$  инверсий не просто меньше, чем в  $a_1$ , но  $a_2$  получен из  $a_1$  ликвидацией некоторых инверсий без добавления новых, - сузился сам ансамбль инверсий.

Приведенное свойство понятия «между» до некоторой степени оправдывает название основанного на нем понятия о качестве, как о способе реализации функции.

Игра на понятии «между» радикально отличает оценку  $K$  от оценки  $\mathcal{E}$ , занимающейся лишь калькуляцией инверсий и не меняющей, в частности, своего значения, когда добавляется несколько «новых» инверсий и исчезает столько же «старых».

Разумеется, так построенные оценки  $\mathcal{E}$  и  $K$  являются независимыми друг от друга измерителями. При этом необходимо подчеркнуть, что эффективность присваивается режиму, то есть состоянию, в то время как

качество – переходу от состояния к состоянию. В этом смысле уместно говорить об эффективности состояния и качестве деятельности.

4. Оценка  $K$  имеет одну важную особенность – она не является величиной всюду определенной. Действительно, пусть  $a_1, a_2$  – порядковые структуры, между которыми осуществился переход:  $a_1 \rightarrow a_2$  и пусть  $a_1 = a_2$ . Такое соотношение говорит о том, что в рамках данного динамического норматива режимы I и II не дискриминируются и, соответственно, отсутствует какая-либо информация о деятельности в системе (со структурной точки зрения). Это находится в полном соответствии с поведением оценки  $K$ , которая равна в этом случае «равна»:

$$K = \frac{\Delta \mathcal{E}}{d} = \frac{0}{0} \quad (\text{неопределенность})$$

Появление неопределенности такого рода указывает на содержательную нетривиальность оценки  $K$ . Желая, тем не менее, эту неопределенность «раскрыть», мы будем считать, что такие ситуации отмечены нулевым качеством. Доводом в пользу этого соглашения является то, что качество проявляется с появлением «полезных» или «вредных» свойств; если же свойства себя вообще никак не проявляют,  $\Delta \mathcal{E}$  (равное нулю) не положительно и не отрицательно, то соответственно ведет себя и оценка качества (равна нулю). С другой стороны нулевое качество хорошо соответствует нулевой информации, снимаемой с помощью норматива в отсутствии структурных изменений.

В заключении приведем пример один характерный пример. Пусть в системе произошли структурные превращения  $a_1 \rightarrow a_2$ , причем  $a_1 = \varepsilon$  ( $\varepsilon$  – эталон). Пусть при этом эффективность изменилась незначительно  $\mathcal{E}(a_2) \approx 1$ .

Подсчитаем  $K$ :

$$K\{a_1 \rightarrow a_2\} = \frac{\tau(a_2; \varepsilon) - \tau(a_1; \varepsilon)}{1 - \tau(a_1; a_2)} = \frac{\tau(a_2; \varepsilon) - \tau(\varepsilon; \varepsilon)}{1 - \tau(\varepsilon; a_2)} = -1$$



Получилось, что сколь угодно незначительному уходу из эталонного режима отвечает предельно низкое качество.

Эффективность режима функционирования и качество, как характеристика деятельности, направленно на его достижение, в действительности являются характеристиками одного целостного понятия, - понятия об уровне реализации функции. Система в процессе своей эволюции принимает ту или иную структурную форму (по роду происходящих в ней взаимодействий) и каждая из этих форм принадлежит к определенному уровню реализации ее функции, уровню в иерархии возможных форм реализации.

Словосочетание «иерархия форм реализации функции» нуждается в определении. Дать вполне строгое этому определению затруднительно. Тем не менее, нужда в метафизическом понятии, касающемся реализации функции, становится очевидной, если вспомнить, что описание функции происходит на языке порядковых структур, языке довольно бедном и не позволяющем достаточно точно дискриминировать различные, по существу, реализации. Точность предлагаемых измерителей ограничена их комбинаторным характером, в частности, конечностью способов упорядочения списка показателей. Нельзя забывать, что, называя порядковую структуру «режимом» мы, допускаем вольность речи, называя так лишь его оценку. Впрочем, вольность речи, происходящая из отождествления реальности символами языка, - явление обычное для любого из научных языков.

Выходя за пределы «жесткого» языка упорядочения, мы оказываемся принужденными разговаривать на «метаязыке», - языке, при своей «мягкости» столь общим, что определения, выраженные на нем сродни намекам. Однако такой выход необходим ввиду того, что никакой «жесткий» язык, как бы он ни был сложен, не может быть вполне адекватен реальности. Вместе с тем попытка такого выхода – единственно возможный путь для построения языка более полного.

Понятие об иерархии форм реализации функции невыразима на языке порядковых структур, однако определенный оттенок этого, можно уловить хотя бы в том, что сами упорядочения в конечном счете «ложатся» на линейную шкалу эффективности.

Невыразимость иерархичности состоит, однако, не в том, что эффективность «склеивает» различные упорядочения, но в том, что распределение порядков по уровню их эффективности едва ли адекватно значению уровней в иерархии форм реализации функции системы. Отметим, что благодаря «склеиванию» неоднозначно характеризуется оценкой эффективности режим. При этом указанная неоднозначность (неопределенность) оценки распределена по ее значениям неравномерно:

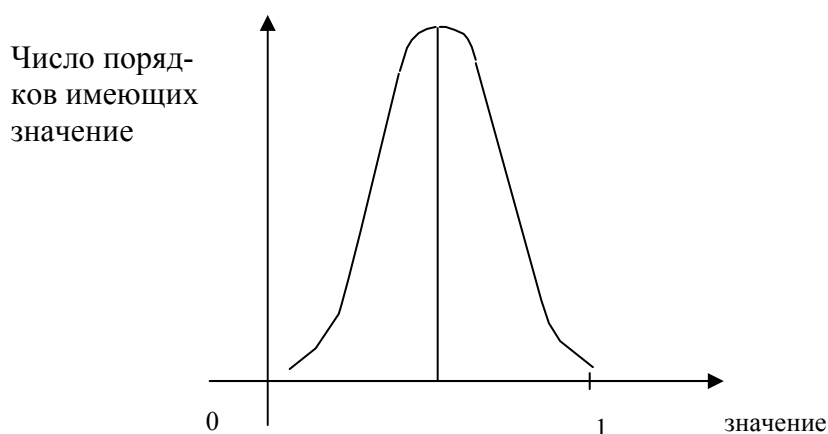


Рисунок 2.3. Распределение неопределенности оценки эффективности

Из рисунка, во всяком случае, видно, что неопределенность быстро снимается при достаточно больших значениях  $\mathcal{E}$ .

Однако неопределенность на уровне языка упорядочений не исчерпывает неопределенность по существу.

Действительная природа неопределенности знания уровня реализации функции посредством оценки эффективности происходит из того, что одно и то же значение эффективности может быть присвоено ситуациям, наделенным разным качеством.

Основной тезис состоит в том, что уровни реализации функции неразличимы, тем более чем меньшее значение имеет параметр качества. Становясь на точку зрения, согласно которой как эффективность, так и качество являются понятиями, производными от более общего понятия – результативности, мы будем считать последнюю измерителем уровня реализации функции.

В этом смысле эффективность можно рассматривать как оценку уровня реализации функции при каждом фиксированном значении оценки качества. Эффективность – это результат при данном качестве.

Таким образом,  $P$  (результативность) представляет собой величину, подлежащую оценке,  $K$  - характеризует условия измерения, а  $\mathcal{E}$  - результат измерения, проведенного в данных условиях.

Аналитически сказанное можно выразить с помощью равенства:

$$\mathcal{E} = f(P, K)$$

причем функция двух переменных  $f$  соответствует способу измерения.

Для того, чтобы установить конкретный вид этой зависимости представим себе абстрактный процесс перехода с одного уровня реализации на другой и опишем его в терминах относительных приростов оценок  $P$  и  $\mathcal{E}$ .

Мы выбираем для сопоставления относительные приросты  $\Delta P/P$  и  $\Delta \mathcal{E}/\mathcal{E}$ , а не сами приросты ввиду того, что в чистых приростах не содержится никакой информации о том, с какой «ступеньки» совершается «восхождение».

Решающим моментом в настоящем рассуждении является неравенство:

$$\Delta P/P \geq \Delta \mathcal{E}/\mathcal{E} \quad (2.22)$$

содержательный смысл, которого заключается в большей чувствительности (большей «разрешающей» способности) оценки  $P$  по отношению к изменениям уровня реализации, чем оценки  $\mathcal{E}$ .

С другой стороны, оценка  $\mathcal{E}$  имеет «разрешение» меньшее, чем оценка  $P$  именно в силу того, что последнее ухудшается (снижается) отсутствием полного (то есть максимального) качества.

Аналитически это можно выразить соотношением сжатия:

$$\frac{\Delta \mathcal{E}}{\mathcal{E}} = \gamma \cdot \frac{\Delta P}{P} \quad (2.23)$$

где  $0 \leq \gamma \leq 1$  - параметр качества, снижающий разрешение оценки  $P$  до уровня «разрешения» оценки  $\mathcal{E}$ .

Параметр качества  $\gamma$  находится в прямой зависимости от построенной ранее оценки качества и отличается от нее выбором шкалы.

Считая порции  $\Delta \mathcal{E}$  и  $\Delta P$  бесконечно – малыми, мы можем рассматривать последнее равенство как дифференциальное уравнение, связывающее интересующие нас величины.

Заметим тут же, что полученное дифференциальное уравнение:

$$d\mathcal{E}/\mathcal{E} = \gamma \cdot dP/P \quad (2.24)$$

носит всего лишь асимптотический характер, так как в действительности порции  $\Delta \mathcal{E}$  и  $\Delta P$  нельзя считать бесконечно – малыми ввиду дискретности самих оценок. Однако при достаточно большом числе показателей оно дает хорошее приближение.

Подчинив решение последнего уравнения условию  $0 \leq P \leq 1$ , мы найдем его вполне однозначно в виде:

$$\mathcal{E} = P^\gamma \quad (2.25)$$

или, поскольку нас интересует  $P$ :

$$P = \mathcal{E}^{1/\gamma}. \quad (2.26)$$

Выражая параметр качества  $\gamma$  через оценку  $K$  мы приходим к

$$\gamma = \frac{1+K}{2} \quad (2.27)$$

и

$$P = \mathcal{E}^{1+K}. \quad (2.28)$$

Приступим к обсуждению построенной оценки результативности.

а) Результативность связана как с эффективностью, так и с качеством прямой зависимостью.

б) При наличии полного качества ( $K = 1$ ) оценка результативности совпадает с оценкой эффективности.

в) Никакое, кроме предельно низкого, значение оценки качества не ограничивает области изменения оценки результативности. В частности значению  $\mathcal{E} = 1$  всегда отвечает значение  $K = 1$ .

г) Предельно – низкому значению оценки качества ( $K = -1$ ) отвечает значение  $P = 0$  во всех случаях, кроме случая  $\mathcal{E} = 1$ , то есть случая полной реализации динамического норматива.

д) При любом значении оценки качества справедливо неравенство:

$$\mathcal{E} \geq P.$$

Приведем графики зависимости  $P$  и  $\mathcal{E}$  при разных уровнях оценки качества:

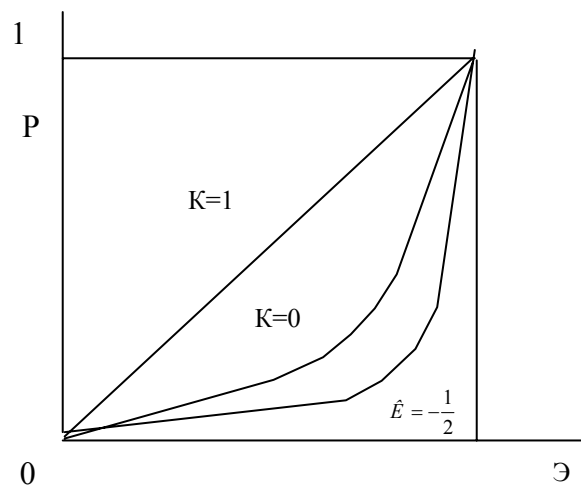


Рисунок 2.4. Графики зависимости результативности и эффективности управления при разных уровнях оценки качества.

Приведем некоторые комментарии перечисленных свойств.

Свойство (а) в комментарии не нуждается. Свойство (б) выражает тот факт, что качество характеризует условие измерения, а вместе со свойством (д) говорит о том, что оценка эффективности является «оптимистичной» по отношению к оценке  $P$  именно ввиду неустойчивости этих условий. Свойство (в) выражает то обстоятельство, что условия измерения (то есть качество реализации функции) сами по себе не являются фактором, исключающим возможность наблюдать какое-либо из упорядочений динамических характеристик. Наконец, свойство (г) отмечает особую роль как предельно – низкого качества (когда все «расплывается»), так и предельно-высокой эффективности.

Из всего сказанного можно увидеть, что одно и то же значение оценки результативности может быть получено при разных сочетаниях эффективности и качества. Это лишний раз подчеркивает взаимно-дополнительный характер этих оценок, говорит о том, что каждая из них есть лишь один из аспектов в оценке уровня реализации функции системы.

В заключение необходимо отметить, что оценка  $P$ , ее конкретное выражение через  $\mathcal{E}$  и  $K$  построены лишь благодаря введению дополнительных соглашений, выходящих за рамки «жестко» языка упорядочений. Основное неравенство, связывающие ему рассуждения проводились на более «мягком» языке. В рамках только языка упорядочений, без привлечения дополнительных соглашений построение оценки  $P$  как оценки уровня реализации невозможно в принципе.

Степень приближения фактической динамики к эталонной можно измерить различными способами. Если порядок темпов линейный, как в неравенстве (2.11), то для этих целей можно применить коэффициент ранговой корреляции Спирмена (см. например [20, 104, 105, 106, 107]). Если же порядок темпов нелинейный, как в выражении (2.18), то используется аппарат теории матриц, а именно Хэмминговые расстояния (см. например

[108, 109]). Так как в представленной работе для оценки сбалансированности интересов применяются нелинейные порядки темпов, осветим механизм расчета меры отклонения реальной динамики от эталонной на основе оценки расстояний между матрицами подробно.

#### 2.4. Технические особенности оценки меры сбалансированности корпоративных интересов

Большое количество результатов, характеризующих финансовые результаты управления корпорацией, создает методические трудности для их обработки. Различия в экономическом смысле показателей затрудняют выбор субъектам рынка тех из них, которые в наибольшей степени дают информацию о реальном состоянии корпоративных отношений. Поэтому степень достижения эталонной динамики (2.18) должна выражаться единым интегральным показателем. Подобная оценка легко интерпретируется, позволяет сжать большой объем информации о достигнутых результатах и позволяет проводить сравнительный анализ как с конкурентами, так и между подразделениями одного предприятия.

Для построения интегральной оценки управления корпоративными ресурсами воспользуемся математическим аппаратом теории матриц. Зададим граф эталонного упорядочивания (рисунок 2) в матричной форме:

$$M[\text{ЭП}] = \{ \mu_{ij} \}, \quad (2.29)$$

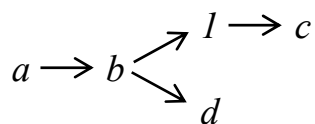
$$\mu_{ij} = \begin{cases} 1, & \text{если } h^H(i) > h^H(j) \text{ и для } i = j, \\ -1, & \text{если } h^H(i) < h^H(j), \\ 0, & \text{если упорядочение между } h^H(i) \text{ и } h^H(j) \text{ не установлено,} \end{cases}$$

где  $\mu_{ij}$  – элемент матрицы эталонного упорядочения;

$i, j$  – номера показателей;

$h^H(i), h^H(j)$  – нормативные темпы изменения показателей  $i, j$ .

Поясним алгоритм построения матрицы графа эталонного упорядочения показателей на условном примере. Пусть имеется следующее эталонное упорядочение произвольных показателей  $a, b, c, d$ :



Направление каждой стрелки описывает соотношение между нормативными темпами показателей. Так  $a \rightarrow b$  означает:  $h^H(a) > h^H(b)$ .

Рассматриваемый граф строится в матричной форме по правилу (2.29). Получим:

	$a$	$b$	$l$	$c$	$D$
$a$	1	1	1	1	1
$b$	-1	1	1	1	1
$l$	-1	-1	1	1	0
$c$	-1	-1	-1	1	0
$d$	-1	-1	0	0	1

Темп показателя  $a$ , согласно эталонному порядку, должен быть наивысшим. Следовательно, строка матрицы для показателя  $a$  будет содержать одни единицы. Так  $h^H(a) > h^H(c)$ , а значит  $\mu_{ac} = 1$ . Следующий в нормативном порядке показатель  $b$ , для него в строке матрицы также будут стоять единицы во всех столбцах, кроме столбца  $a$ . Для него  $h^H(b) < h^H(a)$  и  $\mu_{ba} = -1$ . Для показателей  $c$  и  $d$ , а также  $l$  и  $d$  соотношение в эталонном порядке не установлено, следовательно  $\mu_{cd} = \mu_{dc} = \mu_{ld} = \mu_{dl} = 0$ . По главной диагонали стоят единицы, так как согласно системе (2.19)  $\mu_{aa} = \mu_{bb} = \mu_{cc} = \dots = 1$ .



Для фактического порядка, получаемого как результат деятельности конкретной организации, строится аналогичная матрица инцидентности:

$$M[\Phi\Pi] = \{\eta_{ij}\}, \quad (2.30)$$

$$\eta_{ij} = \begin{cases} 1, & \text{если } h^\Phi(i) > h^\Phi(j) \text{ и для } i = j, \\ -1, & \text{если } h^\Phi(i) < h^\Phi(j), \\ 0, & \text{если упорядочение между } h^H(i) \text{ и } h^H(j) \text{ не установлено,} \end{cases}$$

где  $\eta_{ij}$  – элемент матрицы фактического упорядочения;

$i, j$  – номера показателей;

$h^\Phi(i), h^\Phi(j)$  – фактические темпы изменения показателей  $i, j$ .

$h^H(i), h^H(j)$  – нормативные темпы изменения показателей  $i, j$ .

Фактический порядок часто не совпадает с эталонным. Необходимо вычислить степень отклонения фактического порядка от эталонного. Пусть в нашем примере фактический порядок показателей, как результат деятельности компании, не совпадает с эталонным:

$$a \rightarrow d \rightarrow b \rightarrow 1 \rightarrow c.$$

Здесь возможен линейный порядок, так как значения темпов являются рациональными числами и их можно между собой сравнить. Для фактического порядка строится аналогичная матрица  $M[\Phi\Pi]$ , только вместо плановых темпов оцениваются фактические.

Для нашего примера имеем следующую матрицу инцидентности:

	$a$	$B$	$I$	$C$	$d$
$A$	1	1	1	1	1
$B$	-1	1	1	1	-1
$I$	-1	-1	1	1	0
$C$	-1	-1	-1	1	0
$D$	-1	1	0	0	1

Порядок показателей  $b$  и  $d$  по сравнению с эталонным нарушен, то есть  $h^\Phi(b) < h^\Phi(d)$  и  $\eta_{bd} = -1$  и  $\eta_{db} = 1$ . Для показателей  $c$  и  $d$ ,  $1$  и  $d$  нормативное соотношение не установлено, поэтому в матрице фактических порядков, как и в матрице эталонного упорядочения, на пересечении строк и столбцов, соответствующих этим показателям, стоят нули.

Расстояние между  $M[\text{ЭП}]$  и  $M[\text{ФП}]$  характеризует степень отклонения фактического развития предприятия от требуемого эталонного. Обозначим расстояние между  $M[\text{ЭП}]$  и  $M[\text{ФП}]$  через  $d$ , которое вычисляется по формуле:

$$d = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n |\mu_{ij} - \eta_{ij}|. \quad (2.31)$$

Здесь  $\mu_{ij}$  – элемент на пересечении  $i$ -ой строки и  $j$ -го столбца  $M[\text{ЭП}]$ .

$\eta_{ij}$  – элемент пересечения  $i$ -ой строки и  $j$ -го столбца  $M[\text{ФП}]$ .

В нашем случае  $d = 4$ . Однако абсолютная величина расстояния между  $M[\text{ЭП}]$  и  $M[\text{ФП}]$  малоинформативна. Необходимо нормировать меру различия между этими матрицами, которое вычисляется по формуле

$$R = \frac{d}{2 \cdot K}, \quad (2.32)$$

где  $K$  – количество ненулевых клеток в  $M[\text{ЭП}]$ , не учитывая клетки главной диагонали.

$R$  – величина нормированная:  $0 \leq R \leq 1$ .

В рассматриваемом случае  $K = 16$ , а  $R = 0,125$ . То есть мера различия между  $M[\text{ЭП}]$  и  $M[\text{ФП}]$  равна  $0,125$ .

Мера различия – понятие малооперациональное. Лучше использовать понятие меры сходства  $S$ . Последняя рассчитывается по формуле

$$S = (1 - R) \cdot 100\%. \quad (2.33)$$

В нашем случае  $S = 87,5\%$ , то есть фактическое направление развития совпадает с рекомендуемым на  $87,5\%$ . В лучшем случае совпадение было

бы 100 %, в худшем – нулевое. Таким образом, финансовая деятельность рассматриваемого предприятия может быть охарактеризована как «выше среднего».

Это позволяет сказать, что определен единый показатель, позволяющий дать итоговую оценку результативности корпоративного менеджмента и комплексный результат совокупности факторов, оказывающих влияние на баланс корпоративных интересов в различных ситуациях.

Менеджмент предприятия должен предпринять усилия в исправлении сложившейся ситуации и приблизиться к балансу интересов. Для этого необходимо определить, какие сферы деятельности анализируемых отношений являются самыми проблемными и требуют первоочередных усилий. Необходимо провести дальнейшую диагностику возникшей ситуации. Как это делается на основе предложенного инструментария, будет описано в одной из следующих глав.

По материалам второй главы можно сделать следующие выводы.

1. Начальным этапом деятельности по регулированию корпоративных отношений является оценка степени сбалансированности интересов, достигнутой к настоящему моменту времени. Она показывает, насколько сложившееся положение соответствует ожиданиям различных заинтересованных субъектов. Причем их потребности – разнородны и разнообразны, варьируются от субъекта к субъекту. Поэтому критерий результативности менеджмента корпорации должен учитывать различные аспекты удовлетворения корпоративных интересов и, более того, выражаться интегральным показателем.

2. Регулирование корпоративных отношений на основе установления целевых показателей деятельности, даже согласованных на всех уровнях корпоративного управления, в силу неопределенности внешней среды не подходит для оценки сбалансированности корпоративных интересов, так как своими непредсказуемыми последствиями несет угрозу и собственно-

кам, и менеджерам предприятия. К тому же, такой способ регулирования не пригоден для акционеров-аутсайдеров и межкорпоративных сравнений.

3. Используя методы сравнительного финансового анализа при оценке деятельности корпорации, аналитик может получить весьма неоднозначные выводы. Так, даже среди однотипных показателей тенденции результатов могут значительно различаться; имея подобную противоречивую динамику показателей, невозможно установить конечный результат действия совокупности рассматриваемых факторов, то есть выявить, насколько успешно развивался исследуемый объект; затруднительно определить, какие сферы управления предприятием являются наиболее проблемными. Отсюда вытекает потребность в интегральных показателях, обобщающих отдельные результаты деятельности корпорации.

4. Существуют различные подходы построения обобщающих показателей, среди них – анализ рентабельности либо совокупных активов, либо собственного капитала. При том, что они действительно являются обобщающими показателями и являются важной характеристикой использования менеджерами капитала предприятия, они, однако, отражают лишь незначительный аспект корпоративных отношений, и поэтому не могут использоваться в оценке их сбалансированности. Кроме того, названные характеристики выражают интересы только акционеров, да и то не всех.

5. Так как инвесторы осуществляют свои инвестиции в разных отраслях, должен существовать инструментарий, позволяющий осуществлять выбор объектов вложений в различных отраслях, даже очень непохожих, таких как, например, информационные технологии и добыча полезных ископаемых.

6. Приемы и методы бухгалтерского учета, установленные законодательством, позволяют адаптировать и представлять информацию о деятельности предприятия в выгодном для менеджеров свете. Поэтому желательно применять такой сводный показатель, при расчете которого исполь-

зовалось бы больше показателей, взаимосвязанных между собой, чтобы затруднить возможность манипуляции данными. Требование взаимоувязки показателей в этом контексте является очень важным, иначе одним лишь изменением числа показателей, употребляемых в процессе оценки корпоративных интересов, проблему достоверности финансовых отчетов не решить.

7. Представление о гипотетическом эталонном предприятии и его показателях, на наш взгляд, дает достоверную информацию о степени сбалансированности корпоративных интересов. Определяя отклонения деятельности анализируемого предприятия от эталонного, можно дать внятную интерпретацию достигнутым результатам. Однако в отличие от существующих подходов, показатели эталонного предприятия не должны формироваться из лучших результатов деятельности среди подобных предприятий, должны быть взаимосвязаны между собой, и их пороговые значения должны быть представлены в динамике.

8. Многие рейтинги корпоративного управления построены на соблюдении интересов акционеров в области законодательных норм. Учитывая не редкость нарушений прав, особенно миноритарных, акционеров, необходимость таких рейтингов очевидна. Но оценка сбалансированности интересов в корпоративном управлении должна основываться на способности капитала приносить доход, а не на правовых факторах деятельности корпорации. Предприятия, имеющие низкий рейтинг корпоративного управления, могут приносить значительный доход своим акционерам, и, наоборот, фирмы с высоким рейтингом – не соответствовать ожиданиям владельцев по финансовым результатам. В этом контексте первая компания приносит большую выгоду своим собственникам и имеет более высокую оценку с их стороны. Поэтому анализ деятельности менеджеров в интересах владельцев корпорации необходимо осуществлять в плоскости

финансовых показателей, а не организационно-юридических характеристик.

9. Координация корпоративных отношений на основе добавленной стоимости акционерного капитала – один из самых распространенных на сегодня подходов в теории и практике корпоративного управления. Однако отметим ряд факторов, не позволяющих применять данный показатель в качестве главного критерия баланса корпоративных интересов. Среди них – невозможность объективной оценки стоимости бизнеса; не все рыночные субъекты обладают одинаковой информацией как о предприятии, так и о тенденциях рынка; повышение стоимости бизнеса не всегда является главной целью как собственников, так и менеджеров корпорации; государство может применять к оценке деятельности предприятий отличные от рыночной стоимости критерии, что может стать неожиданностью для всех участников корпоративных отношений. Поэтому добавленная стоимость акционерного капитала не является исключительным критерием корпоративного управления и сбалансированности корпоративных интересов.

10. При построении индексов корпоративного управления необходимо задавать систему ориентиров, достигнув которых можно было бы сделать однозначный вывод об успешности деятельности менеджеров, которая устраивает большинство участников корпоративных отношений, тогда как рассмотренные выше индексы основаны на сравнении предприятий, без чего нельзя оценить полученные результаты. Для принятия же более обоснованных решений в сфере регулирования корпоративных отношений требуется устанавливать границы изменения итогового показателя, тем самым обозначая наихудший и наилучший вариант развития событий.

11. В основу методики оценки сбалансированности корпоративного интереса должен лечь подход, основанный на балансе интересов, а не их конфликте. Состояние конфликта во взаимодействии экономических партнеров есть признак экономической нецелесообразности их сотрудничества

с позиций хотя бы одной из взаимодействующих сторон. Баланс интересов в самом общем плане можно понимать как отсутствие конфликта интересов. Причем для соблюдения баланса интересов вовсе не обязательно, чтобы обе стороны реализовывали свои интересы полностью; главное, чтобы их взаимодействие отвечало критерию экономической целесообразности.

12. К свойствам, которыми должен обладать измеритель баланса корпоративных интересов, можно отнести следующие: принцип действующего и развивающегося предприятия; содержательное соответствие управляющего воздействия управляемому процессу; информативность; общность методики, используемой для анализа результатов деятельности; операциональность; методическая простота; измеритель должен быть основан на балансе интересов, а не на их конфликте; должен основываться на способности капитала приносить доход, а не на правовых факторах деятельности корпорации; динамическая сопоставимость и динамическая соподчиненность показателей.

13. Природа и качество организации во многом определяется ее динамикой. Она оказывает огромное влияние на многообразие связей внутри организации и на состояние внешней среды, в которой она находится. Корпоративные отношения представляют собой разновидность внутренних и внешних связей организации, следовательно, динамика является одной из главных ее характеристик. Показатели деятельности предприятия, характеризующие корпоративные интересы, изменяются во времени, совокупные корпоративные интересы также могут меняться со временем. Поэтому при построении оценки деятельности корпорации необходимо, с одной стороны, критерию баланса интересов придать динамическое представление, с другой стороны, измерить степень отклонения реальных показателей функционирования от данного критерия.

14. Должны учитываться свойства динамической сопоставимости и динамической соподчиненности показателей, которые означают, что по-

следние должны гарантировать сравнимость во времени и пространстве оценок принимаемых решений, то есть несопоставимые в статике характеристики хозяйства становятся сопоставимыми в динамике. Соблюдение указанного порядка свидетельствует о высоком уровне управления предприятием. Его нарушение говорит о наличии проблем. В этом случае наемные менеджеры управляют корпорацией далеко не с соблюдением корпоративных интересов. Более того, в динамике темповые характеристики организации могут быть проранжированы и соподчленены относительно друг друга.

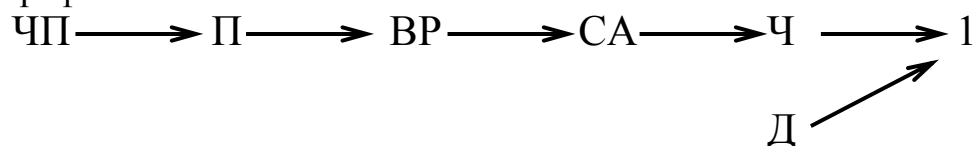
15. В качестве основных показателей баланса корпоративных интересов использованы следующие показатели: выручки от реализации продукции, прибыли до налогообложения, чистой прибыли, численности персонала, совокупных активов и выплаченных дивидендов. Эти показатели отвечают требованиям, предъявленным к оценке деятельности корпоративного менеджмента, так как: соответствуют принципу действующего предприятия, отражают развитие предприятия, его рост и способность к адаптации, в условиях ограниченности информации, свойственной корпоративному управлению, рассматриваемые показатели являются наиболее доступными; отражают важнейшие финансовые характеристики для настоящих и потенциальных акционеров: экономический рост, размер корпорации, отдачу авансированного капитала, эффективность использования ресурсов, производительность, рост благосостояния владельцев; настоящие показатели легко поддаются упорядочиванию в динамике. На основе представленных показателей можно получить достаточно информативные аналитические выводы о деятельности менеджеров в установлении баланса интересов.

16. Дивидендная политика является одним из краеугольных камней согласования корпоративных интересов как между акционерами, так и в отношениях «владелец–менеджер». Это происходит в силу того, что рефи-



нансирование прибыли является достаточно существенным источником развития фирмы. С этих позиций менеджеры заинтересованы в уменьшении доли чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов. Но с другой стороны, по величине дивидендов большинство акционеров судит о целесообразности инвестиций, так дивиденды оказывают непосредственное влияние на курс акций. Тем самым, приходится решать задачу определения компромиссного значения размера выплачиваемых дивидендов и прибыли, остающейся в распоряжении предприятия.

17. Совокупность корпоративных интересов и их упорядочение имеет вид графа:



Направление каждой стрелки описывает соотношение между нормативными темпами показателей. Так  $ЧП \rightarrow П$  означает:  $h(ЧП) > h(П)$ , где  $h(a)$  – темп роста показателя  $a$ . Представленный граф является эталонной динамикой развития компании и основой управления корпорацией в интересах большинства участников корпоративных отношений. Степень приближения реальной динамики к эталонной и будет характеризовать уровень менеджмента корпоративных систем, а также его соответствие ожиданиям акционеров. Помимо этого, он в необходимой мере описывает направление развития предприятия и может служить основой мониторинга деятельности корпораций различных отраслей и масштабов деятельности.

18. Различия в экономическом смысле показателей затрудняют выбор субъектам рынка тех из них, которые в наибольшей степени дают информацию о реальном состоянии корпоративных отношений. Поэтому степень достижения эталонной динамики должна выражаться единым интегральным показателем. Подобная оценка легко интерпретируется, позволяет сжать большой объем информации о достигнутых результатах и позволяет проводить сравнительный анализ как с конкурентами, так и между

подразделениями одного предприятия. Степень приближения фактической динамики к эталонной рассчитывается как нормированное расстояние между матрицами, которые соответствуют графам реальной и нормативной динамики. Тем самым, определен единый интегральный показатель сбалансированности корпоративных интересов.

### **3. ОЦЕНКА СОБЛЮДЕНИЯ БАЛАНСА ИНТЕРЕСОВ В КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСАХ**

#### **3.1. Оценка сбалансированности корпоративных интересов в компаниях разных отраслей**

Ранее была предложена концепция оценки баланса корпоративных интересов на основе анализа динамики ключевых показателей деятельности фирмы. В качестве этих показателей приняты – выручка от реализации, совокупные активы, чистая прибыль и т.д. Основные выводы этой концепции проверяются на примере известных российских корпораций.

Оценим, насколько деятельность менеджеров российских предприятий соответствует достижению баланса совокупных интересов корпорации. Для этих целей будем использовать данные открытой финансовой отчетности предприятий, размещенных на сайте агентства раскрытия информации «СКРИН» [89]. Результаты деятельности некоторых российских корпоративных структур за период 2003–2004 гг. представлены в таблице 3.1.

Поясним, как отбирались предприятия для анализа. Во-первых, фирмы должны иметь корпоративную форму хозяйствования. Во-вторых, принадлежать к крупнейшим российским компаниям, чтобы их легко можно было идентифицировать, и внимательный читатель мог легко получить данные об их деятельности. В данном случае взяты предприятия из рейтинга 400 крупнейших «РИА-Эксперт» [90]. В третьих, в соответствии со свойством общности методики и необходимостью оценки предприятий, осуществляющих свою деятельность в разных сферах деятельности, принадлежать к разным отраслям. Так в сформированном списке присутствуют предприятия:

**Финансовые результаты деятельности крупнейших российских корпораций за период 2003-2004 г.г.**

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Численность (Ч), чел.		Совокупные активы (СА), млн.руб.		Выручка от реализации (ВР), млн.руб.		Балансовая прибыль (БП), млн.руб.		Чистая прибыль (БП), млн.руб.		Дивиденды (Д), руб. на акцию	
		2003 г.	2004 г.	2003 г.	2004 г.	2003 г.	2004 г.	2003 г.	2004 г.	2003 г.	2004 г.	2003 г.	2004 г.
1	ОАО "Газпром"	4 795	5 318	2295564	2511849	780613,0	887230,7	198287,8	210717,9	142622,6	161084,0	0,69	1,19
2	ОАО "ВымпелКом"	7 600	8 965	41 053,7	94 771,0	27 438,3	24 283,0	5 025,2	9 723,0	3 657,5	7 190,3	0,0	0,0
3	ОАО "ГАЗ"	59 933	54 518	19 453,0	16 625,5	36 685,9	46 654,6	429,2	596,6	17,8	79,9	0,0	0,0
4	ОАО "Торговый Дом ГУМ"	1 657	1 324	2 323,4	2 600,9	2 651,5	2 241,2	436,6	567,2	301,7	421,3	0,0	0,0
5	ОАО "Дальневосточное морское пароходство"	4 518	4 181	4 718,5	5 045,1	5 512,8	6 492,6	577,3	1 343,4	432,1	1 042,7	0,0	0,0
6	ОАО "АВТОВАЗ"	118421	117558	103 952,0	108 622	107 381,0	125 976	6,6	8,3	4,7	5,6	6,00	23,00
7	ЗАО "АК Алроса"	39 578	37 561	102 353,2	110 971	56 752,3	64 268,7	13 157,8	17 625,1	9 663,1	13 916,6	6 000,0	9 000,0
8	ОАО "Аэрофлот"	14714	14735	20354,9	24295,7	48 527,4	56 377,2	5 496,8	8 266,5	3 978,0	6 330,1	0,43	0,70
9	ОАО "Вимм-Билль-Данн Продукты питания"	310	303	12 265,0	12 138,7	470,5	425,7	152,7	176,9	94,3	118,3	0,0	0,0
10	ОАО "Волга"	3 917	3 819	3 801,3	5 266,0	5 950,1	6 053,6	-73,6	399,7	-161,1	250,0	0,0	0,0
11	ОАО "Кондопога"	7 287	7 499	9 111,1	10 147,9	6 091,8	7 984,4	14,7	383,2	132,4	383,8	4,0	5,0
12	ОАО "Красный Октябрь"	3 321	3 217	2 773,5	2 835,1	3 957,3	4 530,5	407,8	435,1	298,4	244,1	1,21	1,21
13	ОАО "Лебедянский"	2955	3656	2 947,9	4 517,0	8 146,5	10 571,5	1 339,5	2 270,4	1 012,0	1 692,4	9,82	0,0
14	ОАО "Ленэнерго"	14 839	14 011	49 225,4	54 497,6	26 623,4	30 189,5	436,6	1 006,7	219,3	840,5	0,1366	0,1905
15	ОАО "Лукойл"	1879	1925	227 089,1	287 317	261 916,4	364 799	61 384,1	103 653	48 041,9	78 027,8	24,0	28,0
16	ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"	34 259	31 868	74 869,7	128 294	88 638,7	133 544	27 348,1	44 134,3	20 371,2	33 446,5	0,027	1,34
17	ОАО "Мегафон"	1 165	1 540	26 488,1	53 111,8	13 504,1	18 605,4	4 842,1	4 290,2	3 694,7	3 130,7	0,0	0,0
18	ОАО "Мечел"	24 987	24713	16 587,6	23 004,6	25 678,3	44 421,9	1 122,3	4 787,4	805,0	3 567,8	0,0	0,0
19	ОАО "Мосэнерго"	47 814	47382	126 674,9	132 047	69 605,0	89 341,0	3 197,6	5 013,1	1 731,0	2 207,7	0,0217	0,0221
20	ОАО "Мобильные теле-системы"	8 084	10 530	97 858,5	119 007	48 201,4	61 744,7	18 411,2	20 532,8	13 310,0	362 538	3,202175	5,7520
21	ОАО "Ижевский машзавод"	256	161	7 392,8	7 346,4	40,6	421,1	5,9	10,6	21,6	1,3	0,0	0,0
22	ОАО "Корпорация "Иркут"	15 609	11 265	23 967,8	27 220,9	13 072,2	18 542,3	327,2	1 188,7	130,8	841,2	0,040	0,1
23	ОАО "Казанский вертолетный завод"	7 366	7 351	8 396,5	7 816,9	6 713,3	5 548,9	1 012,4	254,2	723,0	190,4	0,08	0,0

Продолжение таблицы 3.1

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Численность (Ч), чел.		Совокупные активы (СА), млн.руб.		Выручка от реализации (ВР), млн.руб.		Балансовая прибыль (БП), млн.руб.		Чистая прибыль (БП), млн.руб.		Дивиденды (Д), руб. на акцию	
		2003 г.	2004 г.	2003 г.	2004 г.	2003 г.	2004 г.	2003 г.	2004 г.	2003 г.	2004 г.	2003 г.	2004 г.
24	ОАО "Концерн "Калина"	2 714	2 481	3 638,5	4 842,2	4 845,4	5 196,1	774,9	755,8	590,5	549,5	7,5	12,36
25	ОАО "Новороссийский морской порт"	4024	4040	9 475,6	10 659,3	4 775,4	4 806,7	2 235,9	1 966,8	1 666,9	1 457,1	0,015	0,015
26	ОАО "Новолипецкий металлургический комбинат"	40 981	39 433	71 527,1	114 125	75 026,2	126 181	29 897,4	65 599,0	22 568,9	49 849,1	0,6045	1,8
27	ОАО "Нойзидлер Сыктывкар"	5 532	5 548	11 668,5	12 240,3	10 475,7	12 650,1	1 928,2	2 015,1	1 413,5	1 461,2	1323,0	1280,0
28	ОАО "ГМК "Норильский никель"	62 685	59 978	257 170,9	317 435	135 326,9	163 376	53 756,1	70 558,7	36 483,9	51 143,6	42100000	69400000
29	ОАО "Первый канал"	2 063	2 129	6 580,8	7 256,8	9 504,5	10 221,5	2 621,7	928,6	2 076,8	709,5	0,0	0,0
30	ОАО РАО "ЕС России"	3 463	2 119	322 029,1	335 498	51 666,8	34 460,7	32 636,1	27 232,5	24 605,0	24 068,5	0,0469	0,0559
31	ОАО "РБК Информационные Системы"	110	175	561,4	1 397,7	27,5	246,4	1,5	-4,6	0,6	-4,5	0,0	0,0
32	ОАО "Ростелеком"	28 185	25 561	43 918,9	44 596,1	29 927,9	37 470,5	10 693,2	9 780,9	7 899,3	7 221,3	0,8781	1,4593
33	ОАО "РТК-лизинг"	88	112	25 606,0	28 591,4	2 406,5	4 324,2	1 646,1	1 173,4	1 245,2	868,5	18000000	185000000
34	ОАО "Сибнефть"	768	1 069	143 319,9	172 434	112 821,7	183 638	4 176,4	62 853,1	2 941,0	45 576,3	7,90	13,9
35	ОАО "Сильвинит"	10 394	10 423	9 638,4	10 561,6	8 299,3	10 332,6	696,7	2 771,5	547,6	2 067,5	7,0	26,0
36	ОАО АФК "Система"	308	267	110 952,3	165 493	1 574,9	3 128,9	88 723,0	50 994,0	67 622,1	50 864,9	18,5	26,0
37	ОАО "Сургутнефтегаз"	85 723	82 717	535 637,1	645 034	213 335,3	288 064	61 876,5	101 680	17 371,2	65 859,1	0,14	0,4
38	ОАО "Тюменская нефтяная компания"	461	468	194 198,3	293 041	99 059,9	151 616	1 424,0	650,4	1 103,1	402,6	0,0	0,0
39	ОАО "Транснефтепродукт"	271	266	7 694,4	11 294,3	7 984,9	9 403,5	1 762,2	4 477,4	1 106,2	3 242,7	0,079	0,0
40	ОАО "Транснефть"	427	426	75 144,0	82 319,9	108 669,5	142 917	18 365,6	7 254,8	15 845,8	5 003,7	509,6	0,0
41	ОАО "Уралкалий"	15 139	13 143	11 921,3	13 596,6	8 356,9	11 685,1	1 270,3	3 776,8	932,3	2 893,2	0,21	0,75
42	ОАО "ТД ЦУМ"	1 075	468	1 205,6	1 340,0	1 048,4	1 510,1	115,5	68,5	77,7	45,7	0,0	0,0
43	ОАО "Северсталь"	36 980	36 049	74 211,9	131 773	81 735,2	130 376	24 555,8	52 669,8	18 809,0	39 615,9	427	375
44	ОАО "Седьмой континент"	6 852	8 007	1 839,5	6 151,7	10 493,2	14 531,5	223,2	1 142,8	153,0	848,8	0,0	0,0
45	ОАО "Авиакомпания "Сибирь"	5 182	3 149	8 891,8	9 001,0	11 178,3	15 067,7	21,7	-853,6	28,8	-838,7	0,0	0,0

- нефте- и газодобычи: «Газпром», «Лукойл», «Сибнефть» и др.;
- автомобильной промышленности: «АВТОВАЗ», «ГАЗ»;
- телекоммуникации: «Вымпелком», «Мобильные телесистемы», «Ростелеком» и др.;
- добычи золота и алмазов: «Алроса»;
- металлургии: «Магнитогорский металлургический комбинат», «Норильский никель», «Новолипецкий металлургический комбинат» и др.;
- химической промышленности: «Сильвинит», «Уралкалий» и др.;
- пищевой промышленности: «Вимм-Билль-Данн Продукты питания», «Красный Октябрь» и др.;
- лесоперерабатывающей промышленности: «Волга», «Нойзидлер Сыктывкар», «Кондопога» и др.;
- электроэнергетики: «РАО ЕЭС России», «Мосэнерго», «Ленэнерго» и др.;
- транспортные: «Аэрофлот», «Дальневосточное морское пароходство», «Транснефть» и др.;
- розничной торговли: «ЦУМ», «ГУМ», «Седьмой континент»;
- средств массовой информации: «Первый канал», «РБК Информационный системы»;
- оборонной промышленности: «Иркут», «Казанский вертолетный завод»;
- финансовые компании: «РТК-лизинг», «Система»;
- машиностроения: «Ижевский машиностроительный завод» и др.

Необходимо добавить, что внутри отраслей сферы деятельности предприятий также могут существенно различаться. В рамках пищевой промышленности «Красный Октябрь» производит конфеты, а «Вимм-Билль-Данн» – молоко и соки. Среди транспортных компаний есть авиаперевозчики – «Аэрофлот», морские перевозчики – «Дальневосточное морское пароходство» и нефтепроводные системы – «Транснефть» и т.д. То есть

принцип общности оценки должен быть применим как к предприятиям разных отраслей, так и к предприятиям различных направлений деятельности в рамках одной отрасли.

В-четвертых, среди анализируемых предприятий должны быть как рентабельные, так и имеющие отрицательную прибыльность.

Для оценки изменений, произошедших в деятельности вышеуказанных фирм, представим их результаты в виде квазитемпов рассчитанных по правилу (2.12) (таблица 3.2). Применение квазитемпов объясняется наличием отрицательных показателей прибыли у ряда предприятий.

Некоторые корпорации обеспечивают рост всех показателей, характеризующих баланс интересов; к ним относятся, например «Газпром», «Аэрофлот», «Лукойл» и другие. В таблице присутствуют также компании, у которых рост показателей наблюдается по всем характеристикам, за исключением одной из важнейших – дивидендов. Среди них «Лебедянский», «Седьмой континент» и др. Есть предприятия, у которых по ряду показателей неплохая ситуация, по другим – нет, то есть нельзя сказать что-то определенное по поводу баланса интересов в этом случае. Имеются и предприятия, у которых с большинством показателей проблемы, например, «Казанский вертолетный завод». По представленным данным нельзя составить целостную картину о степени сбалансированности корпоративных интересов, в силу того, что показатели рассматриваются изолированно. Для получения однозначной оценки корпоративного менеджмента в интересах большинства заинтересованных сторон воспользуемся описанной в предыдущей главе методикой. Разберем ее применение на примере крупнейшей российской корпорации – «Газпром», данные о результатах деятельности которого за 2003–2004 гг. представлены в таблице 3.

В последнем столбце таблицы 2 рассчитано сходство динамики реальных показателей баланса корпоративных интересов с идеальной их динамикой. О ее экономическом смысле и правилах расчета поговорим позднее.

Таблица 3.2

**Темпы роста основных финансовых показателей деятельности крупнейших российских корпораций за период 2003-2004 г.г.**

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Численность (Ч)	Совокупные активы (СА)	Выручка от реализации (ВР)	Балансовая прибыль (БП)	Чистая прибыль (БП)	Дивиденды (Д)	Сходство с эталонной динамикой (%)
1	ОАО "Газпром"	1,109	1,094	1,137	1,063	1,129	1,725	68,75%
2	ОАО "ВымпелКом"	1,180	2,308	0,885	1,935	1,966	0,000	62,50%
3	ОАО "ГАЗ"	0,910	0,855	1,272	1,390	4,501	0,000	75,00%
4	ОАО "Торговый Дом ГУМ"	0,799	1,119	0,845	1,299	1,397	0,000	75,00%
5	ОАО "Дальневосточное морское пароходство"	0,925	1,069	1,178	2,327	2,413	0,000	87,50%
6	ОАО "АВТОВАЗ"	0,993	1,045	1,173	1,255	1,203	3,833	87,50%
7	ЗАО "АК Алроса"	0,949	1,084	1,132	1,340	1,440	1,500	93,75%
8	ОАО "Аэрофлот"	1,001	1,194	1,162	1,504	1,591	1,628	93,75%
9	ОАО "Вимм-Билль-Данн Продукты питания"	0,977	0,990	0,905	1,159	1,255	0,000	62,50%
10	ОАО "Волга"	0,975	1,385	1,017	-5,431	-1,552	0,000	75,00%
11	ОАО "Кондопога"	1,029	1,114	1,311	26,103	2,900	1,250	93,75%
12	ОАО "Красный Октябрь"	0,969	1,022	1,145	1,067	0,818	1,000	56,25%
13	ОАО "Лебедянский"	1,237	1,532	1,298	1,695	1,672	0,000	81,25%
14	ОАО "Ленэнерго"	0,944	1,107	1,134	2,306	3,833	1,395	93,75%
15	ОАО "Лукойл"	1,024	1,265	1,393	1,689	1,624	1,167	93,75%
16	ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"	0,930	1,714	1,507	1,614	1,642	49,630	75,00%
17	ОАО "Мегафон"	1,322	2,005	1,378	0,886	0,847	0,000	31,25%
18	ОАО "Мечел"	0,989	1,387	1,730	4,266	4,432	0,000	87,50%
19	ОАО "Мосэнерго"	0,991	1,042	1,284	1,568	1,275	1,019	81,25%
20	ОАО "Мобильные телесистемы"	1,303	1,216	1,281	1,115	27,238	1,796	68,75%
21	ОАО "Ижевский машзавод"	0,629	0,994	10,384	1,800	0,062	0,000	43,75%
22	ОАО "Корпорация "Иркут"	0,722	1,136	1,418	3,633	6,429	2,500	93,75%
23	ОАО "Казанский вертолетный завод"	0,998	0,931	0,827	0,251	0,263	0,000	6,25%
24	ОАО "Концерн "Калина"	0,914	1,331	1,072	0,975	0,931	1,648	43,75%



Продолжение таблицы 3.2

**Темпы роста основных финансовых показателей деятельности крупнейших российских корпораций за период 2003-2004 г.г.**

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Численность (Ч)	Совокупные активы (СА)	Выручка от реализации (ВР)	Балансовая прибыль (БП)	Чистая прибыль (БП)	Дивиденды (Д)	Сходство с эталонной динамикой (%)
25	ОАО "Новороссийский морской порт"	1,004	1,125	1,007	0,880	0,874	1,000	37,50%
26	ОАО "Новолипецкий металлургический комбинат"	0,962	1,596	1,682	2,194	2,209	2,978	93,75%
27	ОАО "Нойзидлер Сыктывкар"	1,003	1,049	1,208	1,045	1,034	0,967	62,50%
28	ОАО "ГМК "Норильский никель"	0,957	1,234	1,207	1,313	1,402	1,648	87,50%
29	ОАО "Первый канал"	1,032	1,103	1,075	0,354	0,342	0,000	31,25%
30	ОАО РАО "ЕС России"	0,612	1,042	0,667	0,834	0,978	1,192	56,25%
31	ОАО "РБК Информационные системы"	1,591	2,490	8,957	-3,088	-7,917	0,000	37,50%
32	ОАО "Ростелеком"	0,907	1,015	1,252	0,915	0,914	1,662	50,00%
33	ОАО "РТК-лизинг"	1,273	1,117	1,797	0,713	0,697	10,278	37,50%
34	ОАО "Сибнефть"	1,391	1,203	1,628	15,050	15,497	1,761	93,75%
35	ОАО "Сильвинит"	1,003	1,096	1,245	3,978	3,776	3,714	93,75%
36	ОАО АФК "Система"	0,867	1,492	1,987	0,575	0,752	1,405	43,75%
37	ОАО "Сургутнефтегаз"	0,965	1,204	1,350	1,643	3,791	2,857	93,75%
38	ОАО "Тюменская нефтяная компания"	1,015	1,509	1,531	0,457	0,365	0,000	37,50%
39	ОАО "Транснефтепродукт"	0,982	1,468	1,178	2,541	2,931	0,000	81,25%
40	ОАО "Транснефть"	0,998	1,095	1,315	0,395	0,316	0,000	31,25%
41	ОАО "Уралкалий"	0,868	1,141	1,398	2,973	3,103	3,571	93,75%
42	ОАО "ТД ЦУМ"	0,435	1,111	1,440	0,593	0,589	0,000	43,75%
43	ОАО "Северсталь"	0,975	1,776	1,595	2,145	2,106	0,878	75,00%
44	ОАО "Седьмой континент"	1,169	3,344	1,385	5,121	5,548	0,000	87,50%
45	ОАО "Авиакомпания "Сибирь"	0,608	1,012	1,348	-39,311	-29,154	0,000	37,50%
<b>В среднем по представленным корпорациям</b>								<b>67,50%</b>

Здесь для наглядности в последних двух столбцах представлена информация о рекомендуемой и фактической динамике показателей. Как видно из таблицы, расхождение между требуемым и действительным нет. Динамика отдельных показателей соответствует общепринятым нормам, и на основе подобной информации можно сделать вывод о сбалансированности корпоративных интересов.

Таблица 3.3

**Показатели согласованности интересов ОАО "Газпром" в 2003–2004 гг.**

Коэффициенты	Обозначение	Периоды		Динамика рекомендуемая	Динамика реальная
		2003	2004		
Численность	Ч	4795	5318	Рост	Рост
Совокупные активы	СА	2295564,3	2511848,7	Рост	Рост
Выручка от реализации	ВР	780613,0	887230,7	Рост	Рост
Балансовая прибыль	БП	198287,8	210717,9	Рост	Рост
Чистая прибыль	ЧП	142622,6	161084,0	Рост	Рост
Дивиденды	Д	0,690	1,190	Рост	Рост

Однако необходимо проверить эту гипотезу в контексте динамической сопоставимости и динамической соподчиненности показателей. Рассчитаем темпы показателей корпоративных интересов ОАО «Газпром» (таблица 3.4).

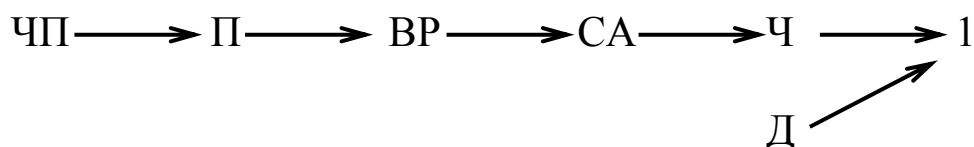
Таблица 3.4

**Темпы показателей деятельности ОАО "Газпром" за период 2003-2004 гг.**

Коэффициенты	Обозначение	Темпы	Темпы предпочтительные
Численность	Ч	1,109	>1
Совокупные активы	СА	1,094	>1
Выручка от реализации	ВР	1,137	>1
Балансовая прибыль	БП	1,063	>1
Чистая прибыль	ЧП	1,129	>1
Дивиденды	Д	1,725	>1

Здесь продублирована информация о рекомендуемых темпах для сравнения фактических и нормативных показателей. Также делаем предварительный вывод об успешности функционирования.

Далее необходимо представить граф сбалансированности корпоративных интересов:



в матричной форме по правилу (2.29) (таблица 3.5).

Таблица 3.5

Матрица графа сбалансированности корпоративных интересов

	Калибр	Ч	СА	ВР	БП	ЧП	Д
Калибр	1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Ч	1	1	-1	-1	-1	-1	0
СА	1	1	1	-1	-1	-1	0
ВР	1	1	1	1	-1	-1	0
БП	1	1	1	1	1	-1	0
ЧП	1	1	1	1	1	1	0
Д	1	0	0	0	0	0	1

Напомним, что направление каждой стрелки описывает соотношение между нормативными темпами показателей. Так  $\text{ЧП} \rightarrow \text{П}$  означает,  $\text{Темп}(\text{ЧП}) > \text{Темп}(\text{П})$ . В качестве калибра выступает общий ориентир для темпов всех показателей – единица. Показатель  $\text{Д}$  (выплаченные дивиденды) сравнивается только с калибром, с другими показателями отсутствует возможность сравнения в силу неопределенности дивидендной политики, поэтому на пересечении строки и столбца  $\text{Д}$  со строками и столбцами, соответствующими другим показателям, стоят нули. Другие клетки матрицы заполняются в зависимости от того, на пересечении каких строк и столбцов они находятся. Если темп показателя строки должен быть больше

темпа показателя столбца, то на их пересечении ставится единица. Если же темп показателя строки растет медленнее темпа показателя столбца, то – минус единица. Аналогичным образом строится матрица для фактических значений показателей совокупных корпоративных интересов «Газпрома» (Таблица 3.6).

Таблица 3.6

**Матрица фактических показателей деятельности ОАО "Газпром" за период 2003-2004 г.г.**

	Калибр	Ч	СА	ВР	БП	ЧП	Д
Калибр	1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Ч	1	1	1	-1	1	-1	0
СА	1	-1	1	-1	1	-1	0
ВР	1	1	1	1	1	1	0
БП	1	-1	-1	-1	1	-1	0
ЧП	1	1	1	-1	1	1	0
Д	1	0	0	0	0	0	1

Здесь может наблюдаться нарушение нормативного порядка (2.29). Так видно, что совокупные активы (*СА*) растут более быстрыми темпами по отношению к балансовой прибыли (*БП*), 1,094 против 1,063 (Таблица 3.4). Поэтому на пересечении строки *СА* и столбца *БП* стоит «– 1», а не «1», как того требует эталонный порядок. Есть и другие расхождения фактической динамики с эталонной, например, пары показателей «*СА-Ч*», «*ВР-ЧП*» и т.д.

Рассчитаем по формуле (2.31) степень отклонения достигнутого баланса корпоративных интересов от требуемого нормативного. Для этого вычтем из элементов матрицы графа сбалансированности корпоративных интересов соответствующие им элементы матрицы фактических показателей. Это означает, что берется разность показателей, стоящих на пересечении одних и тех же строк и столбцов рассматриваемых матриц. Отметим

также, что рассчитывается модуль разности. Для удобства расчетов можно построить промежуточную матрицу отклонений реальных значений показателей от эталонных (Таблица 7).

В тех клетках, где стоят «двойки», наблюдается отклонение показателей от эталонного баланса корпоративных интересов, а где нули – нет. После чего, согласно формуле (2.31), суммируем все элементы матрицы таблицы 7, получаем  $d = 20$ , то есть расстояние между матрицей сбалансированности корпоративных интересов и матрицей фактических показателей ОАО «Газпром» равно 20.

Таблица 3.7

**Отклонение показателей матриц нормативного и фактического баланса корпоративных интересов**

	Калибр	Ч	СА	ВР	БП	ЧП	Д
Калибр	0	0	0	0	0	0	0
Ч	0	0	2	0	2	0	0
СА	0	2	0	0	2	0	0
ВР	0	0	0	0	2	2	0
БП	0	2	2	2	0	0	0
ЧП	0	0	0	2	0	0	0
Д	0	0	0	0	0	0	0

Однако получившаяся величина трудно интерпретируется, так как не обозначены границы изменения показателя, и она не приведена к размерности, обычно используемой на практике рыночными субъектами. Для устранения этого эффекта нормируем полученное расстояние по формуле (2.32):

$$R = \frac{d}{2 \cdot K}, \quad (2.32)$$

где  $d$  – расстояние между матрицами, в нашем случае рав-

но 20;

$K$  – количество ненулевых клеток в матрице сбалансированности корпоративных интересов, не учитывая клетки главной диагонали, в рассматриваемом примере – 32.

Получаем, что мера различия  $R$  для ОАО «Газпром» составляет 0,3125. Однако использование меры различия в оценке корпоративного менеджмента не отвечает принципу баланса интересов, а скорее соответствует принципу конфликта интересов. Поэтому целесообразнее оценивать меру сходства эталонного и фактического порядка показателей (2.33).

В итоге получаем, что деятельность менеджеров «Газпрома» по достижению баланса интересов участников корпоративных отношений соответствует заявленным требованиям лишь на 68,75 %, что можно охарактеризовать как «чуть выше среднего». В лучшем случае можно достичь 100 %-го совпадения, в худшем – 0 %.

На примере «Газпрома» видно, что достижение высоких показателей в отдельных сферах деятельности не гарантирует высоких результатов по всей совокупности, особенно когда реализуются принципы динамической сопоставимости и динамической соподчиненности. Анализируя таблицу 4, мы делали вывод о высоком уровне сбалансированности корпоративных интересов в «Газпроме», однако картина меняется при динамическом представлении баланса интересов, и качество корпоративного менеджмента снижается с высокого до среднего. Тем самым мы значительно уточнили и повысили обоснованность оценки деятельности менеджеров в корпоративных интересах.

Точно также рассчитывается уровень сбалансированности интересов по другим корпорациям. Результаты расчетов представлены в крайнем правом столбце таблицы 3.2. Для удобства анализа сведем полученные данные в одну таблицу (таблица 3.8).

**Степень сбалансированности корпоративных интересов среди ведущих российских  
Компаний в 2004 г.**

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Сходство с эталонной динамикой (%)	№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Сходство с эталонной динамикой (%)
1	ОАО "Газпром"	68,75	24	ОАО "Концерн "Калина"	43,75
2	ОАО "ВымпелКом"	62,50	25	ОАО "Новороссийский морской порт"	37,50
3	ОАО "ГАЗ"	75,00	26	ОАО "Новолипецкий металлургический комбинат"	93,75
4	ОАО "Торговый Дом ГУМ"	75,00	27	ОАО "Нойзидлер Сыктывкар"	62,50
5	ОАО "Дальневосточное морское пароходство"	87,50	28	ОАО "ГМК "Норильский никель"	87,50
6	ОАО "АВТОВАЗ"	87,50	29	ОАО "Первый канал"	31,25
7	ЗАО "АК Алроса"	93,75	30	ОАО РАО "ЕС России"	56,25
8	ОАО "Аэрофлот"	93,75	31	ОАО "РБК Информационные Системы"	37,50
9	ОАО "Вимм-Билль-Данн Продукты питания"	62,50	32	ОАО "Ростелеком"	50,00
10	ОАО "Волга"	75,00	33	ОАО "РТК-лизинг"	37,50
11	ОАО "Кондопога"	93,75	34	ОАО "Сибнефть"	93,75
12	ОАО "Красный Октябрь"	56,25	35	ОАО "Сильвинит"	93,75
13	ОАО "Лебедянский"	81,25	36	ОАО АФК "Система"	43,75
14	ОАО "Ленэнерго"	93,75	37	ОАО "Сургутнефтегаз"	93,75
15	ОАО "Лукойл"	93,75	38	ОАО "Тюменская нефтяная компания"	37,50
16	ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"	75,00	39	ОАО "Транснефтепродукт"	81,25
17	ОАО "Мегафон"	31,25	40	ОАО "Транснефть"	31,25
18	ОАО "Мечел"	87,50	41	ОАО "Уралкалий"	93,75
19	ОАО "Мосэнерго"	81,25	42	ОАО "ТД ЦУМ"	43,75
20	ОАО "Мобильные телесистемы"	68,75	43	ОАО "Северсталь"	75,00
21	ОАО "Ижевский машзавод"	43,75	44	ОАО "Седьмой континент"	87,50
22	ОАО "Корпорация "Иркут"	93,75	45	ОАО "Авиакомпания "Сибирь"	37,50
23	ОАО "Казанский вертолетный завод"	6,25	<b>В среднем по представленным корпорациям</b>		<b>67,50</b>

Представляется, что с развитием фондового рынка и институтом частного инвестирования, рассмотренные оценки будут отражаться в рыночной стоимости корпоративных объединений. Предприятия, не следующие эталонной динамике, будут невысоко оцениваться инвесторами, а значит, иметь и невысокую рыночную стоимость, и, наоборот, компании, достигшие эталонного роста, будут иметь наивысшую стоимость.

Построенные измерители могут иметь широкое применение. При оценке результатов деятельности менеджеров акционерами компании, при анализе инвестиционной привлекательности предприятий и принятии решений инвестиционного характера, в сравнительном анализе хозяйственной деятельности предприятий, являющихся как конкурентами, так и предприятиями разных отраслей, в факторном анализе конечных результатов деятельности корпоративных систем, для оценки функционирования предприятий, доступность информации о которых ограничена и т.д. Являясь комплексным и информативным показателем, тем не менее, он позволяет избегать проблем, которые возникают при использовании традиционных методов анализа, таких как необходимость учета специфики отрасли и размеров предприятия, несопоставимость разнородных показателей, существенные различия в тенденциях отдельных характеристик деятельности предприятия.

В таблице нет ни одного предприятия со 100 %-ым балансом интересов участников корпоративных отношений. Наилучшим образом здесь обстоят дела у «Новолипецкого металлургического комбината», «Алроса», «Аэрофлота», «Сибнефти», «Сильвинита», «Сургутнефтегаза», «Ленэнерго», «Лукойла», «Иркут». Степень приближения к максимально возможному балансу интересов у них равна 93,75 %. У половины из предприятий с высоким уровнем корпоративного менеджмента в качестве одного из главных акционеров выступает государство. Среди них «Алроса», «Аэрофлот», «Ленэнерго», «Иркут». Это противоречит сложившемуся стереотипу, что государство не может как следует контролировать деятельность нанятых им управляющих, и поэтому не может являться эффективным собственником. Подобное явление может объясняться тем, что государство имеет более существенные возможности осуществления контроля за зависимыми от него хозяйственными организациями и протекающими в них процессами по сравнению с частными инвесторами.



Данное обстоятельство мотивирует менеджеров предприятий с государственным участием добросовестно соблюдать интересы собственников.

В то же время, рассматривая таблицу, можно заметить, что среди представленных предприятий есть такие, у которых качество менеджмента находится на очень низком уровне. У «Казанского вертолетного завода» показатель сбалансированности составляет всего 6,25 %. Это может означать, что либо предприятие находится в глубоком, перманентном финансовом кризисе и действия менеджеров, предпринимаемые по исправлению ситуации, не достигают необходимых результатов, либо они действуют сугубо в личных интересах, игнорируя требования акционеров, которые не могут организовать должный владельческий контроль. И в том, и в другом случае одним из выходов будет смена существующего менеджмента.

Что касается индивидуальных результатов российских предприятий, то их однозначно характеризует таблица 3.8. Благодаря тому, что заданы границы изменения показателя – от 0 % до 100 %, а его значения представлены в общеупотребимой размерности, полученные данные достаточно легко интерпретируются. Однако необходимо обозначить различия между таким разнообразием результатов, которые позволят рассчитать сводные показатели по отдельным совокупностям корпораций, определить, к какому типу сбалансированности интересов относится то или иное предприятие, предоставят возможность их содержательного сравнения, иначе мы не сможем выявить структуру российского корпоративного сектора, роль отдельных его групп, их специфику. Поэтому для дальнейшего анализа показателей целесообразно сгруппировать и классифицировать их по определенным признакам. Более того, группировка полученных результатов даст обобщенную картину по российскому корпоративному сектору.

### 3.2. Классификация предприятий по сбалансированности корпоративных интересов

Для отнесения корпорации к тому или иному классу в качестве критерия примем степень сбалансированности корпоративных интересов, представленную в таблице 3.8. В качестве шкалы классификации нами предлагается следующая:

от 0 до 20%	- отсутствует уровень сбалансированности интересов, менеджеры не стремятся соблюдать корпоративные интересы;
от 20% до 30%	- низкий уровень сбалансированности корпоративных интересов, однако имеются ограничения в деятельности менеджеров, вынуждающие их по некоторым показателям показывать достойные результаты;
от 30% до 40%	- уровень сбалансированности корпоративных интересов ниже среднего, для обеспечения высокого социального статуса менеджеры добиваются высоких результатов отдельных показателей, отвечающих их специфическим интересам;
от 40% до 50%	- средний уровень сбалансированности корпоративных интересов, со стороны владельцев организован частичный контроль, что способствует соблюдению интересов не только менеджеров, но и некоторых ключевых собственников;
от 50% до 60%	- сбалансированность корпоративных интересов выше среднего, достигнут уровень сбалансированности корпоративных интересов, позволяющий функционировать предприятию без значительных конфликтов, имеются предпосылки для успешного стратегического развития корпоративных отношений;

от 60% до 70%	- высокий уровень сбалансированности корпоративных интересов, деятельность менеджеров является для потенциальных инвесторов сигналом о стремлении соблюдать их финансовые интересы независимо от суммы их вклада в деятельность предприятия;
от 70% - до 80%	- очень высокий уровень сбалансированности корпоративных интересов, интересы менеджеров совпадают с интересами большинства участников корпоративных отношений, однако в отдельных направлениях деятельности интересы менеджеров преобладают;
от 80% до 90%	- очень высокий уровень сбалансированности корпоративных интересов, моральная и материальная удовлетворенность менеджеров напрямую зависит от достижения баланса корпоративных интересов, сильные акционеры не только организовали эффективный внутрикорпоративный контроль, но и смогли нанять отвечающий их интересам менеджмент;
от 90% до 100%	- высшая степень сбалансированности корпоративных интересов, все участники корпоративных отношений удовлетворены достигнутыми результатами, менеджеры – профессионалы высочайшего уровня, сумевшие увязать свои интересы с интересами других субъектов; развитию предприятия в ближайшем будущем ничего не угрожает в силу высокой способности соответствовать ожиданиям интересов.

Подобная градация вытекает из логики построенного измерителя, является естественным продолжением самого критерия, хотя может допускать определенные уточнения исходя из потребностей, склонностей и

предпочтений конкретного инвестора. Тем не менее, в самом общем случае нами будет использоваться именно эта шкала, так как она – достаточно дифференцированная, характеризует широкий спектр результатов корпоративных отношений, имеет равные интервалы, легко интерпретируется, представляет данные в компактном обозримом виде.

По данным таблицы 3.8, используя представленную шкалу, сгруппируем рассматриваемые корпорации по степени сбалансированности корпоративных интересов (таблица 3.9). Для этого рассчитаем частоты каждой группы шкалы, то есть, определим, как часто встречаются те или иные варианты баланса интересов в рассматриваемом ряду.

Таблица 3.9

**Распределение российских корпораций по сбалансированности корпоративных интересов в 2004 г.**

Степень сбалансированности корпоративных интересов, %	Уровень сбалансированности корпоративных интересов	Число компаний	
		абсолютное	в процентах к итогу
0-20	отсутствует	1	2,22
20-30	очень низкий	0	0,00
30-40	низкий	8	17,78
40-50	ниже среднего	5	11,11
50-60	средний	2	4,44
60-70	выше среднего	5	11,11
70-80	высокий	5	11,11
80-90	очень высокий	8	17,78
90-100	высший	11	24,44
<b>Всего:</b>		<b>45</b>	<b>100,00</b>

По представленным 45 фирмам можно сделать следующие выводы: более 42 % предприятий достигли высокого уровня (> 80 %) сбалансированности корпоративных интересов. Данные предприятия соответствуют самым оптимистичным ожиданиям инвесторов. Поддерживая их доверие,

компании с уверенностью могут смотреть в будущее, так как все их начинания будут подпитываться капиталами финансовых рынков, что, безусловно, способствует достижению даже самых смелых целей. Кроме того, ситуация конфликта участников корпоративных отношений практически исключена в этом случае, что скорее всего приведет к улучшению работы управляющих, так как им не нужно будет отвлекать свои усилия для разрешения корпоративных конфликтов, и они смогут направить их полностью на обеспечение роста результативности компании. Конечным итогом такой деятельности должно стать увеличение совокупности благосостояния, как участников корпоративных отношений, так и общества в целом.

Еще 22 % компаний имеют степень сбалансированности корпоративных интересов выше среднего и высокую, то есть больше половины рассматриваемых компаний так выстроили корпоративные отношения, что большинство корпоративных интересов соблюдается, менеджеры достаточно профессиональны, и их приоритетами является установление устойчивого баланса интересов. Вполне возможно, это происходит в силу «жесткого финансового ограничения», уже упоминавшегося выше, суть которого заключается в том, что, стремясь к достижению собственных целей, менеджеры прибегают к внешним источникам финансирования, которые становятся доступными лишь при соблюдении определенных требований рынка, в частности по соблюдению интересов инвесторов и акционеров. Чтобы привлечь внешний капитал, менеджеры вынуждены хотя бы частично соответствовать требованиям финансового рынка. Тем не менее, это не снижает ценности сложившейся ситуации, и отрадным является тот факт, что большая часть предприятий имеет степень сбалансированности корпоративных интересов выше среднего.

Однако настораживает, что довольно существенная часть предприятий (около 20 %) имеют низкий уровень сбалансированности интересов. В чем состоят основные проблемы этих предприятий, и что нужно делать

для исправления этой ситуации, мы рассмотрим в следующей главе. Сейчас же увеличим число анализируемых предприятий с 45 до 131 и вычислим, как меняется ситуация с балансом корпоративных интересов за несколько лет среди крупнейших российских корпораций.

В приложении 1 представлены данные о деятельности крупнейших российских предприятий с расчетом степени достижения баланса корпоративных интересов за период 2002–2004 гг. По данным таблицы сгруппируем предприятия, как это было сделано для 45 фирм (таблица 3.10).

Таблица 3.10

**Распределение российских корпораций по сбалансированности корпоративных интересов в 2002-2004 г.г.**

Степень сбалансированности корпоративных интересов, %	Уровень сбалансированности корпоративных интересов	Число компаний					
		2002 г.		2003 г.		2004 г.	
		абсолютное	в %% к итогу	абсолютное	в %% к итогу	абсолютное	в %% к итогу
0-20	отсутствует	15	11,45	3	2,29	9	6,87
20-30	очень низкий	10	7,63	11	8,40	5	3,82
30-40	низкий	31	23,66	24	18,32	13	9,92
40-50	ниже среднего	16	12,21	14	10,69	14	10,69
50-60	средний	9	6,87	7	5,34	7	5,34
60-70	выше среднего	13	9,92	14	10,69	11	8,40
70-80	высокий	6	4,58	6	4,58	9	6,87
80-90	очень высокий	22	16,79	33	25,19	35	26,72
90-100	высший	9	6,87	19	14,50	28	21,37
<b>Всего:</b>		<b>131</b>	<b>100,0</b>	<b>131</b>	<b>100,0</b>	<b>131</b>	<b>100,0</b>

По данным представленной таблицы можно сделать вывод, что менеджеров, действующих в корпоративных интересах, со временем становится все больше. Так, доля предприятий с высшим уровнем сбалансированности корпоративных интересов выросла с 6,17 % в 2003г. до 21,37 % в

2004г., с очень высоким уровнем – с 19,79 % до 26,72 %. Доля же предприятий с нулевым уровнем корпоративного менеджмента существенно снизилась – с 11,45 % в 2002г. до 9,87 % в 2004г., с низким уровнем с 7,63 % до 3,82 %. Это говорит о том, что уровень корпоративного управления в России растет, приходит понимание сути и роли корпоративных отношений в построении результативной и конкурентоспособной компании, баланс интересов начинает числиться среди основных приоритетов деятельности фирмы, а следствие – устранение причин для корпоративных конфликтов. Вполне вероятно, что это послужило одной из главных причин роста капитализации российского фондового рынка за это время.

Для более полной картины можно рассчитать медиану и моду множества [29]. Медиана – это число, которое является серединой множества чисел, то есть половина чисел имеют значения больше, чем медиана, а половина чисел имеют значения меньше, чем медиана. Она показывает, куда происходит смещение основных результатов, в лучшую или худшую сторону. Для расчета медианы используем встроенную функцию пакета электронных таблиц Microsoft Excel. В нашем случае медиана составила: в 2002 г. – 50 %, в 2003 г. – 68,75 %, в 2004 г. – 75,00 %. Это означает, что еще в 2002 г. половина предприятий из списка имела сбалансированность корпоративных интересов выше среднего, а половина – ниже среднего, что не могло рассматриваться как положительное явление, так как у значительной части менеджеров российских предприятий интересы акционеров не относились к основным их целям. Но уже в 2004 г. ситуация существенно изменилась. Половина предприятий из списка имела степень интересов выше 75 %, то есть очень высокую. Что явно свидетельствует о положительном сдвиге в сознании менеджеров и владельцев корпораций о необходимости перехода из состояния конфликта к состоянию баланса интересов, что незамедлительно отразилось на финансовых результатах, и, думается, увеличении благосостояния всех заинтересованных сторон.

Не менее важной характеристикой совокупности анализируемых объектов является степень сбалансированности корпоративных интересов, которая встречается в изучаемом ряду чаще всего, то есть мода распределения. В 2002 г. мода по выборке из 131 предприятия составила 31,25 %, в 2003 г. – 87,5 %, в 2004 г. – 93,75 %, то есть в 2002 г. чаще всего встречалось значение сбалансированности корпоративных интересов, равное 31,25 %, что представляло собой низкий уровень, в 2003 г. – 87,5 %, очень высокий, и в 2004 г. – 93,75 %, высший уровень. Таким образом, к 2004 г. качество корпоративного управления на российских предприятиях кардинально изменилось в лучшую сторону, причем близкую к возможному верхнему пределу.

Благодаря представленной классификации можно не только оценить количественно баланс корпоративных интересов, но и определить, какого типа управления по отношению к собственникам придерживается менеджмент предприятия и насколько эффективен владельческий контроль со стороны акционеров. Например, менеджмент ОАО «Автоваз», достигнув баланса корпоративного интереса на 87,5 %, удовлетворен своим и материальным, и социальным положением, которое напрямую связано с установлением такого баланса. Кроме того, внутрикорпоративный контроль со стороны владельцев находится также на высоком уровне.

Необходимо отметить, что достижения высоких показателей баланса интересов еще не гарантирует его дальнейшее соблюдение, поэтому для выявления тенденций и оценки, связанных с изменением баланса интересов рисков, необходимо провести ретроспективный анализ динамики этого показателя.



### **3.3. Анализ динамики средних значений и стабильности баланса интересов корпораций**

Количественное значение баланса интересов для конкретной компании может изменяться со временем, иногда весьма значительно. Так, например, указанный показатель для ОАО «Корпорация «Иркут» за три года составил: в 2002 г. 43,75 %; в 2003 г. 18,75 %; в 2004 г. 93,75 %, то есть от уровня ниже среднего до низкого в следующем году, с последующим резким ростом до высшей степени сбалансированности корпоративных интересов. Если брать в расчет только последний временной интервал, то мнение о менеджменте компании сложится в высшей степени благоприятное. Однако анализ данного показателя в предыдущие периоды уже не позволяет сделать такой однозначный вывод. Слишком значительные его изменения и очень низкие значения в недавнем прошлом говорят о нестабильном характере качества корпоративного управления на данном предприятии. Поэтому неопределенность, связанная со сбалансированностью корпоративных интересов в будущем, достаточно велика. Отсюда риски нарушения баланса существенны, и приходится соотносить два параметра сбалансированности – ожидаемое значение и неопределенность тенденции.

Здесь можно провести аналогию с концепцией компромисса между риском и доходностью в финансовом менеджменте, согласно которой наиболее доходные финансовые инструменты имеют наивысшую степень риска неполучения требуемой доходности. Поэтому, инвестируя денежные средства, инвестор готов пойти на снижение доходности до тех пор, пока риск не станет для него приемлемым. И наоборот. Так и в случае с соблюдением баланса корпоративных интересов: высокое ожидаемое значение сбалансированности интересов может сопровождаться его значительными колебаниями в динамике, тогда как относительно невысокое его значение – определенным его постоянством. Эти моменты затрудняют выбор инве-

сторов в отношении объектов инвестирования, основанного на соблюдении интересов участников корпоративных отношений. Здесь выбор будет зависеть от предпочтений конкретного инвестора, то есть выбора того, что важнее: высокая степень сбалансированности интересов либо ее стабильность. Но в отличие от компромисса между риском и доходностью, где высокая доходность не может сопровождаться низким риском, высший уровень сбалансированности корпоративных интересов может быть стабильным в динамике, а значит, риск ее изменения может оставаться невысоким.

В статистике, ожидаемое значение рассчитывают на основе арифметического среднего, называемого также эмпирическим математическим ожиданием:

$$\bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i \quad (3.1)$$

где –  $\bar{x}$  – среднее (ожидаемое) значение сбалансированности интересов;

$x_i$  – значение сбалансированности корпоративных интересов в период времени  $i$ ;

$n$  – число наблюдаемых периодов времени, в которых анализируется баланс интересов.

Стабильность же качества корпоративного менеджмента можно рассчитать на основе показателей вариации, например среднего квадратичного отклонения:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \quad (3.2)$$

где –  $\sigma$  – среднее квадратичное отклонение;

$\bar{x}$  – среднее (ожидаемое) значение сбалансированности интересов;

$x_i$  – значение сбалансированности корпоративных интересов в период времени  $i$ ;

$n$  – число наблюдаемых периодов времени, в которых анализируется баланс интересов.

Однако для устранения влияния на показатели вариации размеров, масштабов анализируемых объектов (например, крупнейший по всем объемным показателям среди российских предприятий «Газпром», соответственно, будет иметь и наибольшее абсолютное значение размаха вариации) рекомендуется использовать относительные показатели, в частности коэффициент вариации:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{x}} \cdot 100\% \quad (3.3)$$

где –  $CV$  – коэффициент вариации;

$\sigma$  – среднее квадратичное отклонение;

$\bar{x}$  – среднее (ожидаемое) значение сбалансированности интересов;

Чем меньше  $CV$ , тем стабильнее значение анализируемого показателя. В нашем случае низкое значение  $CV$  свидетельствует об устойчивости и стабильности достигнутого баланса интересов, а значит, о невысоких рисках его изменения.

Оценим стабильность и среднее значение сбалансированности корпоративных интересов по крупнейшим российским корпорациям (таблица 3.11).

В ней представлены: степень достижения баланса корпоративных интересов за 2002, 2003, 2004 гг., ожидаемые (средние) значения, рассчитанные по формуле (3.1), место, занимаемое предприятием по среднему значению сбалансированности интересов, при этом чем выше ожидаемое значение, тем выше место. В столбце «Стабильность» рассчитан коэффи-

циент вариации по формуле (3.3), который характеризует устойчивость баланса интересов. В соседнем столбце определено место предприятия из совокупности представленных по значению коэффициента вариации (стабильности). В отличие от компаний с показателем среднего значения, здесь первые места занимают компании с наиболее низким значением коэффициента вариации, так как это будет характеризовать неизменность и устойчивость корпоративного менеджмента в контексте сбалансированности интересов.

Сумма мест определяется для того, чтобы оценить совокупный итог деятельности менеджеров в соотношении «ожидаемое значение–стабильность». Наименьшая сумма мест соответствует высоким значениям и ожидаемого значения баланса интересов, и стабильности баланса. Предприятие может не иметь лучших значений в отдельности по характеристикам среднего и вариации, но по соотношению ожидаемых результатов и риска их недостижения оно будет выглядеть более предпочтительно относительно фирм, имеющих отличные результаты по одной из характеристик. Так, «Седьмой континент» имеет лишь третий результат по ожидаемому значению, уступая «Северстали», но в силу более устойчивого баланса интересов он опережает последнюю по итоговой оценке, которая в свою очередь из-за нестабильности корпоративного менеджмента уступила в итоге еще и «Мечелу».

**Результаты деятельности крупнейших российских корпораций за период 2003-2004 г.г. в сфере достижения баланса корпоративных интересов**

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
1	ОАО "Газпром"	43,75	87,50	68,75	66,67	17	26,88	19	36	12
2	ОАО "ВымпелКом"	37,50	81,25	62,50	60,42	26	29,66	22	48	28
3	ОАО "ГАЗ"	87,50	43,75	75,00	68,75	11	26,76	17	28	10
4	ОАО "Торговый Дом ГУМ"	62,50	25,00	75,00	54,17	32	39,22	33	65	38
5	ОАО "Дальневосточное морское пароходство"	56,25	68,75	87,50	70,83	8	18,13	10	18	5
6	ОАО "АВТОВАЗ"	31,25	93,75	87,50	70,83	8	39,68	36	44	20
7	ЗАО "АК Алроса"	25,00	87,50	93,75	68,75	11	45,15	39	50	30
8	ОАО "Аэрофлот"	100,00	93,75	93,75	95,83	1	3,07	1	2	1
9	ОАО "Вимм-Билль-Данн Продукты питания"	75,00	31,25	62,50	56,25	31	32,71	28	59	35
10	ОАО "Волга"	43,75	37,50	75,00	52,08	33	31,50	25	58	34
11	ОАО "Кондопога"	37,50	50,00	93,75	60,42	26	39,92	37	63	36
12	ОАО "Красный Октябрь"	62,50	59,38	53,13	58,33	29	6,68	3	32	11
13	ОАО "Лебедянский"	50,00	93,75	81,25	75,00	7	24,53	12	19	6
14	ОАО "Ленэнерго"	81,25	31,25	93,75	68,75	11	39,28	34	45	21
15	ОАО "Лукойл"	87,50	50,00	93,75	77,08	5	25,06	14	19	6
16	ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"	37,50	87,50	75,00	66,67	17	31,87	26	43	18
17	ОАО "Мегафон"	37,50	43,75	31,25	37,50	40	13,61	7	47	26
18	ОАО "Мечел"	87,50	75,00	87,50	83,33	3	7,07	4	7	3
19	ОАО "Мосэнерго"	37,50	87,50	81,25	68,75	11	32,35	27	38	13
20	ОАО "Мобильные телесистемы"	50,00	37,50	68,75	52,08	33	24,66	13	46	24
21	ОАО "Ижевский машзавод"	62,50	68,75	43,75	58,33	29	18,21	11	40	15
22	ОАО "Корпорация "Иркут"	43,75	18,75	93,75	52,08	33	59,87	42	75	41

**Результаты деятельности крупнейших российских корпораций за период 2003-2004 г.г. в сфере достижения баланса корпоративных интересов**

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
23	ОАО "Казанский вертолетный завод"	53,13	56,25	6,25	38,54	39	59,34	41	80	42
24	ОАО "Концерн "Калина"	62,50	87,50	43,75	64,58	20	27,75	20	40	15
25	ОАО "Новороссийский морской порт"	31,25	28,13	34,38	31,25	42	8,16	5	47	26
29	ОАО "Первый канал"	87,50	75,00	31,25	64,58	20	37,34	32	52	32
30	ОАО РАО "ЕС России"	93,75	43,75	56,25	64,58	20	32,90	29	49	29
31	ОАО "РБК Информационные Системы"	81,25	68,75	37,50	62,50	24	29,44	21	45	21
32	ОАО "Ростелеком"	87,50	93,75	50,00	77,08	5	25,06	14	19	6
33	ОАО "РТК-лизинг"	68,75	31,25	37,50	45,83	37	35,79	31	68	40
34	ОАО "Сибнефть"	18,75	68,75	93,75	60,42	26	51,61	40	66	39
35	ОАО "Сильвинит"	59,38	31,25	93,75	61,46	25	41,59	38	63	36
36	ОАО АФК "Система"	81,25	81,25	43,75	68,75	11	25,71	16	27	9
37	ОАО "Сургутнефтегаз"	37,50	81,25	93,75	70,83	8	34,05	30	38	13
38	ОАО "Тюменская нефтяная компания"	43,75	31,25	43,75	39,58	38	14,89	8	46	24
39	ОАО "Транснефтепродукт"	37,50	75,00	81,25	64,58	20	29,91	23	43	18
40	ОАО "Транснефть"	50,00	62,50	31,25	47,92	36	26,80	18	54	33
41	ОАО "Уралкалий"	81,25	31,25	93,75	68,75	11	39,28	34	45	21
42	ОАО "ТД ЦУМ"	31,25	31,25	43,75	35,42	41	16,64	9	50	30
43	ОАО "Северсталь"	87,50	93,75	75,00	85,42	2	9,13	6	8	4
44	ОАО "Седьмой континент"	81,25	81,25	87,50	83,33	3	3,54	2	5	2
45	ОАО "Авиакомпания "Сибирь"	81,25	81,25	37,50	66,67	17	30,94	24	41	17

Глядя на таблицу 3.11, можно выделить лидеров как по ожидаемому значению и стабильности оценок, так и по их соотношению (таблица 3.12).

Таблица 3.12

**Распределение мест по соотношению «среднее значение–стабильность» среди крупнейших российских корпораций**

Место по среднему значению	Предприятие	Место по стабильности	Предприятие	Итоговое место	Предприятие
1	ОАО "Аэрофлот"	1	ОАО "Аэрофлот"	1	ОАО "Аэрофлот"
2	ОАО "Северсталь"	2	ОАО "Седьмой континент"	2	ОАО "Седьмой континент"
3	ОАО "Седьмой континент"	3	ОАО "Красный Октябрь"	3	ОАО "Мечел"
3	ОАО "Мечел"	4	ОАО "Мечел"	4	ОАО "Северсталь"
5	ОАО "Ростелеком"	5	ОАО "Новороссийский морской порт"	5	ОАО "Дальневосточное морское пароходство"
5	ОАО "Лукойл"	6	ОАО "Северсталь"	6	ОАО "Ростелеком"
7	ОАО "Лебедянский"	7	ОАО "Мегафон"	6	ОАО "Лебедянский"
8	ОАО "Дальневосточное морское пароходство"	8	ОАО "Тюменская нефтяная компания"	6	ОАО "Лукойл"
8	ОАО "АВТОВАЗ"	9	ОАО "ТД ЦУМ"	9	ОАО АФК "Система"
8	ОАО "Сургутнефтегаз"	10	ОАО "Дальневосточное морское пароходство"	10	ОАО "ГАЗ"

Более общую картину можно получить, анализируя большее количество предприятий. В приложении 1 представлена информация для анализа среднего значения и стабильности баланса интересов по 131 российской корпорации. Тогда таблица лидеров российского корпоративного сектора будет выглядеть следующим образом (таблица 3.13):

**Распределение мест по соотношению «среднее значение–стабильность» среди 131  
российской корпорации**

Место по среднему значению	Предприятие	Место по стабильности	Предприятие	Итоговое место	Предприятие
1	ОАО "Аэрофлот"	1	ОАО "Даг-энерго"	1	ОАО "Аэрофлот"
2	ОАО "Даг-энерго"	2	ОАО "Аэрофлот"	1	ОАО "Даг-энерго"
3	ОАО "Новолипецкий металлургический комбинат"	3	ОАО "Седьмой континент"	3	ОАО "Якутск-энерго"
3	ОАО "Якутск-энерго"	4	ОАО "Якутск-энерго"	4	ОАО "Седьмой континент"
5	ОАО "Северсталь"	5	ОАО "Красный Октябрь"	5	ОАО "Мечел"
6	ОАО "Мечел"	6	ОАО "Мечел"	5	ОАО "Челябинский электрометаллургический комбинат"
6	ОАО "Михайловский ГОК"	6	ОАО "Челябинский электрометаллургический комбинат"	7	ОАО "Новолипецкий металлургический комбинат"
6	ОАО "Челябинский электрометаллургический комбинат"	8	ОАО "Новосибирскэнерго"	8	ОАО "Северсталь"
6	ОАО "Седьмой континент"	9	ОАО "Новороссийский морской порт"	9	ОАО "Новосибирскэнерго"
10	ОАО "НОВАТЭК"	10	ОАО "Северсталь"	10	ОАО "Михайловский ГОК"

По представленным расчетам таблицы можно сделать ряд выводов:



1. Среди лидирующих компаний по соотношению «среднее значение–стабильность» представлены пять из металлургической отрасли, три – из электроэнергетики. По всей видимости, есть факторы, стимулирующие предприятия этих отраслей поддерживать высокий уровень баланса корпоративных интересов. Скорее всего, к ним относятся реформа электроэнергетики, ведущая к борьбе за инвесторов и инвестиционные ресурсы и, как следствие, к обеспечению баланса интересов; в металлургической отрасли – вступление России в ВТО и подготовка предприятий этой отрасли к публичному размещению акций (IPO), в этих условиях обеспечение высокой результативности и поддержание баланса интересов становится жизненно необходимым.

2. Высокий уровень сбалансированности корпоративных интересов энергетических компаний свидетельствует о том, что материнская компания РАО «ЕЭС России», благодаря управленческим талантам топ-менеджеров, использует такие технологии менеджмента, которые создают благоприятные условия дочерним фирмам в соблюдении интересов большинства участников корпоративных отношений. При этом, что интересно, само РАО «ЕЭС России» находится лишь на 53-м итоговом месте в сбалансированности корпоративных интересов. Получается, что наведение порядка в дочерних структурах еще не приводит автоматически к необходимым результатам в материнской организации. И, наоборот, высокие значения баланса интересов в головном предприятии, например АФК «Система» – 9-е место, не свидетельствует об аналогичных результатах в дочерних фирмах, два основных актива «Системы» – «МГТС» (23 место), «МТС» (66 место).

3. Среди представленных предприятий есть те, которые обеспечивают стабильный высокий уровень качества корпоративного менеджмента. Среди них: «Аэрофлот», «Дагэнерго», «Якутскэнерго», «Седьмой континент», «Мечел». Думается, что именно этот фактор способствовал успеш-

ному IPO «Седьмого континента», он же обеспечит колоссальный интерес инвесторов при приватизации энергетических компаний «Дагэнерго», «Якутскэнерго» по сравнению с другими предприятиями отрасли, позволит провести успешную национализацию «Аэрофлота» и т.п.

4. Лидеры по сбалансированности корпоративных интересов представлены и частными компаниями («Мечел», «Седьмой континент»), и предприятиями с участием государственного капитала (Дагэнерго, Аэрофлот, Якутскэнерго). По всей видимости, достижение баланса интересов не зависит от формы собственности.

5. Используя предоставленный инструментарий, можно выявить корпорации, имеющие стабильно низкий уровень корпоративного управления по критерию баланса интересов. К ним относятся «Красный Октябрь», «Новороссийское морское пароходство», «Салаватнефтеоргсинтез» и др. Это может послужить сигналом либо низкой квалификации менеджеров, либо их умышленного противодействия корпоративным интересам, либо наличия серьезного корпоративного конфликта. В любом случае, необходимо предпринимать кардинальные меры по исправлению ситуации, иначе интерес со стороны инвесторов и других рыночных субъектов к этим предприятиям будет отсутствовать, за исключением предпринимателей, строящих свой бизнес на антикризисном управлении, что, вероятно, приведет к самым негативным последствиям с угрозой банкротства. Алгоритм определения основных направлений в изменении ситуации приводится в следующей главе.

Особенно важным становится тот факт, что в период роста предприятия ему необходимо привлекать дополнительные внешние источники финансирования, поддерживающие рост. Одним из главных источников в этом смысле становится постоянный, невозвращаемый капитал акционеров. Чтобы привлечь новых инвесторов и убедить в эффективности деятельности прежних акционеров, менеджмент предприятий должен дейст-

воват в их интересах, а в качестве результата иметь положительную динамику. Не имея доступ к внутренней управленческой отчетности, сторонним инвесторам трудно делать выбор в представительном массиве российских корпоративных структур. При этом их интересует, помимо соблюдения прав акционеров, направление развития, так как такие вложения, как правило, осуществляются на долгосрочный период. Это означает, что в современных российских условиях им нужен достаточно простой инструмент оценки корпоративного управления по данным открытой финансовой отчетности. Предполагается, что представленный инструмент займет достойное место в системе мониторинга деятельности корпораций различными рыночными субъектами.

По материалам третьей главы можно сделать следующие выводы.

1. На примере одной из ведущих российских корпораций – «Газпрома» показано, что достижение высоких показателей в отдельных сферах деятельности не гарантирует высоких результатов по всей совокупности, особенно когда реализуются принципы динамической сопоставимости и динамической соподчиненности. Используя традиционные методы оценки, можно сделать вывод о высоком уровне сбалансированности корпоративных интересов в «Газпроме», однако картина меняется при динамическом представлении баланса интересов, и качество корпоративного менеджмента снижается с высокого до среднего. Тем самым, уточнена и повышена обоснованность оценки деятельности менеджеров в корпоративных интересах.

2. Предлагаемые измерители могут иметь широкое применение: при оценке результатов деятельности менеджеров акционерами компании, при анализе инвестиционной привлекательности предприятий и принятии решений инвестиционного характера, в сравнительном анализе хозяйственной деятельности предприятий являющихся как конкурентами, так и представителями других отраслей, в факторном анализе конечных результатов

деятельности корпоративных систем, для оценки функционирования предприятий, доступность информации о которых ограничена и т.д.

3. Учет принципов динамической соподчиненности и динамической сопоставимости позволяет избегать проблем, которые возникают при использовании традиционных методов оценки баланса корпоративных интересов, таких как необходимость учета специфики отрасли и размеров предприятия, несопоставимость разнородных показателей, существенные различия в тенденциях отдельных характеристик деятельности предприятия.

4. По результатам исследования получен вывод, что государство в состоянии успешно контролировать деятельность нанятых им управляющих, и, как следствие, может являться эффективным собственником. Государство имеет более существенные возможности осуществления контроля за зависимыми от него хозяйственными организациями и протекающими в них процессами по сравнению с частными инвесторами. Данное обстоятельство мотивирует менеджеров предприятий с государственным участием добросовестно соблюдать интересы собственников.

5. Предложена классификация предприятий по признаку сбалансированности корпоративных интересов, которая позволяет рассчитать сводные показатели по отдельным совокупностям корпораций, определить, к какому типу сбалансированности интересов относится то или иное предприятие, предоставляет возможность их содержательного сравнения, возможность раскрыть структуру российского корпоративного сектора, роли отдельных его групп, их специфики, дает обобщенную картину по российскому корпоративному сектору.

6. Менеджеров, действующих в корпоративных интересах, со временем становится все больше. Так, доля российских предприятий с высшим и очень высоким уровнем сбалансированности корпоративных интересов выросла, доля же предприятий с нулевым и низким уровнем корпоративного менеджмента существенно снизилась. Это говорит о том, что уровень

корпоративного управления в России растет, приходит понимание сути и роли корпоративных отношений в построении результативной и конкурентоспособной компании, баланс интересов начинает числиться среди основных приоритетов деятельности фирмы, а отсюда следует, устранение причин для корпоративных конфликтов.

7. Расчет моды и медианы распределения предприятий по качеству корпоративного управления показал, что смещение большинства результатов деятельности компаний по сбалансированности корпоративных интересов произошло в лучшую сторону, при том весьма близкую к возможному абсолютному пределу. Все это свидетельствует о положительном сдвиге в сознании менеджеров и владельцев корпораций о необходимости перехода из состояния конфликта к состоянию баланса интересов, что незамедлительно отразилось на финансовых результатах, и, думается, увеличении благосостояния всех заинтересованных сторон.

8. Количественное значение баланса интересов для конкретной компании может изменяться со временем, иногда весьма значительно. Если брать в расчет только один из временных интервалов, то мнение о менеджменте компании сложится в высшей степени благоприятное. Однако анализ данного показателя в другие периоды может не позволить сделать такой однозначный вывод. Слишком значительные его изменения будут говорить о нестабильном характере качества корпоративного управления на данном предприятии. Поэтому неопределенность, связанная со сбалансированностью корпоративных интересов в будущем, достаточно велика. Отсюда риски нарушения баланса существенны, и приходится соотносить два параметра сбалансированности – ожидаемое значение и неопределенность тенденции.

9. Высокое ожидаемое значение сбалансированности интересов может сопровождаться его значительными колебаниями в динамике, тогда как относительно невысокое его значение – определенным его постоян-

вом. Эти моменты затрудняют выбор инвесторов в отношении объектов инвестирования, основанного на соблюдении интересов участников корпоративных отношений. Указанный выбор будет зависеть от предпочтений конкретного инвестора, то есть от того, что важнее для него: высокая степень сбалансированности интересов либо ее стабильность. При этом не исключена возможность, что высший уровень сбалансированности корпоративных интересов будет стабильным в динамике, а значит, риск ее изменения будет оставаться невысоким.

10. Предприятие может не иметь лучших значений в отдельности по характеристикам прогнозируемого баланса интересов и его стабильности, но по соотношению ожидаемых результатов и риска их недостижения оно будет выглядеть предпочтительнее фирм, имеющих отличные результаты по одной из характеристик.

## **4. РЕАЛИЗАЦИЯ МОДЕЛИ РЕЗУЛЬТАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ**

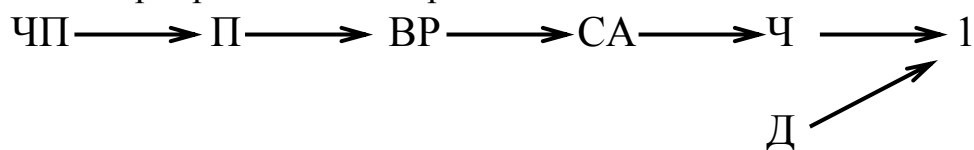
### **4.1. Теоретическое обоснование модели результативного управления корпоративными финансами**

Сложившийся баланс интересов может быть как удовлетворительным, так и неустраивающим участников корпоративных отношений по заданному критерию. Эталонное соблюдение интересов равное 100% наблюдается у 3 – 4 компаний из множества. Поэтому всегда есть возможность улучшить ситуацию, провести повышение сбалансированности интересов, попытаться достичь стопроцентного их соблюдения. То есть балансом интересов необходимо управлять в целях избежания корпоративных конфликтов, дефицита инвестиционных ресурсов, потери, полной или частичной, конкурентоспособности, а также угрозы существования предприятия в долгосрочной перспективе.

Менеджмент предприятия должен прилагать усилия в исправлении ситуации по достижению полного баланса интересов в соответствии с заданным критерием. Для этого необходимо определить, какие сферы деятельности анализируемого объекта являются наиболее проблемными и требуют первоочередных усилий. Требуется провести дальнейшую диагностику сложившегося баланса интересов.

Покажем, как происходит выявление наиболее узких мест в управлении балансом корпоративных интересов. Этот методический прием важен для системы менеджмента на предприятии, позволяет непосредственно сформулировать план первоочередных мероприятий в области управления балансом.

Для этого вернемся к графу упорядочения показателей сбалансированности корпоративных интересов:



где,  $Ч$  - численность работающих;  
 $СА$  - сумма совокупных активов;  
 $ВР$  - выручка от реализации продукции;  
 $П$  - прибыль до налогообложения;  
 $ЧП$  - прибыль после выплаты процентов и налогов;  
 $Д$  - сумма выплаченных дивидендов.

Направление каждой стрелки описывает соотношение между нормативными темпами показателей. Так  $ЧП \rightarrow П$  означает,  $h(ЧП) > h(П)$ ,  $h(a)$  - темп показателя  $a$ .

Граф содержит 2 ветви:

1.  $ЧП \rightarrow П \rightarrow ВР \rightarrow СА \rightarrow Ч \rightarrow 1$
2.  $Д \rightarrow 1$

Этим порядкам соответствуют следующие соотношения норм роста:

1.  $h(ЧП) > h(П) > h(ВР) > h(СА) > h(Ч) > 1$
2.  $h(Д) \geq 1$ .

Рассмотрим каждую ветку по отдельности. Начнем со второй.

Выше отмечались причины, по которым снижение выплачиваемых дивидендов является нежелательным в контексте баланса корпоративных интересов. Требования выплаты дивидендов является одним из ключевых факторов инвестиционной активности рыночных субъектов. Для многих акционеров текущие доходы являются более важным по сравнению с долгосрочными ожиданиями. Нами была мотивирована предпосылка о прямом влиянии дивидендов на курс акций. На основе формулы Гордона



(2.14) можно сделать вывод, что снижение дивидендов со временем приводит к снижению рыночной цены акций, и тем самым к снижению совокупного благосостояния владельцев, обусловленного как текущими доходами, так и капитализацией. Поэтому в случае невыполнения условия  $h(D) \geq 1$ , показателю выплаты дивидендов присваивается наивысшая степень проблемности, независимо от того, каков реальный порядок показателей в первой ветви графа сбалансированности корпоративных интересов. Это означает, что сумма выплачиваемых дивидендов подлежит коррекции в первоочередном порядке, и установлению ее на требуемом уровне, отвечающему интересам большинства участников корпоративных отношений.

Рассмотрим теперь, как выявляются слабые места в верхней (первой) ветви графа. Для этого введем условный пример. Пусть нормативный порядок гипотетических показателей  $a, b, c, d$  выглядит следующим образом:  $a \rightarrow b \rightarrow c \rightarrow d$ . Это означает, что в динамике, то есть по сравнению с предыдущим, базовым периодом, показатель  $a$  должен расти быстрее других показателей. Рост  $d$  должен уступать росту остальных из представленных показателей и т.д. Если реальный порядок из рассматриваемых показателей совпадает с рекомендуемым, то отклонений в балансе интересов нет, и соответственно узких мест требующих первоочередного устранения также нет. Достаточно лишь поддерживать достигнутого результата на заданном уровне. Поэтому степень проблемности у всех показателей одинакова.

В случае нарушения эталонного порядка узкие места можно выявить на основе следующих рассуждений.

Пусть в нашем примере фактический порядок темпов показателей получился следующим:

$$d \rightarrow a \rightarrow c \rightarrow b.$$

Припишем каждому члену нормативного порядка ранги в порядке их убывания (таблица 4.1).

**Ранги темпов показателей нормативного порядка условного  
примера**

Показатель	Нормативный ранг
<i>a</i>	1
<i>b</i>	2
<i>c</i>	3
<i>d</i>	4

Точно также ранжируются показатели в фактическом порядке рассматриваемой ветви (Таблица 4.2).

Таблица 4.2

**Ранги темпов показателей фактического порядка условного  
примера**

Показатель	Фактический ранг показателя
<i>a</i>	2
<i>b</i>	4
<i>c</i>	3
<i>d</i>	1

Далее вычисляются отклонения рангов по правилу

$$b_i = R_{iH} - R_{i\Phi} \quad (4.1)$$

где  $b_i$  – отклонение рангов нормативного и фактического порядков  $i$ -го показателя

$R_{iH}$  – ранг  $i$ -го показателя в нормативном порядке;

$R_{i\Phi}$  – ранг  $i$ -го показателя в фактическом порядке;

В нашем примере получается следующие значения отклонений (Таблица 4.3).

**Отклонение рангов темпов фактического порядка условного  
примера от нормативного**

Показатель	Отклонение рангов, $b_i$
$a$	- 1
$b$	- 2
$c$	0
$d$	3

Показатели с наименьшим значением отклонения будут являться наиболее проблемными. В данном случае это показатель  $b$ , у которого  $b_i$  равно  $- 2$ . Его необходимо увеличивать в первую очередь. Действительно темп показателя  $b$  должен быть больше темпа показателей  $d$  и  $c$ , тогда как реальная ситуация сложилась таким образом, что он оказался наименьшим из всех показателей. Можно конечно возразить, что исправить ситуацию можно путем снижения показателя  $d$ , так как его реальное значение значительно превысило планируемое. Однако это будет не отвечать фундаментальному принципу действующего и развивающегося предприятия, который подразумевает обеспечение качественного роста показателей, дающего возможность компании в будущем добиться успеха в выбранной стратегии. Отсюда, самыми проблемными показателями будут те, которые имеют наименьшее значение отклонения рангов темпов фактического порядка от нормативного, то есть реальный темп которых значительно недобрал до рекомендуемого по критерию баланса корпоративных интересов.

Далее, необходимо объединить результаты анализа двух веток графа фактического упорядочения показателей сбалансированности корпоративных интересов.

Как уже отмечалось, снижение размера выплачиваемых дивидендов является серьезным ущемлением интересов акционеров, и следовательно, о

балансе корпоративных интересов в этом случае речи быть не может. Поэтому, если дивиденды уменьшаются по сравнению с базовым периодом, то данному показателю присваивается наивысшая степень проблемности, не учитывая нарушение порядка в других показателях. Если же дивиденды, по крайней мере, не убывают, то настоящий показатель проблемным не считается, каких-то усилий по его исправлению не требуется. Степень проблемности показателя – наименьшая.

Рассматривая другую ветвь графа, выявим наиболее узкое место в балансе корпоративных интересов. Если при этом выплачиваемые дивиденды снизились или равны нулю, то есть  $Temp(D) < 1$ , то обоим этим показателям присваивается наивысшая степень проблемности. Степень проблемности обозначается рангом темпа показателя в порядке возрастания величин  $b_i$ . Представим, что в нашем условном примере одновременно произошло снижение суммы выплачиваемых дивидендов  $D$ . Тогда степень проблемности показателей будет выглядеть следующим образом (Таблица 4.4).

Таблица 4.4

**Степень проблемности показателей баланса корпоративных интересов условного примера**

Показатель	Отклонение рангов, $b_i$	Степень проблемности показателя
$a$	- 1	3
$b$	- 2	1
$c$	0	4
$d$	3	5
$D$	—	1

Так как темп  $D$  меньше 1, и  $b$  имеет наименьшее  $b_i$ , показателям  $D$  и  $b$  присваивается наивысшая степень проблемности – единица, которая оз-

начает необходимость первоочередного внимания именно к этим характеристикам в исправлении сложившегося баланса интересов. Далее ранжируем показатели в порядке возрастания отклонений  $b_i$ . Третьим по проблемности является показатель  $a$ , его ранг и степень проблемности равны 3 и т.д. Для наглядности можно построить граф настоятельности в исправлении баланса интересов (Рисунок 4.1).

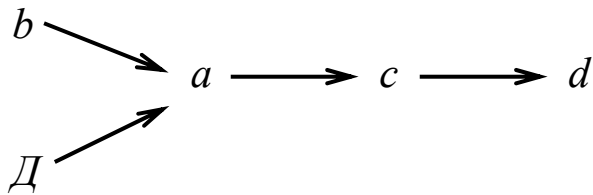


Рисунок 4.1. Граф настоятельности выправления баланса интересов условного примера, в случае снижения размера выплачиваемых дивидендов

В начале графа отражены те аспекты управления предприятием, которые требуют самого пристального внимания. По мере перемещения к концу графа напряженность в показателях спадает, и они не требуют каких-то кардинальных изменений в деятельности, им соответствующей.

Предположим теперь, что в условном примере размер дивидендов не снизился, то есть  $Темп (Д) \geq 1$ . Тогда проблем с этим показателем не существует, и степень проблемности будет наименьшей (таблица 4.5).

Таблица 4.5

**Степень проблемности показателей баланса корпоративных интересов условного примера**

Показатель	Отклонение рангов, $b_i$	Степень проблемности показателя
$a$	- 1	2
$b$	- 2	1
$c$	0	3
$d$	3	4
$Д$	—	5

Граф настоятельности будет следующим:

$$b \longrightarrow a \longrightarrow c \longrightarrow d \longrightarrow Д$$

Данный алгоритм предлагается нами для использования его в настоящем исследовании в качестве инструмента выявления основных проблем российского корпоративного сектора в сфере формирования баланса интересов корпоративных отношений. Выявим наиболее проблемные места в построении баланса корпоративных интересов среди крупнейших российских предприятий.

#### **4.2. Основные направления повышения сбалансированности интересов в корпоративном секторе экономики**

По результатам исследования должны быть разработаны меры по совершенствованию управлением корпоративными отношениями, а также выявлению и устранения узких мест в балансе интересов. После того как рассчитана мера сходства фактического и эталонного порядка, необходимо выявить основные проблемы в управлении балансом на основе измерения отклонений рангов нормативных показателей от расчетных по анализируемым предприятиям. Проиллюстрируем этот момент на примере ранее рассматривавшегося ОАО «Газпром».

Рассмотрим первую ветвь графа эталонного упорядочения показателей, характеризующих корпоративные отношения (таблица 4.6).

**Ранжированные темпы показателей деятельности ОАО "Газпром" за период 2003-2004 гг. по отдельной ветви графа упорядочения**

Коэффициенты	Обозначение	Нормативные ранги	Темпы фактические	Фактические ранги	Отклонение рангов	Степень проблемности
Чистая прибыль	ЧП	1	1,129	2	-1	2
Балансовая прибыль	БП	2	1,063	5	-3	1
Выручка от реализации	ВР	3	1,137	1	2	4
Совокупные активы	СА	4	1,094	4	0	3
Численность	ЧП	5	1,109	3	2	4
Калибр	Калибр	6	1,000	6	0	

В ней в столбце «Нормативные ранги» приведен порядок темпов показателей, которые необходимо соблюдать для установления полного баланса корпоративных интересов. Темп чистой прибыли должен быть наивысшим, чему соответствует ранг «1». Следующий показатель по темпу роста – балансовая прибыль, ранг-«2» и т.д. В соседнем столбце приведены фактические значения темпов показателей корпоративных отношений, рассчитанные ранее. Далее, эти темпы проранжированы в порядке их убывания, соответствующие ранги представлены в столбце «Фактические ранги». Затем рассчитываются отклонения фактических рангов от эталонных по формуле (4.1). После чего, по величинам  $b_i$  определяется степень настоятельности в исправлении сложившейся ситуации, которая может не соответствовать стопроцентному балансу корпоративных интересов. Степень проблемности равная «1» означает, что данный показатель требует первоочередного внимания со стороны участников корпоративных отношений. Приняв меры по его исправлению можно значительно улучшить баланс интересов. В нашем случае это балансовая прибыль.

Дивиденды по акциям «Газпрома» в наблюдаемом периоде выросли, следовательно, показатель Д проблемным не является, и окончательный вариант распределения показателей по степени проблемности будет выглядеть следующим образом (Таблица 4.7).

Таблица 4.7

**Степень проблемности показателей баланса корпоративных интересов ОАО «Газпром» в 2004 г.**

Показатель	Отклонение рангов, $b_i$	Степень проблемности показателя
<i>Чистая прибыль</i>	-1	2
<i>Балансовая прибыль</i>	-3	1
<i>Выручка от реализации</i>	2	4
<i>Совокупные активы</i>	0	3
<i>Численность</i>	2	4
<i>Дивиденды</i>	—	6

Этой таблице соответствует граф настоятельности (Рисунок 4.2):

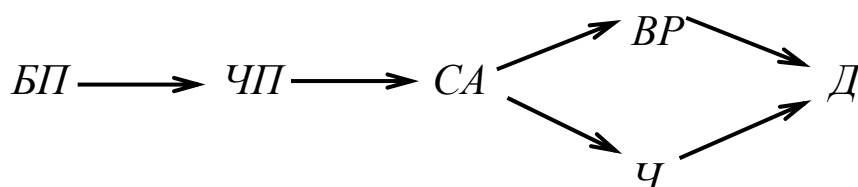


Рисунок 4.2. Граф настоятельности выправления баланса интересов ОАО «Газпром» в 2004 г.

Перенесем предложенный инструментарий на деятельность других российских корпораций и выявим ключевые проблемы предприятий в установлении баланса интересов (Таблица 4.8).



**Степень проблемности основных параметров согласования интересов по крупнейшим российским корпорациям за период 2003-2004 г.г.**

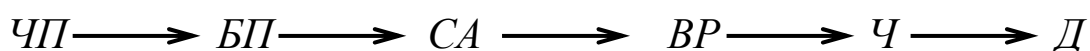
№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Численность (Ч)	Совокупные активы (СА)	Выручка от реализации (ВР)	Балансовая прибыль (БП)	Чистая прибыль (БП)	Дивиденды (Д)
1	ОАО "Газпром"	2	5	2	1	4	5
2	ОАО "ВымпелКом"	4	1	1	4	4	1
3	ОАО "ГАЗ"	3	1	3	3	3	1
4	ОАО "Торговый Дом ГУМ"	3	3	1	5	5	1
5	ОАО "Дальневосточное морское пароходство"	1	3	3	3	3	1
6	ОАО "АВТОВАЗ"	1	4	4	1	1	6
7	ЗАО "АК Алроса"	1	2	2	2	2	6
8	ОАО "Аэрофлот"	3	1	1	3	3	5
9	ОАО "Вимм-Билль-Данн Продукты питания"	3	3	1	3	3	1
10	ОАО "Волга"	1	1	1	1	1	1
11	ОАО "Кондопога"	3	3	3	1	1	5
12	ОАО "Красный Октябрь"	4	3	2	4	1	6
13	ОАО "Лебедянский"	6	1	1	1	1	1
14	ОАО "Ленэнерго"	1	2	2	2	2	6
15	ОАО "Лукойл"	3	3	3	1	1	5
16	ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"	2	1	2	2	2	6
17	ОАО "Мегафон"	5	3	6	3	1	1
18	ОАО "Мечел"	1	3	3	3	3	1
19	ОАО "Мосэнерго"	0	0	0	0	0	0
20	ОАО "Мобильные телесистемы"	1	3	3	1	3	5
21	ОАО "Ижевский машзавод"	4	4	3	4	1	1

**Степень проблемности основных параметров согласования интересов по крупнейшим российским корпорациям за период 2003-2004 г.г.**

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Численность (Ч)	Совокупные активы (СА)	Выручка от реализации (ВР)	Балансовая прибыль (БП)	Чистая прибыль (БП)	Дивиденды (Д)
22	ОАО "Корпорация "Иркут"	1	2	2	2	2	6
23	ОАО "Казанский вертолетный завод"	4	5	5	1	1	1
24	ОАО "Концерн "Калина"	4	2	4	3	1	6
25	ОАО "Новороссийский морской порт"	4	2	5	2	1	6
26	ОАО "Новолипецкий металлургический комбинат"	1	2	2	2	2	6
27	ОАО "Нойзидлер Сыктывкар"	6	3	3	5	1	1
28	ОАО "ГМК "Норильский никель"	1	1	1	4	4	6
29	ОАО "Первый канал"	5	3	6	3	1	1
30	ОАО РАО "ЕС России"	5	1	2	2	2	6
31	ОАО "РБК Информационные системы"	4	4	4	3	1	1
32	ОАО "Ростелеком"	5	2	2	2	1	6
33	ОАО "РТК-лизинг"	2	5	4	2	1	6
34	ОАО "Сибнефть"	1	1	3	3	3	5
35	ОАО "Сильвинит"	3	3	3	1	1	5
36	ОАО АФК "Система"	5	3	3	1	1	6
37	ОАО "Сургутнефтегаз"	1	2	2	2	2	6
38	ОАО "Тюменская нефтяная компания"	4	4	4	3	1	1
39	ОАО "Транснефтепродукт"	1	1	1	5	5	1
40	ОАО "Транснефть"	6	4	4	3	1	1
41	ОАО "Уралкалий"	1	2	2	2	2	6
42	ОАО "ТД ЦУМ"	6	3	3	3	1	1
43	ОАО "Северсталь"	1	1	1	1	1	1
44	ОАО "Седьмой континент"	4	1	1	4	4	1
45	ОАО "Авиакомпания "Сибирь"	6	4	4	1	1	1
<b>В целом по представленным предприятиям</b>		<b>133</b>	<b>111</b>	<b>118</b>	<b>108</b>	<b>86</b>	<b>152</b>

Суммируя степени проблемности показателей можно определить, что мешает российскому корпоративному сектору функционировать в режиме соблюдения баланса интересов. По представленным данным выходит, что наиболее проблемной стороной деятельности является формирование чистой прибыли (сумма – 86), балансовой прибыли (сумма – 108) и совокупных активов (сумма – 111).

Граф настоятельности:



По всей видимости, средняя российская корпорация не может обеспечить достаточный рост прибыли, рост издержек не соответствует достигнутому объему продаж. Это можно объяснить разными причинами. Например, мероприятия по стимулированию продаж, сопровождаемые увеличением маркетинговых бюджетов, являются избыточными и не приводят к достижению целей, ради которых замышлялись. В этом случае баланс может быть выправлен путем сокращения или утверждения новых маркетинговых бюджетов участниками корпоративных отношений. В то же время, такое положение вещей может быть следствием злоупотреблений менеджеров, которые занижают размер прибыли, поступающей в распоряжение акционеров, чем ущемляют их интересы. Необходимы меры, может быть даже самые радикальные, по устранению негативных перекосов в балансе корпоративных отношений.

Вместе с тем, радует тот факт, что с дивидендами и средней российской корпорации все в порядке, они находятся в конце графа настоятельности и требуют лишь их поддержания на адекватном уровне.

Расширим список анализируемых компаний до 131 и оценим динамику изменения слабых мест в балансе интересов российского корпоративного сектора за период 2002-2004 г.г. (таблица 4.9).

Таблица 4.9

**Степень проблемности показателей баланса корпоративных интересов  
российских предприятий за период 2002-2004 г.г.**

Период	Численность	Совокупные активы	Выручка от реализации	Балансовая прибыль	Чистая прибыль	Дивиденды
2002	5	4	6	2	1	3
2003	5	4	3	2	1	6
2004	4	3	5	2	1	6

На протяжении всего рассматриваемого периода наиболее острыми углами корпоративных отношений в России были формирование чистой и балансовой прибыли. Вопрос о занижении прибыли менеджерами, сознательном или неосознанном, и уменьшении суммы средств, доступных к использованию акционерами, и по сей день является актуальнейшим в российском корпоративном управлении. Таким образом, баланс корпоративных интересов в нашей стране смещен в сторону менеджеров, которые, используя все доступные способы, стремятся оставить под своим управлением как можно больше денежных средств, не взирая на ущемление, тем самым, своих работодателей – владельцев фирмы. Чтобы сгладить или завуалировать сложившуюся ситуацию, управляющие обеспечивают неплохие темпы дивидендов, создавая видимость относительного благополучия. Поэтому показатель выплачиваемых доходов собственникам предприятия перешел из состояния одного из самых проблемных в 2002 г. в вообще не-проблемные в последующие годы. Думается, что это не составило особого труда менеджерам, так как размер дивидендов был ограничен суммой ими же заниженной прибыли. Занижается прибыль, следовательно, занижаются

дивиденды, что делает необременительным для менеджеров требование неснижения их в динамике.

Исходя из сказанного, собственникам фирм при оценке соблюдения их интересов рекомендуется обращать внимание, прежде всего, на изменение показателей прибыли, а не дивидендов, которые могут ввести в заблуждение не только неопытных инвесторов, но и искушенных. Акционеры могут вполне мотивированно потребовать от своих управляющих увеличение прибыли и вместе с ней дивидендов не в ущерб балансу корпоративных интересов. Именно таким образом можно исправить образовавшийся в балансе перекос.

Обращает на себя внимание и то, что стабильно одним из проблемных является показатель совокупных активов. Это означает, что численность работающих на предприятии растет быстрее, чем суммарные активы. С каждым годом все меньше активов приходится на одного работника, то есть падает производительность труда. Все больше рабочих требуется для работы на станках и оборудовании, специалистов для обслуживания дебиторской задолженности, работников для формирования и использования производственных запасов и т.д. Менеджеры предприятия, на основе своих личных мотивов, нанимают неоправданно много персонала для выполнения текущих задач. Не потому ли, расходы компаний растут более быстрыми темпами, чем доходы, приводя тем самым к недостаточному объему прибыли. Можно сделать вывод, что производительность труда является второй ключевой проблемой баланса корпоративных отношений российских предприятий. Справедливости надо сказать, что названная проблема является таковой не только для предприятий корпоративного сектора, но в целом для экономики России.

Менеджеры корпораций обязаны понимать, здесь не последняя роль отводится владельцам компании, дополнительный персонал должен обеспечивать большую производительность, иначе интересы акционеров будут

неизбежно страдать, хотя социальная ответственность бизнеса и предполагает обеспечение дополнительными рабочими местами трудоспособных граждан.

Таким образом, построение эталонного порядка позволяет заполнить методическую нишу оценки баланса корпоративных интересов предприятия измерителем результативности корпоративного управления, дает непосредственную информацию для выправления сложившейся ситуации и обосновывает систему мониторинга динамики предприятия. Одновременно с этим полученная информация должна выступить основой сбалансированности интересов менеджерами предприятия и повышения эффективности корпоративного управления. Ими определяются основные направления действий по исправлению ситуации, чтобы соответствовать ожиданиям и требованиям своих нанимателей – акционеров. Рассмотрим возможные варианты.

### **4.3. Регулирование баланса интересов на основе информации о нарушении эталонной динамики показателей**

Наиболее эффективный результат аналитических исследований – точное определение ключевых проблем и причин их возникновения. После этого должны быть предложены варианты решения этих проблем. Рассмотрим некоторые из них.

#### **4.3.1. Регулирование различных аспектов баланса корпоративных интересов**

Построение динамического норматива и измерение отклонений плановых элементов ряда от фактических позволяют однозначно определить

наиболее узкие места управления балансом корпоративных интересов и их степень проблемности. В зависимости от величины отклонения плановых показателей от фактических задается направление действий в исправлении ситуации, то есть предпринимаются меры по увеличению или уменьшению показателей, составляющих наиболее узкие места. Для каждого показателя существуют свои методы управления. В качестве примера рассмотрим самый проблемный показатель сбалансированности корпоративных интересов в российской экономике – прибыль.

Существует два возможных подхода к решению данной проблемы: мероприятия, обеспечивающие разовый эффект и мероприятия с повторяющимся эффектом.

К мероприятиям с разовым эффектом, повышающим уровень прибыли относятся:

- реализация части активов;
- досрочное погашение обязательств;
- реструктуризация задолженности;
- ликвидация производственных запасов и запасов готовой продукции и т.д.

Постоянно использовать подобные мероприятия невозможно, поэтому наиболее предпочтительно в планы финансового оздоровления включать мероприятия с повторяющимся эффектом. В отношении прибыли это:

- сокращение текущих затрат предприятия на производство продукции;
- увеличение выручки от реализации продукции.

Примерами таких мероприятий могут служить:

- повышение уровня конкурентоспособности продукции;
- освоение выпуска новой продукции;
- активизация рекламы;

- создание материальной заинтересованности персонала сбытовых подразделений;
- расширение аренды недвижимости, принадлежащей предприятию;
- ресурсосберегающие технологии, в том числе: экономия затрат на оплату коммунальных услуг, экономия сырья и материалов, экономия топлива и энергии и т.п.;
- сокращение налогов за счет применения процедур налогового планирования;
- остановка и консервация нерентабельного производства.

В области мероприятий с повторяющимся эффектом возможности предприятия ограничены. Для того, чтобы обеспечить хотя бы небольшой прирост реализации или немного сократить затраты, нужны значительные усилия. Тем не менее, повторяющийся эффект этих мероприятий, их направленность на повышение эффективности текущей деятельности делают их чрезвычайно важными в рамках стратегии финансового оздоровления. Общая схема мероприятий по повышению уровня прибыли дана на рисунке 4.3.

Одно из главных условий при этом, издержки, сопровождающие данные мероприятия, не должны превышать размер выгоды от них, в противном случае темпы прибыли не будут отвечать заявленным требованиям. Поэтому необходимо проводить постоянный мониторинг эффективности проводимых мероприятий и осуществляемых затрат.

Однако, чтобы иметь четкое и однозначное представление о имеющихся проблемах нами рекомендуется еще раз воспользоваться методом построения эталонной динамики, только в отношении совокупности частных показателей финансовой деятельности предприятия.





Рисунок 4.3. Схема мероприятий по повышению уровня прибыли.

#### 4.3.2. Регулирование финансовой деятельности предприятия

Баланс интересов является следствием и результатом финансовой деятельности предприятия. Фактическая динамика его элементов, их порядков относительно друг друга зависят от множества факторов. Среди них, ликвидность, финансовая устойчивость, оборачиваемость, рентабельность

и т.д. Для достижения поставленных целей, в том числе и баланса корпоративных интересов, топ-менеджерам приходится выбирать определенное соотношение между названными характеристиками. Так показатель прибыли зависит от рентабельности капитала и его составных элементов, которые в свою очередь связаны с показателями ликвидности и финансовой устойчивости, например, рост финансовой устойчивости, как правило, сопровождается снижением рентабельности, так как долгосрочные источники, повышающие устойчивость фирмы, являются более дорогими, чем краткосрочные. Оборачиваемость активов тесно связана с их размером, который является одним из параметров согласования корпоративных интересов. Повышение оборачиваемости может также привести к снижению рентабельности, в силу необоснованного увеличения расходов на стимулирование продаж и т.д.

В управлении финансами корпорации важным моментом является выбор наиболее подходящих показателей, которые наилучшим образом характеризовали бы различные аспекты деятельности предприятия. Хотя некоторые специалисты [133] отмечают, что финансовые показатели не в полной мере отражают все многообразие процессов, протекающих внутри предприятия, тем не менее, для оценки положения дел в компании, как правило, используются именно финансовые показатели. Это объясняется тем, что финансы обеспечивают интегрированное, широкое понимание деятельности предприятий. Финансы ориентированы на стоимость и денежные ресурсы организаций, связаны с управлением и планированием, основываются на рациональном принятии решений, опираются на высоко-развитые модели и методы и ориентированы на принятие решений.

Теория и практика внутрикорпоративного контроля использует целый набор показателей агрегированных в несколько групп:

1. Показатели ликвидности.
2. Показатели деловой активности.

3. Показатели структуры капитала.

4. Показатели прибыльности.

Названные показатели приведены в таблице 4.10. В ней также представлены формулы для их расчета, обозначения, которые будут использоваться в дальнейшем и требуемая динамика изменения показателей во времени. Опишем некоторые показатели отдельно.

### **Показатели ликвидности**

*Ликвидность* — это способность компании платить в срок по обязательствам и осуществлять производственные расходы. Как правило, речь идет о краткосрочных обязательствах, подлежащих погашению в течение года. Для определения уровня ликвидности используют несколько коэффициентов. В *коэффициенте покрытия* (отношение оборотных активов к текущим обязательствам) числитель включает оборотные активы (денежные средства, краткосрочные ликвидные ценные бумаги, счета дебиторов, товарно-материальные запасы и расходы будущих периодов), тогда как в знаменателе находятся текущие обязательства (кредиторская задолженность, дивиденды, налоговые платежи, подлежащие погашению в течение года, и краткосрочные банковские ссуды).

Другим показателем является *коэффициент ликвидности* (отношение оборотных активов за вычетом запасов и незавершенного производства к текущим обязательствам). То есть в расчетах не учитывается наименее продуктивная часть оборотных активов – запасы. Поэтому иногда активы, входящие в числитель коэффициента, обозначаются как "быстрые" (высоколиквидные) денежные средства, ликвидные краткосрочные ценные бумаги и дебиторская задолженность. В числителе здесь текущие обязательства.

*Коэффициент абсолютной ликвидности* показывает какую часть текущих обязательств предприятия фирма может погасить немедленно за счет денежных средств и их эквивалентов.

<b>Некоторые финансовые коэффициенты, используемые в управлении корпорациями</b>			
Коэффициенты	Обозначение	Формула	Динамика рекомендуемая
<b>Показатели ликвидности</b>			
Коэффициент покрытия	$K_{П}$	$\frac{\text{Оборотные активы}}{\text{Текущие обязательства}}$	Рост
Коэффициент ликвидности	$K_{Л}$	$\frac{\text{Оборотные активы} - \text{Запасы и незавершенное производство}}{\text{Текущие обязательства}}$	Рост
Коэффициент абсолютной ликвидности	$K_{АЛ}$	$\frac{\text{Денежные средства} + \text{Краткосрочные финансовые вложения}}{\text{Текущие обязательства}}$	Рост
<b>Показатели деловой активности</b>			
Средний срок оборачиваемости запасов	$K_{З}$	$\frac{\text{Запасы}}{\text{Себестоимость реализованной продукции}/360}$	Снижение
Средний срок инкассации	$K_{И}$	$\frac{\text{Дебиторская задолженность}}{\text{Годовая выручка за реализованную продукцию}/360}$	Снижение
Средний срок оборачиваемости кредиторской задолженности	$K_{КЗ}$	$\frac{\text{Текущие обязательства}}{\text{Себестоимость реализованной продукции}/360}$	Снижение
Коэффициент окупаемости совокупных активов	$K_{ОА}$	$\frac{\text{Годовая выручка за реализованную продукцию}}{\text{Совокупные активы}}$	Рост
Коэффициент окупаемости основного капитала	$K_{ООК}$	$\frac{\text{Годовая выручка за реализованную продукцию}}{\text{Основной капитал}}$	Рост
<b>Показатели структуры капитала</b>			
Коэффициент "квоты собственника"	$K_{КС}$	$\frac{\text{Долгосрочный долг}}{\text{Акционерный капитал}}$	Снижение
Коэффициент финансового рычага	$K_{ФР}$	$\frac{\text{Совокупный долг}}{\text{Акционерный капитал} + \text{Нераспределенная прибыль}}$	Снижение
Коэффициент задолженности	$K_{Д}$	$\frac{\text{Совокупный долг}}{\text{Совокупные активы}}$	Снижение
Коэффициент покрытия процентов	$K_{ПП}$	$\frac{\text{Доход до выплаты процентов и налогов}}{\text{Совокупные процентные платежи}}$	Рост
<b>Показатели прибыльности</b>			
Норма рентабельности	$K_{НР}$	$\frac{\text{Доход после выплаты процентов и налогов}}{\text{Совокупная выручка}}$	Рост
Норма доходности активов	ROA	$\frac{\text{Доход после выплаты процентов и налогов}}{\text{Совокупные активы}}$	Рост

<b>Некоторые финансовые коэффициенты, используемые в управлении корпорациями</b>			
Коэффициенты	Обоз- на- чение	Формула	Динамика ре- комендуемая
Норма доходности ак- ционерного капитала	ROE	$\frac{\text{Доход после выплаты процентов и налогов}}{\text{Акционерный капитал}}$	Рост

### **Показатели деловой активности**

*Показатели деловой активности*, обозначаемые так же, как *коэффициенты оборачиваемости*, измеряют эффективность использования активов. Оборачиваемость товарно-материальных запасов - это показатель скорости движения запасов, отражающий временной интервал, в течение которого запасы полностью потребляются в течение производственного цикла.

Дебиторская задолженность (счета к получению) возникает в результате продажи в кредит. Разделив сумму дебиторской задолженности на выручку за реализованную продукцию, а затем, разделив полученное число на 360, получим средний срок возврата по товарному кредиту или *коэффициент инкассации*. Аналогично, *длительность оборота кредиторской задолженности* показывает средний срок, в течение которого фирма рассчитывается по обязательствам со своими кредиторами.

*Коэффициент использования активов*, или *коэффициент окупаемости совокупных активов*, показывает, за какой срок годовая выручка за реализованную продукцию покрывает стоимость активов компании. При анализе этого коэффициента следует обращать внимание на *норму рентабельности* (отношение чистого дохода к совокупной выручке), потому что компании могут достичь повышения коэффициента использования активов за счет понижения данного коэффициента.

*Коэффициент окупаемости основного капитала* измеряет, за какое время совокупная выручка покрывает стоимость капитальных активов, таких, как здания, сооружения и оборудование.

### **Показатели структуры капитала**

*Показатели структуры капитала* измеряют соотношение финансирования из собственных источников и финансирования за счет внешних источников. Для измерения структуры капитала используются коэффициенты "квоты собственника", задолженности и покрытия процентов.

### **Показатели прибыльности**

*Норма доходности активов* измеряет эффективность их использования. В числителе стоит доход после вычета процентов и налогов. Выбор именно такого показателя диктуется стремлением учесть сокращение налоговых платежей пропорционально выплате процентов за кредит. Здесь экономия от налоговых льгот включена в состав чистого дохода.

*Норма доходности акционерного капитала* показывает, насколько эффективно компания управляет акционерным капиталом. Наконец, *норма рентабельности* измеряет в процентном выражении прибыль, возникающую в сфере сбыта готовой продукции.

Финансовые показатели можно использовать по-разному. Некоторые аналитики в качестве базы для сравнения применяют абсолютные стандарты. Другие аналитики сравнивают коэффициенты компании с коэффициентами "средней" фирмы той же отрасли, чтобы обнаружить отличия, которые могут стать предметом дальнейшего рассмотрения. Еще одни анализируют разложение показателей, используя взаимосвязи входящих в него элементов, например, формулу Дюпона.

Вышеназванные приемы характерны для статического анализа коэффициентов, поскольку в этих случаях все внимание обращено на то, что происходит в некий момент времени. Но статическое сопоставление коэффициентов не позволяет использовать всю информацию, которая в них содержится. Динамический анализ, напротив повышает возможности использования показателей не только разных компаний, но и различных показателей внутри организации.

Учитывая, что приведение в соответствие баланса корпоративных интересов требует взаимоувязки многих разнородных показателей, для улучшения финансового состояния воспользуемся принципами динамической сопоставимости и динамической соподчиненности.

В процессе анализа часто возникает ситуация, когда некоторые показатели имеют динамику, отличающуюся от рекомендуемой. При этом имеют место следующие проблемы:

- даже среди однотипных показателей, рассматриваемых в рамках одного агрегата, тенденции результатов могут значительно различаться;
- имея подобную противоречивую динамику показателей, невозможно установить конечный результат действия совокупности рассматриваемых факторов, то есть выявить, насколько успешно развивался исследуемый объект;
- при соблюдении всеми показателями рекомендуемой динамики, тем не менее, нельзя сделать однозначный вывод об успешности деятельности предприятия;
- затруднительно определить какие сферы управления предприятием являются наиболее проблемными.

Указанная ситуация является типичной. Поэтому для эффективного контроля за соблюдением корпоративных интересов в современной экономике необходимы более информативные методы учета и анализа данных, чем применяемые традиционно. Более того, для комплексной оценки со-

стояния корпоративной структуры необходимо привести множество характеристик к единому интегральному (агрегированному) показателю, так как все субъекты рыночных отношений – собственники, кредиторы, инвесторы, контракты - заинтересованы в однозначной оценке результатов деятельности компании.

Решим поставленную выше задачу путем задания нормативной (эталонной) динамики развития предприятия. В группах показателей при их расчетах используются характеристики со схожим экономическим смыслом. Отсюда, показатели можно упорядочить относительно друг друга через их темповые характеристики. Введем обозначения темпа показателя:

$$h(a) = \frac{a_2}{a_1}, \quad (4.2)$$

$a$  – показатель хозяйственной деятельности предприятия;

$h(a)$  – темп показателя  $a$ ;

$a_2$  – значение показателя  $a$  в анализируемом периоде;

$a_1$  – значение показателя  $a$  в предыдущем периоде.

Рассмотрим показатели ликвидности на предмет упорядочивания их темпов. В финансовом анализе принято считать, что ликвидность предприятия, то есть способности предприятия своевременно рассчитываться по своим обязательствам, должна возрастать со временем. Это означает, что значение темпа любого из показателей ликвидности должно быть больше 1. Следовательно, нижней границей значений для показателей ликвидности будет единица. Далее сравним попарно показатели между собой, чтобы выяснить какой из показателей должен расти быстрее всего, а какой медленнее.

Рассмотрим показатели  $K_{II}$  и  $K_{Л}$ .

$$h(K_{II}) = h\left(\frac{OA}{ТП}\right) \text{ и } h(K_{Л}) = h\left(\frac{OA-3}{ТП}\right), \text{ где}$$



ОА – оборотные активы;

ТП – текущие обязательства;

З – запасы.

Известно также, что  $h(З) < h(ОА)$  или  $\frac{З_2}{З_1} < \frac{ОА_2}{ОА_1}$ . Это обусловлено

требованиям снижения доли запасов в оборотных активах со временем с целью повышения ликвидности активов.

Для удобства расчетов введем обозначения: ОА =  $a$ , ТП =  $b$ , З =  $c$  и

$\frac{c_2}{c_3} < \frac{a_2}{a_1}$ . Сравним  $h\left(\frac{a}{b}\right)$  и  $h\left(\frac{a-c}{b}\right)$  при  $\frac{c_2}{c_1} < \frac{a_2}{a_1}$ .

Перепишем в виде  $\frac{\frac{a_2}{b_2}}{\frac{a_1}{b_1}}$  и  $\frac{\frac{a_2 - c_2}{b_2}}{\frac{a_1 - c_1}{b_1}}$ .

Так как  $\frac{b_2}{b_1} > 0$ , разделим обе части неравенства на это выражение.

Получим  $\frac{a_2}{a_1}$  и  $\frac{a_2 - c_2}{a_1 - c_1}$ .

Приведем к общему знаменателю

$$\frac{a_2(a_1 - c_1)}{a_1(a_1 - c_1)} \text{ и } \frac{a_1(a_2 - c_2)}{a_1(a_1 - c_1)}, \text{ где}$$

$a_1(a_1 - c_1) > 0$  так как запасы  $c_1$  являются элементом оборотных активов  $a_1$ , следовательно,  $c_1 < a_1$ .

Имеем, из свойств неравенств, для сравнения два выражения  $a_2(a_1 - c_1)$  и  $a_1(a_2 - c_2)$ . Раскроем скобки  $a_2a_1 - a_2c_1$  и  $a_1a_2 - a_1c_2$ . Прибавим к левой и правой частям неравенства одну и ту же величину  $-a_2a_1$ . Знак неравенства при этом не изменится. Сравниваем  $-a_2a_1$  и  $-a_1c_2$  или  $-\frac{a_2}{a_1}$  и

$-\frac{c_2}{c_1}$ . Поскольку  $\frac{c_2}{c_1} < \frac{a_2}{a_1}$ , то  $-\frac{a_2}{a_1} < -\frac{c_2}{c_1}$ . Следовательно,

$h\left(\frac{a}{b}\right) < h\left(\frac{a-c}{b}\right)$  при  $\frac{c_2}{c_1} < \frac{a_2}{a_1}$ . Получаем, что

$h(K_{II}) = h\left(\frac{OA}{ТП}\right) < h(K_{LI}) = h\left(\frac{OA-З}{ТП}\right)$ . Аналогично можно доказать, что  $h(K_{LI}) < h(K_{ALI})$ .

В итоге получаем для показателей ликвидности следующее соотношение:

$$1 < h(K_{II}) < h(K_{LI}) < h(K_{ALI}) \quad (4.3)$$

Перейдем к показателям деловой активности. Средний срок оборачиваемости запасов и дебиторской задолженности должен снижаться во времени, чтобы денежные средства быстрее высвобождались из оборота и приносили в связи с этим большую прибыль. Средний срок оборачиваемости кредиторской задолженности также должен снижаться во времени, так как обратная ситуация может сигнализировать кредиторам о возникновении трудностей у предприятия по оплате счетов и, как следствие, привести к разрыву отношений с рядом кредиторов. Это значит, что темпы указанных показателей будут меньше 1, их верхней границы.

Запасы являются наименее продуктивной частью активов предприятия и требуют значительных издержек при их хранении. Следовательно, запасы должны быть наиболее быстро оборачивающейся частью активов предприятия, в том числе по сравнению с дебиторской задолженностью, то есть длительность оборачиваемости запасов, должна снижаться более быстрыми темпами, чем срок оборота дебиторской задолженности  $h(K_3) < h(K_{II})$ .

Требования  $h(K_{II}) < h(K_{KЗ})$  вытекает из следующих соображений. Для любого предприятия важно, чтобы счета его покупателей оплачива-

лись быстрее, чем счета поставщиков фирмы. В этом случае денежные средства отвлечены из оборота на меньший срок и будут использоваться по этой причине более эффективно. Дополнительным подтверждением рассматриваемого неравенства является необходимость сокращения с течением времени финансового цикла равного:

$$\Phi Ц = K_{II} + K_3 - K_{K3},$$

где  $\Phi Ц$  – продолжительность финансового цикла. Чтобы  $\Phi Ц$  снижался во времени нужно меньшее снижения показателя  $K_{II}$  по сравнению с  $K_{K3}$ . В результате имеем промежуточные итоги сравнения динамики показателей деловой активности:

$$h(K_3) < h(K_{II}) < h(K_{K3}) < 1 \quad (4.4)$$

Положительной тенденцией показателей  $K_{OA}$  и  $K_{OOK}$  является их рост во времени, то есть нижней границей их темпов является 1.

Сравним  $h(K_{OA})$  и  $h(K_{OOK})$ , или  $h\left(\frac{BP}{CA}\right)$  и  $h\left(\frac{BP}{OK}\right)$ , где

$BP$  – годовая выручка за реализованную продукцию;

$CA$  – совокупные активы предприятия;

$OK$  – основной капитал предприятия.

$h(CA) > h(OK)$  является следствием требования снижения доли основного капитала в совокупных активах, исходя из соображения повышения эффективности его использования. Как результат,  $h\left(\frac{BP}{CA}\right) < h\left(\frac{BP}{OK}\right)$

или  $h(K_{OA}) < h(K_{OOK})$ . Получаем

$$1 < h(K_{OA}) < h(K_{OOK}) \quad (4.5)$$

Из (4.4) и (4.5) следует полное упорядочение показателей деловой активности.

$$h(K_3) < h(K_{II}) < h(K_{K3}) < 1 < h(K_{OA}) < h(K_{OOK}) \quad (4.6)$$

Следующая группа показателей – показатели финансовой устойчивости. В свете финансовой устойчивости важно, чтобы хозяйственная деятельность в большей степени финансировалась за счет собственных источников, тогда снижается зависимость от заемных, возвращаемых ресурсов, и, следовательно, растет независимость фирмы от кредиторов. Из четырех представленных в таблице 4.10 показателей темп одного -  $h(K_{III}) > 1$ . Темпы остальных характеристик, для ослабления зависимости от внешних источников, денежных средств должны снижаться. При этом  $h(K_{ФР}) < h(K_D)$ . Действительно представление выражения можно переписать в виде  $h\left(\frac{CD}{СК}\right)$  и  $h\left(\frac{CD}{СА}\right)$ , где

$СК$  – собственный капитал;

$CD$  – совокупный долг;

$СА$  – совокупные активы.

Так как числители показателей одинаковы, изменение темпов зависит от изменения значений знаменателя. Из условия финансовой независимости следует, что собственный капитал должен расти быстрее совокупных активов, то есть  $h(СК) > h(СА)$ . Из сказанного следует:

$$h\left(\frac{CD}{СК}\right) < h\left(\frac{CD}{СА}\right) \quad \text{или} \quad h(K_{ФР}) < h(K_D). \quad \text{Аналогично}$$

$h(K_{ФР}) < h(K_{КС})$ , то есть  $h\left(\frac{CD}{СК}\right) < h\left(\frac{ДД}{АК}\right)$ , где  $ДД$  – долгосрочный долг,  $АК$  – акционерный капитал. Собственный капитал за счет прибыли растет быстрее акционерного, а увеличение доли долгосрочного долга в совокупном долге обусловлено требованием - иметь в распоряжении предпочтительно источники долгосрочного назначения, что при незначительном изменении суммы собственных ресурсов приведет к росту финансовой стабильности.

Однако полного упорядочения показателей финансовой устойчивости добиться сложно. Так попытки автора сравнить темпы показателей  $K_{КС}$  и  $K_{Д}$  не достигли цели. Поэтому в исследовании будут использоваться частичные порядки показателей финансовой устойчивости. А именно,

$$h(K_{ФР}) < h(K_{Д}) < 1 < h(K_{ПП}) \quad (4.7)$$

и

$$h(K_{ФР}) < h(K_{КС}) < 1 < h(K_{ПП}) \quad (4.8)$$

Осталось упорядочить показатели прибыльности. Положительной динамикой этих показателей считается возрастающая тенденция. При этом требование роста оборачиваемости элементов имущества предприятия, как акционерного капитала так и совокупных активов, формулируется в виде правила  $h(BP) > h(AK)$  и  $h(BP) > h(CA)$ , где

BP – совокупная выручка предприятия;

AK – акционерный капитал;

CA – совокупные активы.

Имеем  $1 < h\left(\frac{ЧП}{BP}\right) < h\left(\frac{ЧП}{CA}\right)$  и  $1 < h\left(\frac{ЧП}{BP}\right) < h\left(\frac{ЧП}{AK}\right)$ , где ЧП – до-

ход после выплаты процентов и налогов.

Более того, владельцы предприятия желают получать как можно более высокий доход на вложенные ими в деятельность фирмы средства при отсутствии дополнительных с их стороны ассигнований. Отсюда, рентабельность акционерного капитала должна возрастать более высокими темпами, чем норма доходности совокупных активов. Окончательное упорядочение показателей прибыльности будет иметь вид:

$$1 < h(K_{HP}) < h(ROA) < h(ROE) \quad (4.9)$$

Представленные выше рассуждения можно представить в виде паутинообразного графа с центром в единице (Рис.4.4).

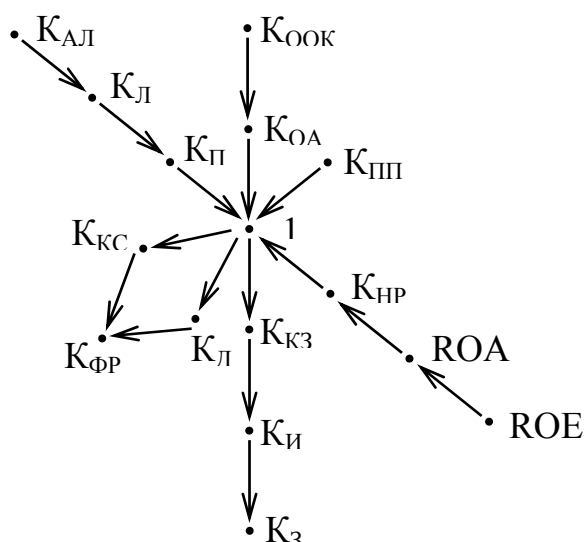


Рисунок 4.4. Граф упорядочения финансовых показателей деятельности предприятия.

Обозначения на графе:

$K_{АЛ}$  – коэффициент быстрой ликвидности;

$K_{Л}$  – коэффициент ликвидности;

$K_{П}$  – коэффициент покрытия;

$K_{ООК}$  – коэффициент окупаемости основного капитала;

$K_{ОА}$  – коэффициент окупаемости совокупных активов;

$K_{ПП}$  – коэффициент покрытия процентов;

$K_{НР}$  – норма рентабельности;

$ROA$  – норма доходности активов;

$ROE$  – норма доходности акционерного капитала;

$K_{КЗ}$  – длительность оборачиваемости кредиторской задолженности;

$K_{И}$  – средний срок инкассации;

$K_{З}$  – средний срок оборачиваемости запасов;

$K_{КС}$  – коэффициент «квоты собственника»;

$K_{Д}$  – коэффициент задолженности;

$K_{ФР}$  – коэффициент финансового рычага.

Назовем изображенный нормативный (эталонный) порядок графом упорядочения финансовых показателей деятельности предприятия. В изо-

браженном графе направления каждой стрелки соответствует неравенству " $>$ ". Так,  $1 \rightarrow K_{K3}$ , означает  $1 > h(K_{K3})$ , где  $h(a)$  - темп показателя  $a$  и так далее.

Указанный граф описывает, в каком порядке и направлении относительно друг друга должно осуществляться изменение наиболее существенных показателей деятельности корпоративных структур. Несоблюдение этого порядка указывает на наличие проблем у предприятия. Чем больше несовпадение с эталонным развитием, тем серьезнее проблемы. Состав и характер показателей нормативной динамики может меняться в зависимости от потребностей конкретного предприятия. Главное условие, чтобы они характеризовали существенные стороны деятельности корпорации, являлись информативными и легко интерпретируемыми, и могли быть упорядочены и соподчинены в динамике относительно друг друга. При этом соподчиненность необязательно должна быть полная, иногда, как в нашем случае, она может быть и частичной.

Таким образом, определены ключевые показатели, характеризующие процесс управления корпоративными ресурсами, дана четкая интерпретация показателям и их нормативным (эталонным) значениям.

Выявим на примере ОАО «Газпром» основные проблемы, препятствующие установлению полного баланса корпоративных интересов. Для этого рассмотрим темпы показателей графа упорядочения финансовых показателей деятельности (Таблица 4.11).

Из таблицы 4.11 видно, что ряд показателей имеют динамику, отличающуюся от рекомендуемой. Это и показатели структуры капитала, и некоторые показатели деловой активности. Необходимо выявить какие из них не позволяют установиться балансу интересов участников корпоративных отношений. Для этого построим матрицы инцидентности для эталонной и фактической динамики показателей деятельности анализируемой компании по формулам 2.29. и 2.30.

## Темпы показателей деятельности ОАО "Газпром" за период 2003-2004 гг.

Коэффициенты	Обозначение	Темпы	Темпы предпочтительные
<b>Показатели ликвидности</b>			
Коэффициент покрытия	К <sub>П</sub>	1,662	>1
Коэффициент ликвидности	К <sub>Л</sub>	1,653	>1
Коэффициент абсолютной ликвидности	К <sub>АЛ</sub>	1,751	>1
<b>Показатели деловой активности</b>			
Средний срок оборачиваемости запасов	К <sub>З</sub>	1,059	<1
Средний срок инкассации	К <sub>И</sub>	1,045	<1
Средний срок оборачиваемости кредиторской задолженности	К <sub>КЗ</sub>	0,616	<1
Коэффициент окупаемости совокупных активов	К <sub>ОА</sub>	1,039	>1
Коэффициент окупаемости основного капитала	К <sub>ООК</sub>	1,080	>1
<b>Показатели структуры капитала</b>			
Коэффициент "квоты собственника"	К <sub>КС</sub>	1,355	<1
Коэффициент финансового рычага	К <sub>ФР</sub>	1,034	<1
Коэффициент задолженности	К <sub>Д</sub>	1,025	<1
Коэффициент покрытия процентов	К <sub>ПП</sub>	0,957	>1
<b>Показатели прибыльности</b>			
Норма рентабельности	К <sub>НР</sub>	1,093	>1
Норма доходности активов	ROA	1,135	>1
Норма доходности акционерного капитала	ROE	1,145	>1



Зададим граф упорядочения финансовых показателей деятельности предприятия в матричной форме (Таблица 4.12).

Таблица 4.12

**Матрица графа эталонного упорядочения финансовых показателей деятельности предприятия**

Ка- либр	К <sub>П</sub>	К <sub>Л</sub>	К <sub>АЛ</sub>	К <sub>З</sub>	К <sub>И</sub>	К <sub>КЗ</sub>	К <sub>ОА</sub>	К <sub>ООК</sub>	К <sub>КС</sub>	К <sub>ФР</sub>	К <sub>Д</sub>	К <sub>ПП</sub>	К <sub>НР</sub>	ROA	ROE	
Ка- либр	1	-1	-1	-1	1	1	1	-1	-1	1	1	1	-1	-1	-1	-1
К <sub>П</sub>	1	1	-1	-1	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0
К <sub>Л</sub>	1	1	1	-1	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0
К <sub>АЛ</sub>	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0
К <sub>З</sub>	-1	-1	-1	-1	1	-1	-1	-1	-1	0	0	0	-1	-1	-1	-1
К <sub>И</sub>	-1	-1	-1	-1	1	1	-1	-1	-1	0	0	0	-1	-1	-1	-1
К <sub>КЗ</sub>	-1	-1	-1	-1	1	1	1	-1	-1	0	0	0	-1	-1	-1	-1
К <sub>ОА</sub>	1	0	0	0	1	1	1	1	-1	1	1	1	0	0	0	0
К <sub>ООК</sub>	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0
К <sub>КС</sub>	-1	-1	-1	-1	0	0	0	-1	-1	1	1	0	-1	-1	-1	-1
К <sub>ФР</sub>	-1	-1	-1	-1	0	0	0	-1	-1	-1	1	-1	-1	-1	-1	-1
К <sub>Д</sub>	-1	-1	-1	-1	0	0	0	-1	-1	0	1	1	-1	-1	-1	-1
К <sub>ПП</sub>	1	0	0	0	1	1	1	0	0	1	1	1	1	0	0	0
К <sub>НР</sub>	1	0	0	0	1	1	1	0	0	1	1	1	0	1	-1	-1
ROA	1	0	0	0	1	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1	-1
ROE	1	0	0	0	1	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1	1

Матрица эталонного упорядочения  $M[ЭП]$  строится следующим образом. Стрелке «  $\longrightarrow$  » соответствует «+1» в строке матрицы и столбце матрицы, поименованными соответственно исходящей позицией (строка) и позицией, куда направлена стрелка (столбец). В клетке, симметричной данной относительно главной диагонали матрицы, ставится «-1». Это клетка строки того элемента, куда направлена стрелка и столбца той позиции, от которой она направлена.

Если стрелки между позициями графа отсутствуют в упорядочении, то есть данные показатели не сравниваются, то в клетках строк и столбцов, инцидентных этим показателям ставятся нули. На главной диагонали ставятся «+1». Под калибром понимается 1.

Так  $h(K_{ООК})$  и  $h(K_{ПП})$  не сравниваются между собой, поэтому в матрице в клетках на пересечении строки  $K_{ООК}$  и столбца  $K_{ПП}$  стоит 0, на пересечении строки  $K_{ПП}$  и столбца  $K_{ООК}$  также находится 0. Показатели  $K_{И}$  и  $K_{Л}$ , согласно графу нормативного упорядочения, связаны между собой соотношением  $K_{И} \longleftarrow K_{Л}$ , что соответствует неравенству  $h(K_{И}) < h(K_{Л})$ . Отсюда, на пересечении строки  $K_{И}$  и столбца  $K_{Л}$  стоит «-1», а на пересечении строки  $K_{Л}$  и столбца  $K_{И}$  «+1».

Далее, строится аналогичная матрица  $M[ФП]$  для фактического порядка темпов, рассчитанных в таблице 4.13.

Таблица 4.13

Матрица фактических финансовых показателей деятельности предприятия

Ка- либр	$K_{П}$	$K_{Л}$	$K_{АЛ}$	$K_{З}$	$K_{И}$	$K_{КЗ}$	$K_{ОА}$	$K_{ООК}$	$K_{КС}$	$K_{ФР}$	$K_{Д}$	$K_{ПП}$	$K_{НР}$	ROA	ROE
Ка- либр	1	-1	-1	-1	-1	-1	1	-1	-1	-1	-1	1	-1	-1	-1
$K_{П}$	1	1	1	-1	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0
$K_{Л}$	1	-1	1	-1	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0
$K_{АЛ}$	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0
$K_{З}$	1	-1	-1	-1	1	1	1	1	-1	0	0	0	1	-1	-1
$K_{И}$	1	-1	-1	-1	-1	1	1	1	-1	0	0	0	1	-1	-1
$K_{КЗ}$	-1	-1	-1	-1	-1	-1	1	-1	-1	0	0	0	-1	-1	-1
$K_{ОА}$	1	0	0	0	-1	-1	1	1	-1	-1	1	1	0	0	0
$K_{ООК}$	1	0	0	0	1	1	1	1	1	-1	1	1	0	0	0
$K_{КС}$	1	-1	-1	-1	0	0	0	1	1	1	1	0	1	1	1
$K_{ФР}$	1	-1	-1	-1	0	0	0	-1	-1	-1	1	1	-1	-1	-1
$K_{Д}$	1	-1	-1	-1	0	0	0	-1	-1	0	-1	1	1	-1	-1
$K_{ПП}$	-1	0	0	0	-1	-1	1	0	0	-1	-1	-1	1	0	0
$K_{НР}$	1	0	0	0	1	1	1	0	0	-1	1	1	0	1	-1
ROA	1	0	0	0	1	1	1	0	0	-1	1	1	0	1	1
ROE	1	0	0	0	1	1	1	0	0	-1	1	1	0	1	1

В этой матрице на пересечении строк и столбцов показателей, которые не сравниваются между собой, также стоят нули. В фактическом порядке  $h(K_{З})=1,059 > h(K_{И})=1,045$ , то есть  $K_{З} \longrightarrow K_{И}$ , тогда как в нормативном упорядочении должно соблюдаться обратное соотношение. Поэтому на пересечении строки  $K_{З}$  и столбца  $K_{И}$  в  $M[ФП]$  ставится «+1», а на пере-

сечении строки  $K_i$  и столбца  $K_3$  «-1». В таких клетках матрицы будут наблюдаться отличия между  $M[\text{ЭП}]$  и  $M[\text{ФП}]$ . В случаях, когда фактический порядок совпадает с нормативным, в клетках  $M[\text{ЭП}]$  и  $M[\text{ФП}]$  стоят одинаковые значения. На главной диагонали – единицы.

Расстояние между  $M[\text{ЭП}]$  и  $M[\text{ФП}]$  характеризует степень отклонения фактического развития предприятия от требуемого эталонного, то есть наблюдаются определенные нарушения в финансовом развитии предприятия. Обозначим расстояние между  $M[\text{ЭП}]$  и  $M[\text{ФП}]$  через  $d$ , которое вычисляется по формуле 2.31. В нашем случае  $d=92$ . Нормируем  $d$  по формуле (2.32.). В рассматриваемом случае  $k=162$ , а  $R=0,284$ . То есть мера различия между  $M[\text{ЭП}]$  и  $M[\text{ФП}]$  равна 0,284. Мера сходства  $S$ , вычисляемая по формуле (2.33.) равна 71,6 %, то есть фактическое направление развития совпадает с рекомендуемым на 71,6 %. В лучшем случае совпадение было бы 100 %, в худшем – нулевое.

Необходимо отметить близость значений показателей сбалансированности корпоративных интересов и итогового, интегрального показателя финансовой деятельности предприятия – 68,8 % и 71,6 % соответственно. На лицо достаточно тесная корреляция баланса интересов и результатов финансовой деятельности предприятия, что не выглядит неожиданным, хотя существенное совпадение результатов расчетов по разным показателям и их количеству впечатляет. Можно сказать, что мы провели своеобразную декомпозицию баланса интересов на более частные показатели. Это позволит выявить узкие места не на верхнем уровне управления предприятием – корпоративном, где осуществляется глобальное управление компанией и частные характеристики не являются объектом управления, а на более низком – на уровне текущей, ежедневной деятельности предприятия. Тем самым средний управленческий персонал организации, от которого в общей массе проблемы корпоративного управления весьма далеки, будет знать, что необходимо предпринять для достижения баланса корпо-

ративных интересов и, как следствие, создание благоприятных условий для функционирования фирмы в долгосрочной перспективе и связанного с этим своего благосостояния.

Оценив соответствие реального финансового развития предприятия эталонному, в отношении «Газпрома» это 71,6%, определим главные проблемы, не позволяющие установить баланс интересов. Воспользуемся тем же приемом, что и при выявлении основных проблем российского корпоративного сектора (см. п.4.1.1). Для этого вернемся к графу упорядочения финансовых показателей деятельности предприятия (Рисунок 4.4). Граф содержит 12 ветвей. Выпишем некоторые из них:

$$1. ROE \rightarrow ROA \rightarrow K_{HP} \rightarrow 1 \rightarrow K_{K3} \rightarrow K_{II} \rightarrow K_3$$

$$2. K_{AL} \rightarrow K_L \rightarrow K_{II} \rightarrow 1 \rightarrow K_{K3} \rightarrow K_{II} \rightarrow K_3$$

$$3. K_{OOK} \rightarrow K_{OA} \rightarrow 1 \rightarrow K_{KC} \rightarrow K_{\Phi P}$$

и т.д.

Этим порядкам соответствуют следующие соотношения норм роста:

$$1. h(ROE) > h(ROA) > h(K_{HP}) > 1 > h(K_{K3}) > h(K_{II}) > h(K_3)$$

$$2. h(K_{AL}) > h(K_L) > h(K_{II}) > 1 > h(K_{K3}) > h(K_{II}) > h(K_3)$$

$$3. h(K_{OOK}) > h(K_{OA}) > 1 > h(K_{KC}) > h(K_{\Phi P})$$

и т.д.

Далее каждая ветка рассматривается по отдельности. Каждому члену нормативного порядка приписывается ранг в порядке их убывания. Затем вычисляются отклонения рангов по правилу:

$$b_i^K = R_{i\mathcal{E}}^K - R_{i\Phi}^K \quad (4.10)$$

Здесь

$R_{i\mathcal{E}}$  - ранг  $i$ -го показателя в нормативном порядке;

$R_{i\Phi}$  - ранг  $i$ -го показателя в фактическом порядке;

$K$  – номер ветви динамического норматива.

После чего, находится абсолютное значение отклонений, которое указывает на степень проблемности и то внимание, которое должно быть

уделено данному показателю со стороны менеджмента. Показатели с наибольшим абсолютным значением отклонения представляют собой наиболее «узкое» место в финансовом управлении предприятием.

Далее рассчитываются отклонения фактических показателей от нормативных по оставшимся ветвям графа упорядочения финансовых показателей деятельности предприятия. Чтобы выявить проблемные показатели среди всей их совокупности, рассчитаем среднее значение модулей отклонений каждого показателя по всем ветвям графа упорядочения по правилу:

$$b_i^{cp} = \sum_{K=1}^N \frac{|b_i^K|}{m}; \quad (4.11)$$

$m$  - число ветвей графа эталонного упорядочения, в которые входит показатель  $i$ ;

$N = \overline{1,12}$  - номер ветви графа. Среднее значение рассчитывается из тех соображений, что различные показатели могут являться элементами неодинакового числа ветвей упорядочения, и если не считать среднее картина может исказиться.

В результате в отношении «Газпрома» имеем таблицу 4.14.

Наивысшую степень проблемности имеет показатель среднего срока оборачиваемости запасов, следующий по значимости, коэффициент покрытия процентов, далее коэффициент «квоты собственника». Как это было показано выше именно эти показатели, главным образом, препятствуют установлению баланса корпоративных интересов. Устранив названные недостатки в первую очередь, менеджерам «Газпрома» удастся значительно приблизиться к балансу корпоративных отношений. И это при том, что на первый взгляд выявленные проблемы не оказывают прямого влияния на показатели баланса интересов. Тем не менее, как раз указанные сферы деятельности предприятия негативно воздействуют на баланс совокупных корпоративных интересов.

**Выявление наиболее проблемных показателей деятельности ОАО "Газпром" за период 2003-2004 гг. по всем ветвям графа упорядочения**

Коэффициенты	Обозначение	Сумма модулей отклоне- ния	Среднее отклонение	Степень проблем- ности
Коэффициент покрытия	К <sub>П</sub>	3	1,000	7
Коэффициент ликвидности	К <sub>Л</sub>	3	1,000	7
Коэффициент абсолютной лик- видности	К <sub>АЛ</sub>	0	0,000	15
Средний срок оборачиваемости запасов	К <sub>З</sub>	14	3,500	1
Средний срок инкассации	К <sub>И</sub>	6	1,500	6
Средний срок оборачиваемости кредиторской задолженности	К <sub>КЗ</sub>	8	2,000	4
Коэффициент окупаемости со- вокупных активов	К <sub>ОА</sub>	3	1,000	7
Коэффициент окупаемости ос- новного капитала	К <sub>ООК</sub>	1	0,333	10
Коэффициент "квоты собствен- ника"	К <sub>КС</sub>	10	2,500	3
Коэффициент финансового ры- чага	К <sub>ФР</sub>	14	1,750	5
Коэффициент задолженности	К <sub>Д</sub>	1	0,250	14
Коэффициент покрытия про- центов	К <sub>ПП</sub>	9	3,000	2
Норма рентабельности	К <sub>НР</sub>	1	0,333	10
Норма доходности активов	ROA	1	0,333	10
Норма доходности акционерно- го капитала	ROE	1	0,333	10

Вообще, граф настоятельности выправления баланса интересов вы-  
глядит следующим образом (Рисунок 4.5).

В начале графа отражены те аспекты управления предприятия, которые требуют самого пристального внимания. По мере перемещения к концу графа напряженность в показателях спадает, и они не требуют каких-то кардинальных изменений в деятельности, им соответствующей. Этот граф является корректирующим динамическим нормативом (КДН). Его реализация позволяет приблизиться к эталонному порядку темпов.

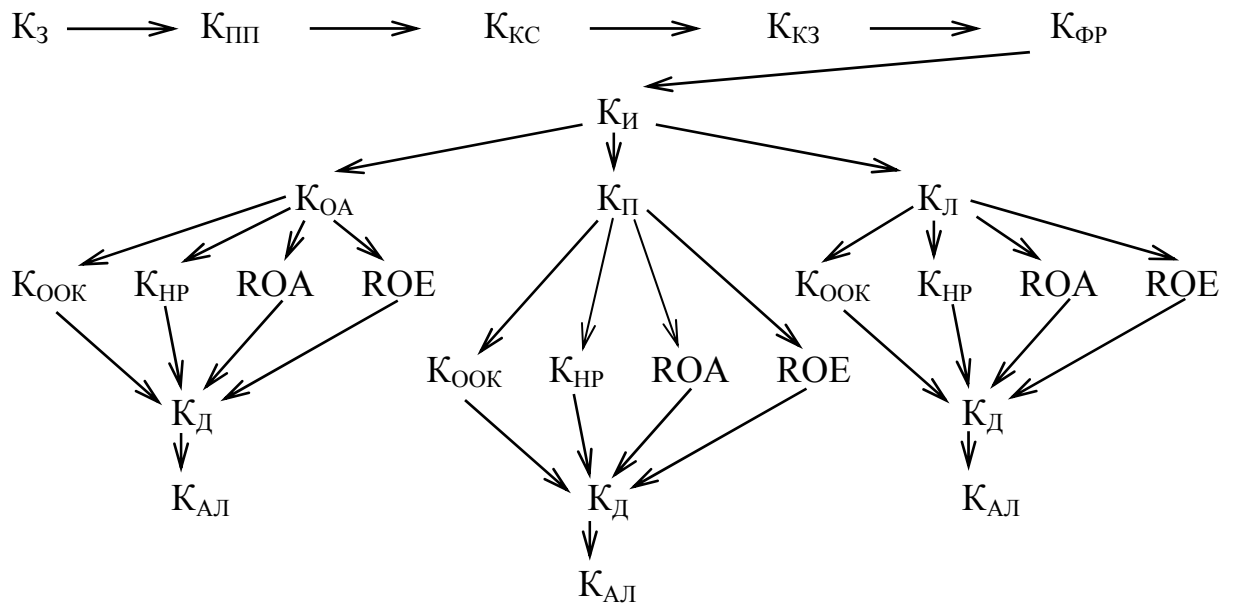


Рисунок 4.5. Граф настоятельности выправления финансовой деятельности ОАО «Газпром» в 2004 г.

Таким образом, из предлагаемой методики следует непосредственная информация для принятия решений, при этом важной особенностью рассмотренной методики является ее однозначный характер и информационная самодостаточность.

#### **4.4. Возможные направления использования оценок сбалансированности корпоративных интересов**

Известно, что система управления состоит из следующих взаимосвязанных функций: планирования, учета, анализа и принятия управленческих решений.

Планирование представляет очень важную функцию в системе управления балансом интересов на предприятии. С его помощью определяется направление и содержание деятельности компании по выстраиванию корпоративных отношений, установлению главных стратегических целей и достижению баланса интересов. Предложенный в данной работе формальный аппарат опирается на принцип планового ведения хозяйства фирмы. Так, основные показатели, используемые для оценки сбалансированности корпоративных интересов определяются через их нормативные значения. С концепцией планирования связана и расстановка приоритетов. Планирование порождает нормативный подход к явлениям хозяйственной жизни.

Для управления корпоративными отношениями нужно иметь представление не только о ходе выполнения плана по достижению баланса, результатах хозяйственной деятельности, но и о тенденциях и характере происходящих изменений в экономике корпорации. Осмысление, понимание информации достигается с помощью экономического анализа. В процессе анализа первичная информация проходит аналитическую обработку: проводится сравнения достигнутых результатов корпоративного управления с плановыми данными, определяется влияние разных факторов на величину различных показателей, выявляются недостатки, ошибки, неиспользованные возможности, перспективы и т. д.

Предложенные в работе оценки выполняют измерительную функцию. Как было показано, показатель сбалансированности корпоративных



интересов является информативным измерителем конечной результативности управления. К тому же, в механизме реализации корректирующего динамического норматива заложено выявление недостатков в управлении предприятием. То есть описанный в работе оценочный аппарат является средством не только обоснование планов по достижению баланса интересов, но и инструментом экономического анализа деятельности предприятия.

На основе результатов анализа разрабатываются и обосновываются управленческие решения. Оценка качества управления и построение соответствующего корректирующего динамического норматива предшествуют решениям и действиям, обосновывают их и являются основой научного управления корпоративными отношениями, обеспечивают его объективность и эффективность.

Исходя из сказанного, можно утверждать, что предложенная в работе оценка сбалансированности интересов может применяться не только в корпоративном управлении, но и в управлении другими субъектами рынка: предприятиями некорпоративной формы хозяйствования, государственными организациями, домашними хозяйствами, индивидуальными предприятиями и т.д. Требуется лишь задать приоритеты и упорядочить их в динамике, причем не обязательно, чтобы приоритеты имели количественное выражение, важно их изменение в динамике, а его можно определить качественно, например, лучше или хуже стала та или иная сторона хозяйственной деятельности.

В нашем варианте эталонный порядок является приспособляемым к изменению ситуации в субъекте хозяйствования, так как в разные периоды оценки порядки темпов могут быть различными. Однако, эта приспособляемость не произвольна - она вытекает из требований увязывать исходные данные параметры системы управления с нормативными представлениями о них.

В различных хозяйственных ситуациях могут по-разному расставляться приоритеты, меняться нормативные представления о параметрах системы управления, количество и состав параметров, описывающих систему управления, также может меняться и дополняться в различных хозяйственных ситуациях. Предложенный в данной работе подход позволяет легко приспосабливаться к таким изменениям хозяйственной ситуации и поэтому может иметь широкое применение в процессах принятия планово-управленческих решений.

Таким образом, предложенная оценка качества корпоративного управления является важным элементом в системе управления предприятием, действенным инструментом установления баланса интересов, выявления его перекосов, основой разработки научно обоснованных планов и управленческих решений.

По материалам четвертой главы можно сделать следующие выводы.

1. В качестве инструментария обнаружения перекосов в балансе корпоративных интересов предлагается анализ расхождения рангов показателей в эталонном режиме и их рангов в фактическом порядке. Это позволит сформировать план мероприятий в установлении полного баланса интересов и проранжировать их в порядке настоятельности исправления сложившейся ситуации.

2. Основными проблемами в сбалансировании интересов российских корпораций является в порядке убывания степени проблемности, формирование чистой прибыли, балансовой прибыли и совокупных активов. Средняя российская корпорация не может обеспечить достаточный рост прибыли, рост издержек не соответствует достигнутому объему продаж. Необходимы меры, может быть даже самые радикальные, по устранению негативных перекосов в балансе корпоративных отношений.

3. Выплата дивидендов не является проблемой российского корпоративного сектора, этот параметр баланса корпоративных интересов нахо-

дится на приемлемом уровне. Однако это может быть следствием занижения менеджерами прибыли фирм, что естественным образом приводит к относительно невысоким размерам выплачиваемых дивидендов.

4. Баланс корпоративных интересов в России смещен в сторону менеджеров, которые, используя все доступные способы, стремятся оставить под своим управлением как можно больше денежных средств, не взирая на ущемление, тем самым, своих работодателей – владельцев фирмы. Чтобы сгладить или завуалировать сложившуюся ситуацию, управляющие обеспечивают неплохие темпы дивидендов, создавая видимость относительно благополучия.

5. Стабильно одним из проблемных является показатель совокупных активов. Это означает, что численность работающих на предприятии растет быстрее, чем суммарные активы, то есть падает производительность труда. Менеджеры предприятия, на основе своих личных мотивов, нанимают неоправданно много персонала для выполнения текущих задач. Именно поэтому расходы компаний растут более быстрыми темпами, чем доходы, приводя тем самым к недостаточному объему прибыли.

6. Построение эталонной динамики показателей позволяет провести оценку баланса корпоративных интересов предприятия, измерить результативность корпоративного управления, дает непосредственную информацию для выправления сложившейся ситуации и обосновывает систему мониторинга динамики предприятия. Полученная информация выступает основой сбалансированности интересов менеджерами предприятия и повышения эффективности корпоративного управления. Ими определяются основные направления действий по исправлению ситуации, чтобы соответствовать ожиданиям и требованиям своих нанимателей – акционеров.

7. Баланс интересов является следствием и результатом финансовой деятельности предприятия. Фактическая динамика его элементов, их порядок относительно друг друга зависят от множества факторов. Среди них,

ликвидность, финансовая устойчивость, оборачиваемость, рентабельность и т.д. Для достижения поставленных целей, в том числе и баланса корпоративных интересов, топ-менеджерам приходится выбирать определенное соотношение между названными характеристиками. Учитывая, что приведение в соответствие баланса корпоративных интересов требует взаимосвязки многих разнородных финансовых показателей, проведена декомпозиция общих показателей баланса корпоративных отношений на более частные показатели.

8. Разработана модель динамики частных показателей финансовой деятельности корпорации, позволяющая определять конкретные первоочередные мероприятия по устранению перекосов в балансе корпоративных отношений. Она описывает, в каком порядке и направлении относительно друг друга должно осуществляться изменение наиболее существенных показателей деятельности корпоративных структур. Несоблюдение этого порядка указывает на наличие проблем у предприятия. Чем больше несовпадение с эталонным развитием, тем серьезнее проблемы.

9. На примере «Газпрома» показана близость значений показателей сбалансированности корпоративных интересов и итогового, интегрального показателя финансовой деятельности предприятия – 68,8% и 71,6% соответственно. Это свидетельствует о достаточно тесной корреляции баланса интересов и результатов финансовой деятельности предприятия. Тем самым выявляются проблемы на уровне текущей, ежедневной деятельности предприятия, что позволит рядовому персоналу организации осознать, какие действия необходимо предпринять для достижения баланса корпоративных интересов и, как следствие, создания благоприятных условий функционирования фирмы в долгосрочной перспективе и связанного с этим своего благосостояния.

10. Предложен алгоритм формирования графа настоятельности выправления баланса интересов. В начале графа отражены те аспекты управ-

ления предприятия, которые требуют самого пристального внимания. По мере перемещения к концу графа напряженность в показателях спадает, и они не требуют каких-то кардинальных изменений в деятельности, им соответствующей. Этот граф является корректирующим динамическим нормативом (КДН). Его реализация позволяет приблизиться к эталонному порядку темпов.

11. Из предлагаемого инструментария управления балансом интересов следует непосредственная информация для принятия решений, при этом важной особенностью рассмотренной методики является ее однозначный характер и информационная самодостаточность.

12. Предложенная в работе оценка сбалансированности интересов может применяться не только в корпоративном управлении, но и в управлении другими субъектами рынка: предприятиями некорпоративной формы хозяйствования, государственными организациями, домашними хозяйствами, индивидуальными предприятиями и т.д. Требуется лишь задать приоритеты и упорядочить их в динамике, причем не обязательно, чтобы приоритеты имели количественное выражение, важно их изменение в динамике, а его можно определить качественно, например, лучше или хуже стала та или иная сторона хозяйственной деятельности.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Регулирование корпоративных отношений представляет собой механизм координации интересов различных групп, причастных к деятельности корпорации. Особое место занимает согласование интересов субъектов, реализующих функции владения и управления, собственников компании и нанятых ими менеджеров. Важность этих отношений объясняется тем, что одни предоставляют капитал, а другие его используют во многом по своему усмотрению. Естественно, такая ситуация порождает различного рода трения между участниками отношений по поводу целесообразности и эффективности использования авансированного капитала, что питает почву всевозможных конфликтов, разрушающих фирму. Это не может устраивать не только непосредственно акционеров и менеджеров, но и других заинтересованных субъектов: государство, работников, кредиторов, поставщиков, потребителей и т.д. Поэтому корпоративные отношения нуждаются в такой инструментальной их регуляции, который формирует критерий, оценивает степень соответствия ему, указывает на проблемные места в балансе корпоративных интересов.

Нам представляется, что в настоящей работе построен именно такой инструмент регуляции корпоративных отношений. В нем мы постарались учесть все основные интересы, соответствующие как акционерам, так и менеджерам. Причем мы мотивированно взаимоувязали и упорядочили их, расставив приоритеты без ущемления интересов ни одной из сторон. Что немаловажно, мы оцениваем финансовые интересы субъектов корпоративного управления, тогда как в основном они трактуются в правовой плоскости. Тем самым учтены базовые потребности рыночных субъектов в получении дохода как материального, так и морального на предоставленный капитал.

Рассмотрены различные подходы к решению проблемы согласования корпоративных интересов, оценены возможности и ограничения их применения на практике. Как попытка снять выявленные ограничения была сформирована эталонная динамика показателей баланса интересов, следование которой характеризует его соблюдение. Степень соответствия эталонной и фактической динамики выражается единым показателем, который легко интерпретируется и позволяет классифицировать анализируемые компании.

Эмпирическая проверка теоретических результатов исследования проводилась на обширном статистическом материале крупнейших корпораций России. Она позволила сделать ряд содержательных выводов, главный из которых – улучшение ситуации в сфере соблюдения баланса корпоративных интересов. В России сегодня сформировались институциональные условия, способствующие укреплению сотрудничества участников корпоративных отношений и пониманию того, что от степени достижения баланса интересов зависит как личное, так и общественное благосостояние.

Механизм устранения узких мест в системе управления балансом интересов основан на построении графа настоятельности выправления баланса интересов, в результате чего первоочередные действия для ликвидации негативных тенденций развития корпоративных отношений вытекают непосредственно из методики и четко формализованы, а не основаны на интуиции и квалификации менеджера.

Широкое применение на практике сформулированных предложений позволит избегать неформализованных оценок качества корпоративного управления и принятия решений, основанных только на интуиции, а значит несущих в себе значительный риск. Отметим также, что сфера применения предложенного инструментария не ограничивается только корпоративными отношениями, он может реализовываться в государственном и

муниципальном менеджменте, управление предприятиями некорпоративных форм организации бизнеса, экономике домашних хозяйств и т.д.

Представленная работа, вполне вероятно, носит дискуссионный характер. Автор выражает надежду, что наш читатель поможет своими отзывами об этой работе, советами и пожеланиями сделать следующую книгу более полной и интересной, а значит, нужной широкому кругу российских читателей.



## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Акционерное дело: Учебник / Под ред. В.А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 544 с.
2. Антонов Г.Д., Иванова О.П. Как сформировать эффективные интегрированные компании в промышленной России? – Эко, №12, 2002 г.
3. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / Уоррен Баффет; сост., авт. предисл. Лоренс Каннигем; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 268 с.
4. Беляева И.Ю. Современные корпоративные стратегии и технологии в экономике России. – Финансы и кредит, №1, 2001.
5. Беляева И.Ю., Эскиндаров М.А. Корпоративные формы хозяйствования в российской экономике и проблемы взаимодействия менеджмента и мелких акционеров. – Вопросы экономики. № 10, 2000.
6. Блази Дж. Р., Круз Д.Л. Новые собственники (наемные работники – массовые собственники акционерных компаний). – М.: Дело Лтд., 1995. – 320 с.
7. Бланк И.А. Финансовая стратегия предприятия. – К.: Эльга, Ника-центр, 2004 г. – 720 с.
8. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-бизнес, 2004. – 1008 с.
9. Бурлацкий А., Айбиндер Г., Головина Г. Роль корпоративного управления в повышении капитализации компании. – Управление компанией, №2, 2003.
10. Васильев Д. Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшений? / Инвестиционный климат и экономическая стратегия России. – М.: ГУ-ВШЭ, 2000. – 169 с.

11. Винслав Ю. Становление отечественного корпоративного управления: теория, практика, подходы к решению ключевых проблем. - Российский экономический журнал, №2, 2001.

12. Винслав Ю., Дементьев В., Мелентьев А., Якутин Ю. Развитие интегрированных корпоративных структур в России - Российский экономический журнал, №11-12, 1998 г.

13. Выборова Е.Н., Финансовая диагностика: сущность, концепция, технология. – Финансы и кредит, №15, 2003.

14. Вэйтилингэм Р. Руководство по использованию финансовой информации Financial Times: Пер. с англ.– М.: Финансы и статистика, 1999. – 400 с.

15. Гальперин С.Б., Дороднева М.В., Мишин Ю.В., Пухова Е.В. Механизм анализа и прогноза деятельности корпоративных структур. / Под ред. д.э.н. С.Б. Гальперина. – М.: Издательский дом «Новый век», Институт микроэкономики, 2001. – 60 с.

16. Гуриев С. И др. Корпоративное управление в российской промышленности. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», №149. – М.: Московский общественный научный фонд, 2003.

17. Гуриев С., Лазарева О, Рачинский А., Цухло С. Корпоративное управление в российской промышленности. – М.: ИЭПП, 2004 г. – 92 с.

18. Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С. Спрос на современные стандарты корпоративного управления в частном секторе России. – Общество и экономика, №10-11, 2002.

19. Дамари Р. Финансы и предпринимательство: Финансовые инструменты, используемые западными фирмами для роста и развития организаций. – Ярославль: Елень, 1993. – 223 с.

20. Дедов Л.А., Тонких А.С. Оценка результативности менеджмента российских корпораций. – Общество и экономика, №2, 2005.

21. Демичев В.В. Тенденции развития акционерного капитала России. – Финансы и кредит, №4, 2001.
22. Дж. К. Ван Хорн. Основы управления финансами: Пер. с англ. / Гл. ред. серии Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 800 с.
23. Джонс Э. Деловые финансы: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1998. – 416 с.
24. Дипиаза С. А., Экклз Р.Дж. Будущее корпоративной отчетности. Как вернуть доверие общества. – М.: Альпина Паблишер, 2003. – 216 с.
25. Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности. – Вопросы экономики, №5, 2001.
26. Долгопятова Т. Российские предприятия в переходной экономике: экономические проблемы и поведение. – М.: Дело Лтд, 1995. – 288 с.
27. Долгопятова Т.Г. Эволюция моделей корпоративного контроля в российских компаниях: тенденции и факторы. Препринт WP1/2005/04. – М.: ГУ ВШЭ, 2005. – 28 с. (in English)
28. Дынкин А., Соколов А. Интегрированные бизнес группы в российской экономике. – Вопросы экономики, №4, 2002 г.
29. Елисеева И.И., Юзбашев М.М. Общая теория статистики: Учебник/Под ред. чл.-корр. РАН И.И. Елисеевой. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 480 с.
30. Жданов А.Ю. Стратегическая информация на службе корпоративного управления: современные подходы к построению системы показателей. – Финансы и кредит, №№12,16, 2004.
31. Зайцев Б.Ф., Агурбаш Н.Г., Ковалева Н.Н., Малютина О.А. Механизм создания российских региональных финансово – промышленных групп. Под ред. д.э.н. проф. Б.Ф. Зайцева – М.: Экзамен, 2000 г. – 160 с.
32. Измерения в процессах моделирования социально-экономических систем. Часть 1. – Л.: Изд-во ЛФЭИ, 1991 г. – 103 с.

33. Ильин М., Тихонов А. Финансово-промышленная интеграция и корпоративные структуры: мировой опыт и реалии России. – М.: Альпина Паблишер, 2002 г. – 287 с.
34. Инвестиционное поведение российских предприятий / Коллектив авторов: Дробышевский С., Радыгин А., Горшунов Н., Изряднова О. и др. – М.: ИЭПП, 2003 г. – 497 с.
35. Как расти здоровым. – Секрет фирмы, №29, 2004 г.
36. Кашанина Т.В. Корпоративное право. – М., НОРМА–ИНФРА, 1999. – 802 с.
37. Клейнер Г. Управление корпоративными предприятиями в переходной экономике. – Вопросы экономики, №8, 1999.
38. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и статистика, 2001 г. – 768 с.
39. Козаченко Г.В., Воронкова А.Е. Корпоративне управління. Підручник для вузів. – Київ: Лібра, 2004. – 386 с.
40. Колас Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы: Учебн. пособие/Пер. с франц. под ред. проф. Я.В. Соколова. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997 г. – 576 с.
41. Комер М. Дж. Расследование корпоративного мошенничества. – М.: Изд-во Нірро, 2004. – 308 с.
42. Коренченко Р.А. Общая теория организации : учебник для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003 г. – 286 с.
43. Корнаи Я. Юридические обязательства, проблема их соблюдения и мягкие бюджетные ограничения. – Вопросы экономики, №9, 1998.
44. Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники акционерного общества / Под ред. М.Хасселя. – М.: Джон Уайли Энд Санз, 1996. – 80 с.
45. Корпоративное управление. Основные проблемы и конфликты. – Экономика и жизнь, №51, 2000.

46. Корпоративные конфликты. Причины возникновения и способы преодоления. – М.: Едиториал УРСС, 2002, с. 11
47. Корпоративные проблемы экономического реформирования России: Сб. научных трудов / Под общ.ред. Ю.Н. Винслава. – М.: ОАО «НПО Экономика», 2000. – 183 с.
48. Коупленд Т., Колер Т., Мурир Дж. Стоимость компаний оценка и управление: Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 1999. – 576 с.
49. Кочетков Г.Б., Супян В.Б. Корпорация: американская модель. – СПб.: Питер, 2005. – 320 с.
50. Красникова М. Быстрый дрейф. – Эксперт, №14, 2004.
51. Крейчман Ф.С. Эффективная организация управления акционерными предприятиями в условиях рынка. – М.: Финстатинформ, 2000. – 316 с.
52. Кризис в менеджменте. – Секрет фирмы, №15, 2004.
53. Лапаев Д.Н., Юрлов Ф.Ф. Определение экономического состояния хозяйствующих субъектов при частичном совпадении интересов заинтересованных сторон. – Финансы и кредит, №2, 2005.
54. Лафта Дж. К. Эффективность менеджмента организации: Уч.пособие. – М.: Русская Деловая Литература, 1999. – 320 с.
55. Львов Д.С. Экономика развития. – М.: Экзамен, 2002. – 512 с.
56. Маркова В.Д., Кузнецова С.А. Стратегический менеджмент: Курс лекций.– М.: Инфра-М; Новосибирск: Сибирское соглашение, 2002. – 288с.
57. Масютин С.А. Корпоративное управление: опыт и проблемы: Монография. – М.: Финстатинформ, 2003. – 280 с.
58. Матвеева А. Не дать ему уйти. – Эксперт, №36, 2005.
59. Мащенко В.Е. Системное корпоративное управление. – М.: Синтез, 2003. – 251 с.
60. Мезоэкономика переходного периода: рынки, отрасли, предприятия. Под редакцией д.э.н. Г.Б. Клейнера. – М.: Наука, 2001. – 516 с.

61. Мертенс А. Стоимость компании в теории и на практике. – Финансовый директор, №5(9), 2002 г.
62. Мессер Д. ИБМ: управление в самой преуспевающей корпорации мира. – М.: Прогресс, 1991. – 456 с.
63. Мильнер Б. Крупные корпорации – основа подъема и ускоренного развития экономики, Вопросы экономики, №9, 1998.
64. Миркин Я., С.Лосев (2000): Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи. – В: Рынок ценных бумаг, №22, 2000.
65. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ: Пер. с англ. – М.: Дело, 1999 г. – 272 с.
66. Мусин М. Проблема согласования интересов – Экономист, №5, 2005.
67. Национальный рейтинг корпоративного управления «РИД-Эксперт» – [www.raexpert.ru/ratings/corporate/](http://www.raexpert.ru/ratings/corporate/)
68. Нили Энди, Адамс Крис, Кеннерли Майк. Призма эффективности: Карта сбалансированных показателей для измерения успеха в бизнесе и управления им. / Пер. с англ. – Днепропетровск; Баланс-Клуб, 2003. – 400 с.
69. Паппэ Я. Российский крупный бизнес как экономический феномен: особенности становления и современного этапа развития. – Проблемы прогнозирования, №1, 2002.
70. Паппэ Я. Российский крупный бизнес как экономический феномен: специфические черты модели его организации. – Проблемы прогнозирования, №2, 2002.
71. Петров Ю. Реформа корпоративных институтов и создание социального рыночного хозяйства. – Российский экономический журнал, №№4,5, 2000.
72. Погостинская Н.Н., Погостинский Ю.А. Системный анализ финансовой отчетности. – СПб.: Издательство Михайлова В.А., 1999. – 96 с.

73. Проблемы корпоративного управления в России и регионах / Коллектив авторов: Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Гонтмахер А.Е. и др. – М.: ИЭПП, 2002 г. – 258 с.
74. «Пятерочка» подложила свинью. – Секрет фирмы, №48, 2005 г.
75. Радыгин А. Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России. – Вопросы экономики, №8, 1999.
76. Радыгин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы. Вопросы экономики, №1, 2002.
77. Радыгин А., С.Архипов (2000): Собственность, корпоративные конфликты и эффективность (некоторые эмпирические оценки). – Вопросы экономики, №11, 2000.
78. Радыгин А., Сидоров И. Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? – Вопросы экономики, №5, 2000.
79. Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. – М., 2003. – 167 с.
80. Развитие корпоративных форм управления в России (по материалам международной научно-практической конференции, проведенной Международной академией корпоративного управления). – Российский экономический журнал, №№ 2,4, 2000.
81. Рассказова А.Н. Финансовые аспекты корпоративного управления. Расчет добавленной стоимости собственного капитала – Финансовый менеджмент, № 5, 2002.
82. Рачек В.Л. Как экономические интересы акционеров формируют контроля на основе корпоративное управление. – ЭКО, №7, 2004.
83. Рожков А.А. Функциональная декомпозиция процесса корпоративного управления. – Финансы и кредит, №12, 2003.

84. Розинский И.А. Механизмы получения доходов и корпоративное управление в российской экономике / Предприятия России. – М.: ГУ ВШЭ, Вып. 1, 2002.

85. Романова О.А., Ткаченко И.Н. Концептуальные основы оценки эффективного развития внутрифирменных корпоративных отношений. Препринт – Екатеринбург, Институт экономики УрО РАН. 2001-32с.

86. Романова О.А., Ткаченко И.Н. Социальная ответственность в корпоративных отношениях. Препринт – Екатеринбург, Институт экономики УрО РАН. 2001-32с.

87. Румянцева Е.Е. О новых подходах к управлению финансами предприятий. – Финансы и кредит, №24, 2004.

88. Саарепера М.И. Концентрические аналитические матричные модели в экономическом анализе. – Таллинн: Таллиннский политехнический институт. Препринт, 1987. – 142 с.

89. Сайт ЗАО «Агенство раскрытия информации «Скрин». – [www.scrin.ru](http://www.scrin.ru)

90. Сайт рейтингового информационного агентства «Эксперт» – [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru)

91. Секрет канатоходца. – Эксперт-Урал, №3, 2003.

92. Семь нот менеджмента. – Издание третье, дополненное. – М.: ЗАО «Журнал Эксперт», 1998. – 424 с.

93. Сергиенко Я. Рыночные модели развития корпоративного сектора. – Вопросы экономики, №1, 2002.

94. Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости: Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2000. – 432 с.

95. Смирницкий Е.К. Экономические показатели бизнеса. / Е.К. Смирницкий. – М.: Экзамен, 2002. – 512 с.



96. Сыроежин И.М. Методологические аспекты моделирования экономических интересов. Учебное пособие. – Л.: ЛФЭИ, 1983, – 69 с.
97. Сыроежин И.М. Совершенствование системы показателей эффективности и качества. – М.: Экономика, 1980 г. – 192 с.
98. Татаркин А.И., Дубровский В.Ж. Актуальные проблемы корпоративного строительства // Экономика Северо-Запада: Проблемы и перспективы развития. 2001. № 1. С. 3-9.
99. Татаркин А.И., Дубровский В.Ж. Проблемы корпоративного развития. Препринт. Екатеринбург: Институт экономики УрО РАН. 2000. – 40 с.
100. Татаркин А.И., Романова О.А., Ткаченко И.Н. Становление и развитие внутрифирменных институтов корпоративного управления (Опыт регионального исследования) // «Экономическая наука современной России», 2000, № 3-4, с. 22-34.
101. Ткаченко И.Н. Гармонизация внутри- и внефирменных корпоративных отношений (региональный аспект) // «Проблемы формирования единого экономического и правового пространства России/ Под ред. д.э.н. Н.Ю. Власовой – Екатеринбург, изд-во УрГЭУ, 2000. С.80-95.
102. Ткаченко И.Н. Институты и ценности в системе корпоративных отношений: модели эффективного развития. – Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. экон. Ун-та, 2000.- 91с.
103. То Кен Сик. Доля фабриканта (о подходе к управлению акционерным капиталом предприятия). – ЭКО, 2005.
104. Тонких А.С. Итоговый показатель деятельности предприятий в определении качества корпоративного управления. – Вестник Нижегородского университета им. Лобачевского, серия: Экономика и финансы. Выпуск 1(6), 2005.
105. Тонких А.С. Как действовать менеджерам корпораций в интересах их собственников. – ЭКО, №3, 2005.

106. Тонких А.С. О некоторых итогах деятельности крупнейших корпораций России. – Вестник КрасГАУ, №7, 2005.
107. Тонких А.С. Совершенствование системы финансовых показателей корпоративных систем. – Вестник университета, №1, 2005.
108. Тонких А.С. Финансовые аспекты управления корпоративными ресурсами. – Екатеринбург-Ижевск, Институт экономики УрО РАН, 2005. – 80 с.
109. Тонких А.С. Формирование эталонной динамики развития как основа выявления слабых мест в финансовой деятельности предприятия. – Финансы и кредит, №21, 2005.
110. Тонких А.С. Я нанял вас, чтоб жить богаче. О механизмах внутрикорпоративного открытой финансовой отчетности.– Российское предпринимательство, №№6,7,8, 2005.
111. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: Пер. с англ. – 2-е изд. – М.: Дело, 2001. – 360 с.
112. Утверждая научные принципы управления интегрированными корпорациями. – Российский экономический журнал, №10, 2001.
113. Федеральный закон «Об акционерных обществах» №208-ФЗ, от 26.12.95 г. База данных «КонсультантПлюс ВерсияПроф».
114. Финансовое управление фирмой / В.И. Терехин, С.В. Моисеев, Д.В. Терехин, С.Н. Цыганков; по ред. В.И. Терехина. – М.: ОАО «Изд-во «Экономика», 1998 г. – 350 с.
115. Ченг Ф.Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика. Пер с англ. – М.: Инфра-М, 2000 г. – 686 с.
116. Червонная О. Баланс интересов в управлении предприятием. – Проблемы теории и практики управления, №4, 1998 г.

117. Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. – М.: Олимп-Бизнес, 1999. – 288 с.
118. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. Пер с англ. – М.: Инфра М, 1998 г. – 1028 с.
119. Шевченко И.В., Малкова Е.М. Российские корпорации: истоки, принципы функционирования, совершенствование корпоративного управления. – Финансы и кредит, №4, 2001.
120. Шеремет А.Д., Негашев Е.В. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций. – М.: Инфра-М, 2003 г. – 237 с.
121. Шупыро В.М. Преобразование государственной собственности в период экономических реформ. – М.: ВШПП, 2002. – 248 с.
122. Эйсснер Ю.Н. Организационно-экономические измерения в планировании и управлении. – Л.: Изд-во Ленинградского университета, 1988 г. – 144 с.
123. Эрхард Л. Благосостояние для всех: Пер. с нем. – М.: Дело, 2001. – 352 с.
124. Якутин Ю.В. Интегрированные корпоративные структуры: развитие и эффективность. - М.: ЗАО “Издательский дом “Экономическая газета”, 1999 г. – 368 с.
125. Ясин Е. Поражение или отступление? (российские реформы и финансовый кризис). – Вопросы экономики, №2, 1999.
126. Blair M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Government for the Twenty - First Century. - Wash., 1995, Ch. 6.
127. Charkham J. Keeping Good Company: a Study of Corporate Governance in Five Countries. –Clarendon Press, 1995.
128. Dewenter K., V.Warther. Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and United States Firms. – Journal of Finance, 1998.

129. Franks J., C. Mayer. Ownership, Control and the Performance of German Corporations. ESRC Working Paper №102251103, 1997.
130. Frydman, R., C. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski. Private Ownership and Corporate Performance. Policy Research Working Paper №1830. The World Bank, Washington, 1997.
131. Gilson S. Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firm Default. – Journal of Financial Economics, 1990, pp.355-388.
132. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. – American Economic Review, 1986, pp.323-329
133. Kaplan R.S, Norton D.P The Balanced Scorecard Measures then drive Performance – Harvard Business Review, 1992, Vol.70, N.1.
134. La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer, A. Vishny. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. NBER Working Paper N. 6594 Cambridge, Mass, 1998.
135. La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer. Corporate Ownership Around the World – Journal of Finance, Vol.54, 1999, pp.471-517.
136. Martin K., McConnel. Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover – Journal of Finance, 1991, pp. 671-688.
137. Shleifer A., R. Vishny. A Survey of Corporate Governance – Journal of Finance, 1997, pp. 737-783.
138. Simeon Djankov, Edward L. Glaeser, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, The New Comparative Economics, NBER Working Paper no. 9608, April 2003.
139. Simon Clarke, ed., Conflict and Change in the Russian Industrial Enterprise, Edward Elgar, Cheltenham, March 1996.
140. Stojanovic Dragisa. A comparative analysis of the economic movement on the basis of growth matrix. – Socio – Economic Plan. Sci. – 1986, 20. - №2.

141. Tirole J. Corporate Governance. CEPR Discussion Paper №2086  
London, 1999.

142. Walkling R., M. Long. Agency Theory, Managerial Welfare, and  
Takeover Bid Resistance - RAND Journal of Economics, 1984, pp.54-68.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

**Результаты деятельности крупнейших российских корпораций за период 2002-2004 г.г. в сфере достижения баланса корпоративных интересов**

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
1	ОАО "Газпром"	43,75	87,50	68,75	66,67	45	26,88	44	89	31
2	ОАО "Воркутауголь"	31,25	25,00	81,25	45,83	110	54,92	113	223	117
3	ОАО "Выксунский металлургический завод"	62,50	81,25	50,00	64,58	51	19,89	30	81	27
4	ОАО "ВымпелКом"	37,50	81,25	62,50	60,42	65	29,66	52	117	57
5	ОАО "ГАЗ"	87,50	43,75	75,00	68,75	33	26,76	42	75	25
6	ОАО "Торговый Дом ГУМ"	62,50	25,00	75,00	54,17	81	39,22	80	161	94
7	ОАО "Дагэнерго"	93,75	93,75	93,75	93,75	2	0,00	1	3	1
8	ОАО "Дальневосточное морское пароходство"	56,25	68,75	87,50	70,83	28	18,13	25	53	17
9	ОАО "Дальсвязь"	50,00	56,25	87,50	64,58	51	25,40	39	90	32
10	ОАО "Зейская ГЭС"	12,50	81,25	31,25	41,67	115	69,64	123	238	125
11	ОАО "Корпорация ВСМПО-АВИСМА"	37,50	31,25	87,50	52,08	91	48,33	105	196	110
12	ОАО "АВТОВАЗ"	31,25	93,75	87,50	70,83	28	39,68	84	112	50
13	ОАО "Автодизель"	56,25	25,00	81,25	54,17	81	42,48	92	173	97

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
14	ОАО "Акрон"	37,50	28,13	93,75	53,13	90	54,55	111	201	112
15	ЗАО "АК Алроса"	25,00	87,50	93,75	68,75	33	45,15	99	132	70
16	ОАО "Алтай-кокс"	87,50	31,25	87,50	68,75	33	38,57	79	112	50
17	ОАО "ШК Амтел-Поволжье"	81,25	31,25	43,75	52,08	91	40,79	89	180	106
18	ОАО "Астраханьэнерго"	31,25	81,25	81,25	64,58	51	36,50	71	122	60
19	ОАО "Аэрофлот"	100,00	93,75	93,75	95,83	1	3,07	2	3	1
20	ОАО "Балтийский завод"	56,25	37,50	50,00	47,92	103	16,27	19	122	60
21	ОАО "Башинформсвязь"	87,50	37,50	93,75	72,92	21	34,52	67	88	29
22	ОАО "Башкирнефтепродукт"	50,00	100,00	93,75	81,25	10	27,38	47	57	21
23	ОАО "Башкирэнерго"	31,25	43,75	87,50	54,17	81	44,52	97	178	103
24	ОАО "АНК "Башнефть"	25,00	62,50	50,00	45,83	110	34,02	64	174	100
25	ОАО "Вимм-Билль-Данн Продукты питания"	75,00	31,25	62,50	56,25	76	32,71	62	138	74
26	ОАО "Волга"	43,75	37,50	75,00	52,08	91	31,50	57	148	86
27	ОАО "Волгателеком"	68,75	81,25	56,25	68,75	33	14,85	17	50	15
28	ОАО "Кондопога"	37,50	50,00	93,75	60,42	65	39,92	86	151	87

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
29	ОАО "Костромская ГРЭС"	0,00	62,50	93,75	52,08	91	74,83	126	217	115
30	ОАО "Красный Октябрь"	62,50	59,38	53,13	58,33	74	6,68	5	79	26
31	ОАО "АК "КрасЭйр"	87,50	62,50	31,25	60,42	65	38,09	77	142	78
32	ЗАО "Куйбышевазот"	25,00	93,75	100,00	72,92	21	46,60	102	123	63
33	ОАО "Лебединский ГОК"	31,25	87,50	81,25	66,67	45	37,76	74	119	58
34	ОАО "Лебедянский"	50,00	93,75	81,25	75,00	19	24,53	34	53	17
35	ОАО "Ленэнерго"	81,25	31,25	93,75	68,75	33	39,28	81	114	53
36	ОАО "Липецкий хладокомбинат"	81,25	12,50	18,75	37,50	122	82,78	129	251	129
37	ОАО "Лукойл"	87,50	50,00	93,75	77,08	16	25,06	37	53	17
38	ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"	37,50	87,50	75,00	66,67	45	31,87	58	103	41
39	ОАО "Московская городская телефонная сеть"	96,88	87,50	43,75	76,04	18	30,45	54	72	23
40	ОАО "Мегафон"	37,50	43,75	31,25	37,50	122	13,61	15	137	73
41	ОАО "Мечел"	87,50	75,00	87,50	83,33	6	7,07	6	12	5



№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
42	ЗАО "Микояновский мясокомбинат"	87,50	31,25	25,00	47,92	103	58,66	116	219	116
43	ОАО "Миллеровский маслоэкстракционный завод"	31,25	31,25	81,25	47,92	103	49,19	106	209	113
44	ОАО "Михайловский ГОК"	62,50	93,75	93,75	83,33	6	17,68	23	29	10
45	ОАО "Мосэнерго"	37,50	87,50	81,25	68,75	33	32,35	60	93	33
46	ОАО "Мобильные теле-системы"	50,00	37,50	68,75	52,08	91	24,66	35	126	66
47	ОАО "Ижевский маш-завод"	62,50	68,75	43,75	58,33	74	18,21	26	100	39
48	ОАО "Ижмаш-Авто"	81,25	31,25	87,50	66,67	45	37,76	74	119	58
49	ОАО "Ижсталь"	12,50	31,25	81,25	41,67	115	69,64	123	238	125
50	ОАО "Корпорация "Иркут"	43,75	18,75	93,75	52,08	91	59,87	118	209	113
51	ОАО "Иркутскэнерго"	37,50	37,50	81,25	52,08	91	39,60	83	174	100
52	ОАО "Казанский вертолетный завод"	53,13	56,25	6,25	38,54	121	59,34	117	238	125
53	ОАО "Казаньоргсинтез"	18,75	87,50	100,00	68,75	33	51,96	110	143	79
54	ОАО "Концерн "Калина"	62,50	87,50	43,75	64,58	51	27,75	48	99	37

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
55	ОАО "Камаз"	68,75	37,50	87,50	64,58	51	31,93	59	110	45
56	ОАО "Нижегородский масложировой комбинат"	68,75	37,50	50,00	52,08	91	24,66	35	126	66
57	ОАО "Нижнекамскшина"	37,50	56,25	87,50	60,42	65	34,14	66	131	69
58	ОАО "НОВАТЭК"	75,00	100,00	68,75	81,25	10	16,62	20	30	11
59	ОАО "Новороссийский морской порт"	31,25	28,13	34,38	31,25	129	8,16	9	138	74
60	ОАО "Ново-уфимский нефтеперерабатывающий завод"	25,00	93,75	100,00	72,92	21	46,60	102	123	63
61	ОАО "Нижнекамскнефтехим"	68,75	75,00	100,00	81,25	10	16,62	20	30	11
62	ОАО "Новомосковский азот"	12,50	18,75	81,25	37,50	122	82,78	129	251	129
63	ОАО "Новолипецкий металлургический комбинат"	93,75	75,00	93,75	87,50	3	10,10	11	14	7
64	ОАО "Новосибирск-энерго"	75,00	87,50	75,00	79,17	15	7,44	8	23	9

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
65	ОАО "Нойзидлер Сыктывкар"	31,25	43,75	62,50	45,83	110	28,02	49	159	90
66	ОАО "ГМК "Норильский никель"	12,50	93,75	87,50	64,58	51	57,16	115	166	95
67	ОАО "Объединенные машиностроительные заводы"	62,50	43,75	56,25	54,17	81	14,39	16	97	36
68	ОАО "Оскольский электрометаллургический комбинат"	31,25	87,50	100,00	72,92	21	41,01	90	111	48
69	ЗАО "Московский пиво-безалкогольный комбинат "Очаково"	25,00	25,00	18,75	22,92	130	12,86	13	143	79
70	ОАО "Первый канал"	87,50	75,00	31,25	64,58	51	37,34	73	124	65
71	ОАО "Пермские моторы"	6,25	62,50	75,00	47,92	103	62,40	120	223	117
72	ОАО "Пермэнерго"	37,50	87,50	93,75	72,92	21	34,52	67	88	29
73	ОАО "Печорская ГРЭС"	18,75	81,25	68,75	56,25	76	48,01	104	180	106
74	ОАО "Приморское морское пароходство"	18,75	87,50	18,75	41,67	115	77,78	127	242	128
75	ОАО РАО "ЕС России"	93,75	43,75	56,25	64,58	51	32,90	63	114	53
76	ОАО "РитЭК"	59,38	93,75	87,50	80,21	14	18,64	27	41	13

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
77	ОАО "РБК Информационные Системы"	81,25	68,75	37,50	62,50	60	29,44	50	110	45
78	ОАО "НК Роснефть-Пурнефтегаз"	37,50	81,25	68,75	62,50	60	29,44	50	110	45
79	ОАО "Ростелеком"	87,50	93,75	50,00	77,08	16	25,06	37	53	17
80	ОАО "Ростовэнерго"	37,50	75,00	56,25	56,25	76	27,22	46	122	60
81	ОАО "РТК-лизинг"	68,75	31,25	37,50	45,83	110	35,79	69	179	105
82	ОАО "Салаватнефтеоргсинтез"	56,25	50,00	43,75	50,00	99	10,21	12	111	48
83	ОАО "Сибирьтелеком"	43,75	87,50	31,25	54,17	81	44,52	97	178	103
84	ОАО "Сибнефть"	18,75	68,75	93,75	60,42	65	51,61	108	173	97
85	ОАО "Силовые машины"	18,75	25,00	62,50	35,42	125	54,55	112	237	124
86	ОАО "Сильвинит"	59,38	31,25	93,75	61,46	64	41,59	91	155	88
87	ОАО АФК "Система"	81,25	81,25	43,75	68,75	33	25,71	40	73	24
88	ОАО "Славнефть-Мегионнефтегаз"	25,00	68,75	87,50	60,42	65	43,34	95	160	92
89	ОАО "Соликамский магниевый завод"	3,13	25,00	75,00	34,38	127	87,51	131	258	131
90	ОАО "Стройтрансгаз"	25,00	25,00	18,75	22,92	130	12,86	13	143	79
91	ОАО "СУАЛ"	31,25	56,25	93,75	60,42	65	42,51	94	159	90
92	ОАО "Сургутнефтегаз"	37,50	81,25	93,75	70,83	28	34,05	65	93	33

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
93	ОАО "СУЭК"	12,50	37,50	87,50	45,83	110	68,03	122	232	122
94	ОАО "ТАНТАЛ"	75,00	31,25	37,50	47,92	103	40,32	87	190	108
95	ОАО "Татнефть"	34,38	87,50	93,75	71,88	27	37,06	72	99	37
96	ОАО "Тюменская нефтяная компания"	43,75	31,25	43,75	39,58	120	14,89	18	138	74
97	ОАО "Транснефтепродукт"	37,50	75,00	81,25	64,58	51	29,91	53	104	42
98	ОАО "Транснефть"	50,00	62,50	31,25	47,92	103	26,80	43	146	83
99	ОАО "Корпорация Трансстрой"	50,00	53,13	18,75	40,63	119	38,20	78	197	111
100	ОАО "Уральская горно-металлургическая компания"	46,88	68,75	71,88	62,50	60	17,80	24	84	28
101	ОАО "Удмуртэнерго"	31,25	93,75	93,75	72,92	21	40,41	88	109	43
102	ОАО "Улан-Удэнский авиационный завод"	40,63	100,00	6,25	48,96	102	79,10	128	230	121
103	ОАО "Уралкалий"	81,25	31,25	93,75	68,75	33	39,28	81	114	53
104	ОАО "Уралсвязьинформ"	93,75	93,75	56,25	81,25	10	21,76	31	41	13
105	ОАО "Уфанефтехим"	12,50	81,25	93,75	62,50	60	57,15	114	174	100

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
106	ОАО "Уфимский нефтеперерабатывающий завод"	25,00	100,00	81,25	68,75	33	46,35	101	134	72
107	ОАО "Уфимское моторостроительное производственное объединение"	50,00	68,75	6,25	41,67	115	62,85	121	236	123
108	ОАО "ЦентрТелеком"	81,25	56,25	25,00	54,17	81	42,48	92	173	97
109	ОАО "ТД ЦУМ"	31,25	31,25	43,75	35,42	125	16,64	22	147	85
110	ОАО "Челябинский трубопрокатный завод"	31,25	43,75	25,00	33,33	128	23,39	32	160	92
111	ОАО "Челябинский электрометаллургический комбинат"	75,00	87,50	87,50	83,33	6	7,07	6	12	5
112	ОАО "Череповецкий сталепрокатный завод"	31,25	50,00	81,25	54,17	81	38,07	76	157	89
113	ОАО "Черкизовский мясоперерабатывающий завод"	75,00	87,50	18,75	60,42	65	49,49	107	172	96
114	ОАО "ЧМЗ"	50,00	46,88	81,25	59,38	73	26,14	41	114	53
115	ОАО "Самарский завод "Электроцит"	43,75	37,50	68,75	50,00	99	27,00	45	144	82

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
116	ОАО "Энергомаш-корпорация"	18,75	87,50	56,25	54,17	81	51,89	109	190	108
117	ОАО "Южный кузбасс"	25,00	90,63	84,38	66,67	45	44,36	96	141	77
118	ОАО "ЮКОС"	68,75	50,00	43,75	54,17	81	19,61	28	109	43
119	ОАО "Южная Телекоммуникационная Компания"	87,50	28,13	25,00	46,88	109	61,34	119	228	120
120	ОАО "Авиакомпания ЮТэйр"	31,25	68,75	68,75	56,25	76	31,43	56	132	70
121	ОАО "Якутскэнерго"	93,75	81,25	87,50	87,50	3	5,83	4	7	3
122	ОАО "Ярпиво"	56,25	81,25	31,25	56,25	76	36,29	70	146	83
123	ОАО "Самараэнерго"	37,50	81,25	87,50	68,75	33	32,35	60	93	33
124	ОАО "НПО Сатурн"	100,00	25,00	25,00	50,00	99	70,71	125	224	119
125	ОАО "Связьинвест"	93,75	87,50	31,25	70,83	28	39,68	84	112	50
126	ОАО "Северсталь"	87,50	93,75	75,00	85,42	5	9,13	10	15	8
127	ОАО "Седьмой континент"	81,25	81,25	87,50	83,33	6	3,54	3	9	4
128	ОАО "Свердловский завод трансформаторов тока"	56,25	62,50	87,50	68,75	33	19,64	29	62	22
129	ОАО "Свердловскэнерго"	87,50	50,00	87,50	75,00	19	23,57	33	52	16

№ п/п	Наименование корпоративной структуры	Степень достижения баланса корпоративных интересов, %			Ожидаемое значение, %	Место по ожидаемому значению	Стабильность, %	Место по стабильности	Сумма мест	Итоговое место по сбалансированности интересов
		2002 г.	2003 г.	2004 г.						
130	ОАО "Северо-западный телеком"	25,00	93,75	93,75	70,83	28	45,75	100	128	68
131	ОАО "Авиакомпания "Сибирь"	81,25	81,25	37,50	66,67	45	30,94	55	100	39