

## ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ УПРАВЛЕНИЯ ВЗАИМОДЕЙСТВИЕМ ГРУПП СТЕЙКХОЛДЕРОВ, НАПРАВЛЕННОГО НА РОСТ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

© 2011 В.В. Тихонова

Самарский государственный экономический университет

E-mail: ksu\_63@hotmail.com

Одна из основных проблем корпоративного управления заключается в противостоянии менеджеров, преследующих собственные интересы, и акционеров, владеющих небольшим пакетом акций. При правильном управлении взаимодействием данных групп стейкхолдеров стоимость компании будет расти, основные теоретические аспекты этого управления и рассматриваются в данной статье.

*Ключевые слова:* стейкхолдер, корпоративное управление, агентская проблема, стоимость компании.

Практикой корпоративного управления выработаны внешние и внутренние механизмы, которые ограничивают свободу действий менеджеров и вынуждают их принимать оптимальные с точки зрения акционеров решения. Одним из важных внутренних механизмов является система внутреннего контроля, которая обеспечивает участие акционеров в управлении компанией и представительство в совете директоров, позволяя собственникам напрямую влиять на менеджмент.

Однако в условиях распыленной структуры собственности эффективность системы внутреннего контроля ограничена, поскольку улучшение корпоративного управления для миноритарных акционеров является общеизвестным благом: акционеры стремятся переложить функции контроля на других, дабы самим “избавиться от хлопот”. Вследствие этого менеджеры получают значительную свободу действий и могут воспользоваться ею в собственных интересах. После опубликования работы Берли и Минза всеобщее признание получил тезис о том, что в условиях распыления акционерного капитала акционер беспомощен перед оппортунизмом менеджеров.

Такой подход к анализу корпораций дает возможность полагать, что концентрация собственности является наиболее простым способом смягчения агентской проблемы. В литературе по корпоративному управлению указывается, что владельцы крупных пакетов акций имеют по сравнению с мелкими акционерами более сильные стимулы и большие возможности для осуществления контроля над менеджерами. Кроме того, ряд исследователей утверждают, что большинство существующих механизмов корпоративно-

го управления можно рассматривать как примеры концентрированной собственности.

Таким образом, в соответствии с традиционным подходом основная проблема корпоративного управления заключается в противостоянии менеджеров, преследующих собственные интересы, и акционеров, владеющих небольшим пакетом акций.

С практической точки зрения, наличие крупного акционера положительно сказывается на благосостоянии всех акционеров компании. В качестве исходной предпосылки данной точки зрения используется утверждение о том, что в случае готовящегося поглощения, которое увеличит стоимость компании, миноритарные акционеры правильно предсказывают рост ее стоимости и продают свои акции инициаторам сделки, скорректированной на ожидаемый рост курса. Отсюда следует, что инициатор, не владеющий долей в компании, не станет осуществлять поглощение, даже если знает, как увеличить ее стоимость, поскольку весь выигрыш достанется существующим акционерам. Однако поглощение может иметь смысл для того, кто уже является крупным акционером компании. Завершив процесс, такой акционер может произвести улучшения и увеличить стоимость компании. Даже если миноритарные акционеры требуют за свои акции цену, скорректированную на этот прирост, крупный акционер все равно получает выигрыш, равный совокупному приросту цены, приходящемуся на его долю в компании.

В последние годы концепция корпоративного управления претерпела существенные изменения, связанные с осознанием того, что число компа-

ний, находящихся в собственности большого количества миноритарных акционеров, в мире не столь велико, за исключением стран с англосаксонской правовой традицией. Во многих странах, включая большинство европейских и азиатских, преобладают компании, где концентрация собственности сравнительно высока. Свобода менеджеров этих компаний ограничена необходимостью подчинять разрабатываемые стратегии обязательствам, в неявной форме возложенным на них крупными акционерами. В результате рамки корпоративного управления расширяются, охватывая сложные взаимоотношения между акционерами, владельцами крупных пакетов акций и мелкими акционерами.

Новая трактовка проблемы корпоративного управления существенно усложняет анализ связи между структурой собственности и результатами деятельности компаний. В частности, становятся очевидными издержки, связанные с концентрацией акционерного капитала. Они возникают, когда крупные собственники, имеющие возможность напрямую влиять на процесс принятия решений в корпорации, действуют с целью максимизации собственной выгоды и лишают мелких акционеров их доли остаточного дохода. Такое поведение крупных акционеров в работах по корпоративному управлению трактуется как "извлечение частных выгод контроля". Неизбежность ухудшения результатов деятельности корпораций зависит от того, насколько частные выгоды контроля имеют финансовую природу.

Другим негативным следствием концентрации акционерного капитала является рост издержек привлечения капитала в результате падения ликвидности акций или уменьшение возможностей инвесторов диверсифицировать их вложения. Кроме того, концентрация собственности препятствует дополнительному мониторингу менеджеров со стороны фондового рынка, доступному при большей распыленности акционерного капитала и связанной с ней более высокой ликвидности акций. В ряде работ подчеркивается, что излишняя концентрация акционерного капитала приводит к чрезмерному мониторингу, сковывающему инициативу менеджеров, а она не обязательно сопряжена с ущербом для фирмы и может оказаться полезной в случае, когда менеджеры осуществляют специфические для данной фирмы инвестиции. Следовательно, имеет место баланс между преимуществами мониторинга,

осуществляемого крупными внешними собственниками, и выгодами от предоставления менеджерам некоторой свободы действий при распыленной структуре акционерного капитала.

Несмотря на агентские издержки, которые могут замедлять развитие корпорации, повсеместное распространение высокой концентрации акционерного капитала, по всей видимости, указывает на тот факт, что компании несут большие потери при отсутствии крупных собственников.

Процесс корпоратизации предъявляет все новые требования к качеству корпоративного менеджмента. В этих условиях следует говорить не о наборе отдельных функций управления организацией и их совершенствовании, а о процессе создания функционального управленческого потенциала, являющегося системной характеристикой организации.

Что касается управленческого потенциала организации, то, по мнению ряда исследователей:

- глубокое разделение и узкая специализация задач управления повышают потенциал организации, но лишают гибкости управления;

- агрегирование и нежесткое определение задач управления повышает возможности творчества, но снижает потенциал организации;

- взаимосвязи задач управления при их ограничении способствуют росту потенциала организации, при их объединении повышают гибкость управления;

- культура организации через общие нормы, ценности, модели поведения способствует повышению потенциала организации, но если ей не свойственно стремление к переменам, она и не оставляет возможности для гибкости управления;

- структура полномочий внутри функций управления и между ними и способы реализации оказывают существенное влияние на потенциал организации: авторитарная структура способствует повышению потенциала организации, но снижает гибкость управления; децентрализованная структура снижает потенциал, но способствует гибкости управления.

Процесс управления все более определяется как комплекс изменений, происходящих в системе управления. Эти изменения требуют от высшего руководства организацией применения различных подходов, методов. Чтобы достичь успеха в процессе использования потенциала организации, требуются адекватные механизмы реализации, которые основываются на принципах фун-

кциональных взаимосвязей и синергетизма. При этом важным становится и то, как оценивается результат в условиях изменений. Результативность деятельности любой организации корпоративного типа может оцениваться ростом корпоративной стоимости.

С позиций нашего исследования, поиск критериев оценки эффективности моделей корпоративного управления интересен с точки зрения максимизации набора показателей, как возможность увязки этих критериев с совершенствованием управления агентскими издержками в корпорации. Нам представляется, что показатели эффективности корпоративного управления могут служить ориентиром для менеджеров. Целенаправленное управление параметрами, формирующими потенциал корпоративной стоимости, должно охватывать как уровень стратегического планирования (уровень совета директоров), так и тактико-оперативное планирование (правление, генеральный директор).

Цели корпоративного управления должны быть связаны с увеличением стоимости компании. В ходе опроса 200 крупнейших международных инвесторов, проведенного консалтинговой группой "Мак-Кинзи", 3/4 опрошенных полагают, что качество корпоративного управления имеет такое же значение для роста рыночной стоимости компании, как и ее финансово-хозяйственные показатели. Более того, в новых рыночных экономиках, к которым относится и Россия, более половины инвесторов поставили качество корпоративного управления на первое место по сравнению с финансовыми результатами. Отметим, что инвесторы, участвовавшие в опросе, в совокупности вложили около 3,25 трлн. долл. по всему миру. Более 80% инвесторов заявили, что готовы платить больше за акции компаний, в которых корпоративное управление осуществляется эффективно, чем за акции компаний, у которых в этой области есть явные проблемы, даже в том случае, если у таких компаний схожие показатели прибыли и объемов продаж.

Концепция управления на основе стоимости должна пронизывать все уровни управления. Цели корпоративного управления должны быть связаны с увеличением стоимости компании. Процессы и системы управления должны стимулировать топ-менеджеров и менеджеров к поступкам и решениям, ведущим к максимально возможному росту стоимости компании. Рост сто-

имости может быть достигнут за счет решения финансовых и нефинансовых задач, должны быть выявлены приоритетные факторы, влияющие на стоимость компании, четко обозначена ответственность управляющих.

Корпорации, ориентированные на рост стоимости, должны выработать определенную философию. Данная философия должна быть направлена на долговременную перспективу, при этом критерием любых принимаемых решений по осуществлению выбора вариантов будущих действий является максимизация стоимости компании. Между стоимостью, которой обладает компания в настоящее время (текущей стоимостью), и потенциальной стоимостью, которая достижима при изменении ряда обстоятельств, существует стоимостной разрыв. Любые действия менеджеров, особенно менеджеров высшего звена, должны быть ориентированы на выявление факторов, положительно влияющих на стоимость компании, и целенаправленное, рациональное управление ими при соблюдении условия прозрачности финансовой информации.

Постановка замкнутого контура управления корпоративной стоимостью позволит обоснованно принимать решения:

- о необходимости изменений в составе активов компании;
- целесообразности участия в капитале других компаний;
- об эффективности существующих бизнесов компании и целесообразности открытия новых бизнес-линий;
- о характере динамики стоимости имущества и компании в целом с учетом поставленных стратегических и оперативных целей управления, а также многих других задач.

Оценка корпоративной стоимости и управление, ориентированное на увеличение стоимости, являются относительно новым инструментарием даже для западных корпораций. Для отечественных предприятий акционерной собственности данный методический подход представляется, безусловно, оправданным и перспективным. Он увязывает практику и конечный результат эффективного корпоративного управления. Акционеры, стремясь максимизировать собственную выгоду, максимизируют и выгоду других заинтересованных сторон. Управление, стремящееся максимизировать стоимость компании, является тем инструментом, который связывает стратеги-

ческие решения, принимаемые на уровне советов директоров, с решениями более низких управленческих уровней.

Наращивание стоимости должно быть основным критерием при оценке эффективного корпоративного управления. Взаимосвязь акционеров и их агентов должна быть взаимобратной. Для управления акционерной собственностью акционеры нанимают управляющих, которые осуществляют данный процесс через создаваемые институты корпоративного управления. Акционеры неизбежно несут определенные затраты, связанные с наймом и функционированием менеджеров-агентов. При этом акционеры стремятся снизить агентские издержки, но данное снижение может быть лишь асимптотическое, часто выражающееся лишь в намерении, так как акционеры понимают, что эффективное управление их собственностью менеджеры могут осуществлять лишь при должном уровне компенсации, подробном написании и исполнении контрактов.

Именно поэтому стратегия снижения агентских издержек должна быть связана с обоснованием, рациональностью их использования. При условии информационной прозрачности акционеры получают сигнал о том, эффективно или нет их агенты управляют их собственностью. Таким сигналом об эффективности корпоративного управления является рост корпоративной стоимости, а инструментами контроля должны стать действующий совет директоров и информационная система, позволяющая акционеру в режиме *online* наблюдать коррекцию ведущих показателей, оказывающих влияние на изменение стоимости. Этот важнейший показатель достигим лишь при оптимальном соотношении друг с другом таких базовых составляющих любого бизнеса, каковыми являются активы, темпы роста, поток денежных средств, прибавленная рыночная стоимость и, конечно, гармонизация интересов всех участников корпоративного процесса. При умении управления агентами акционеров этими переменными достигается то равновесное состояние, когда возможен рост стоимости компании.

Для того чтобы эффективно управлять процессом создания и приращения стоимости в корпорации, необходимо понимать, какие параметры деятельности определяют стоимость бизне-

са. Эти параметры являются факторами стоимости. При выявлении факторов стоимости основное внимание необходимо обращать на уровень развития корпорации. Мы считаем, что чем более развита система корпоративных отношений компании, тем больше внимания обращается на приращение потенциала корпоративной стоимости за счет ее количественных и качественных составляющих. Развитие любой компании носит дискретный характер. Каждая стадия характеризуется теми или иными институциональными составляющими, доминируют те или иные структуры. Процесс развития самой компании сопровождается и развитием внутрифирменных и внефирменных корпоративных отношений.

Факторы, повышающие стоимость компании, различны. На первый план выходят такие факторы, как, например, деловая репутация, а доминирующим из них является открытость компании. Это факторы, которые очень важны на стадии глобализации. Кроме того, большое значение и вес приобретают такие факторы создания стоимости, как идеология компании, стиль компании, кадровый и интеллектуальный потенциал, влияние компании на экологию, психологию и социальные отношения, складывающиеся между людьми. То есть, по сути, компания из инструмента для удовлетворения потребностей перестраивается в орган консолидации потребителей своих услуг, своих продуктов вокруг себя и создает тем самым свой контингент - социальный, экологический и т.д. Мы имеем в виду социально ответственные корпорации. На каждом этапе в развитии бизнеса те или иные факторы приращения стоимости являются доминирующими.

Таким образом, управление стоимостью - это интегрирующий процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации.

---

1. *Кныш М.И.* Стратегическое управление корпорациями. СПб., 2010.

2. *Мащенко В.Е.* Системное корпоративное управление. М., 2009.

3. *Храброва И.А.* Корпоративное управление: вопросы интеграции. Аффилированные лица, организационное проектирование, интеграционная динамика. М., 2010.

*Поступила в редакцию 06.12.2010 г.*