Азарян, Нарина Александровна. Влияние инструментов корпоративного управления на стоимость компании : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Азарян Нарина Александровна; [Место защиты: Сарат. гос. соц.-эконом. ун-т].- Москва, 2013.- 155 с.: ил. РГБ ОД, 61 13-8/1343

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Теоретические и методические аспекты исследования корпоративного управления в контексте его влияния на рыночную стоимость компании 14**

1.1. Основные рисковые факторы, определяющие изменения рыночной стоимости акций компании 14

1.2. Формирование единого подхода к определению корпоративного управления с учетом характера его воздействия на стоимость компании 27

1.3. Методы оценки инструментов корпоративного управления как составная часть системы управления рисками 38

**Глава 2. Анализ причинно-следственных связей между уровнем корпоративного управления и стоимостью компании 48**

2.1. Определение структуры взаимосвязи корпоративного управления, нематериальных активов и стоимости компании 48

2.2. Качественный и количественный анализ инструментов корпоративного управления с учетом их влияния на показатели деятельности компании 63

2.3. Ранжирование компаний на основе расчета взвешенного индекса корпоративного управления 84

**Глава 3. Разработка моделей оценки эффективности используемых инструментов корпоративного управления при изменении экономического состояния компании 98**

3.1. Эконометрическое моделирование зависимости рыночной стоимости компании от уровня корпоративного управления 98

3.2. Прогнозирование изменений характера влияния корпоративного управления на стоимость компании в условиях экономического роста 108

3.3. Методология выбора рисковых инструментов корпоративного управления в компании в период экономического спада 115

Заключение 135

Библиографический список 142

* [Формирование единого подхода к определению корпоративного управления с учетом характера его воздействия на стоимость компании](http://www.dslib.net/finansy/vlijanie-instrumentov-korporativnogo-upravlenija-na-stoimost-kompanii.html#5294931)
* [Методы оценки инструментов корпоративного управления как составная часть системы управления рисками](http://www.dslib.net/finansy/vlijanie-instrumentov-korporativnogo-upravlenija-na-stoimost-kompanii.html#5294932)
* [Качественный и количественный анализ инструментов корпоративного управления с учетом их влияния на показатели деятельности компании](http://www.dslib.net/finansy/vlijanie-instrumentov-korporativnogo-upravlenija-na-stoimost-kompanii.html#5294933)
* [Прогнозирование изменений характера влияния корпоративного управления на стоимость компании в условиях экономического роста](http://www.dslib.net/finansy/vlijanie-instrumentov-korporativnogo-upravlenija-na-stoimost-kompanii.html#5294934)

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Природа акционерного капитала противоречива. Объединение интересов частных и коллективных форм собственности в рамках одного акционерного общества приводит к повышению уровня внешних и внутренних рисков компании, особо проявляющихся при ослаблении системы корпоративного управления. Понимание механизмов корпоративного управления как неотъемлемых инструментов системы минимизации рисков полностью сформировалось к началу 2000-х годов. К этому времени было обновлено корпоративное законодательство многих стран и усилены требования к раскрытию финансовой информации со стороны основных фондовых бирж мира. Неэффективность действующих норм корпоративного управления проявилась под влиянием мирового финансового кризиса 2008-2009 гг., затронувшего большое число компаний, оказавшихся не подготовленными к принятию оптимальных управленческих решений в условиях финансовых рисков.

Нарушение равновесия финансовых рынков и усиление оттока ранее инвестированных средств предопределили необходимость поиска дополнительных мер защиты прав собственников капитала, направленных на сохранение рыночной стоимости компании в кризисный период. В таких условиях со стороны инвесторов и государства проявляется повышенный интерес к рыночной, свободной оценке деятельности компании - ее капитализации как показателю, учитывающему максимальное количество стоимостных рисковых факторов и отражающему справедливую стоимость компании, увеличение которой является признаком ее финансового благополучия. Поэтому эмитенты ценных бумаг заинтересованы в поиске действенных управленческих инструментов, способных оказывать положительное влияние на показатели стоимости компании, и ее деловой репутации.

Пересмотр рейтингов надежности европейских стран ведущими аналитическими агентствами мира в 2011-2012 гг. повлек за собой перераспределение международного инвестиционного капитала в пользу восточных территорий. На этом фоне и с учетом вступления во Всемирную торговую организацию отечественным компаниям необходимо разработать стратегию повышения уровня инвестиционной привлекательности за счет уменьшения вероятности проявления как рыночных (финансовых), так и организационных (управленческих) рисков. В рамках реализации государственной инвестиционной политики 12 декабря 2011 года биржа ММВБ-РТС и ОЭСР подписали соглашение о сотрудничестве в области совершенствования корпоративного управления в Российской Федерации (OECD - Russia Corporate Governance Roundtable). Высокий уровень информационной прозрачности, гарантии максимальной защиты интересов акционеров и как следствие - уменьшение инвестиционных рисков - отмечаются как одни из наиболее важных показателей, учитываемых при выборе объектов финансирования международными и национальными инвестиционными учреждениями.

Все вышеизложенное обосновывает актуальность выбранной темы диссертационного исследования как в научно-теоретическом, так и в практическом отношении.

Степень разработанности темы исследования. В формировании современной теории функционирования рынка ценных бумаг, учитывающей вопросы влияния различных факторов на изменение рыночной капитализации компании и основы теории корпоративных финансов, наиболее заметен вклад таких представителей российской и зарубежной финансовой науки как Бланк И.А., Брейли Р., Буренин А.И., Вейсс А., Галанов В.А., Гусева И.А., Жуков Е.Ф., Майерс С., Рубцов Б.Б., Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Стародубцева Е.Б.

Широкий спектр вопросов практики применения системы корпоративного контроля в рамках управления рисками в компании рассмотрен в трудах таких авторов как Аксаков А.Г., Анискин Е.П., Байнова М.С., Беликов И.В., Бунин И.М., Гомпер П., Губин Е.П., Гуриев С.М., Гущин В.В., Долгопятова Т.Г., Иванова Е.А., Ишии Дж., Лазарева О.В., Метрик Э., Рачинский А., Старюк П.Ю., Энтов Р.М., Яковлев А.А.

Среди авторов, исследовавших взаимосвязи экономических явлений с использованием технологий финансовой математики, следует выделить таких ученых как Гармаш А.Н., Дайитбегов Д.М., Кремер Н.Ш., Медведев Г.А. Федосеев В.В.

Вместе с тем в практических исследованиях недостаточно освещен вопрос результативности различных направлений применения инструментов корпоративного управления в компании. Не существует их общепринятых количественных оценок, что ограничивает возможность измерения степени их взаимосвязи с конечными результатами деятельности компании. Практически не подняты в литературе вопросы трансформации применения инструментов корпоративного управления при негативных изменениях экономической обстановки на локальном или глобальном уровне. Отсутствие целостного подхода к практике применения инструментов корпоративного управления как составной части управления рисками в российских компаниях предопределило выбор объекта, предмета, цели и задач исследования.

Объектом исследования являются инструменты корпоративного управления, используемые для повышения рыночной стоимости компании.

Предметом исследования выступает стоимость компании на фондовом рынке.

Цель диссертационного исследования заключается в определении качественных и количественных характеристик влияния инструментов корпоративного управления на стоимость компании.

Поставленная цель предопределила постановку и решение следующих задач исследования:

- изучить рисковые факторы, влияющие на рыночную стоимость акций компании, и составить их классификацию;

сформулировать понятие корпоративного управления через проявление его функциональных особенностей, отражающих способы влияния инструментов корпоративного управления на стоимость компании;

классифицировать инструменты корпоративного управления, систематизируя их по способу воздействия, затратам на применение и способам количественной оценки;

разработать методику количественной оценки инструментов корпоративного управления для измерения их влияния на рыночную стоимость компании;

оценить степень влияния инструментов корпоративного управления на цену акций компании с учетом воздействия на ее деловую репутацию;

определить характер воздействия рисковых инструментов корпоративного управления на динамику рентабельности и стоимости компании в условиях экономического спада.

Область исследования диссертационной работы соответствует требованиям паспорта ВАК Минобрнауки РФ по специальности 08.00.10 - "Финансы, денежное обращение и кредит", а именно: п. 3.11. - "Исследование внутренних и внешних факторов, влияющих на финансовую устойчивость предприятий и корпораций"; п. 5.4. - "Развитие методов оценки рисков и их влияния на рыночную стоимость"; п. 6.5. - "Концепции и механизмы функционирования фондового рынка".

Теоретико-методологическую основу исследования составили труды ученых в области теории и практики рынка ценных бумаг, корпоративных финансов, риск - менеджмента, корпоративного управления и права, отдельные эмпирические результаты исследователей в области финансовой математики, экономической статистики и антикризисного менеджмента. Для подтверждения результатов исследования из общенаучных методов был применен анализ, позволяющий установить четкие связи между явлениями и процессами; из теоретических методов - сравнение, из эмпирических методов - наблюдение, измерение, классификация, группировка и оценка. Изучение проблем проводилось на основании системного подхода с применением эконометрического моделирования. Широко использовались методы качественной и количественной оценки, индексные расчеты.

Информационной базой исследования выступили российские и иностранные нормативные правовые акты, официальные документы международных и российских организаций, осуществляющих регулирование сферы корпоративного управления, официальная отчетность публичных компаний, в том числе финансовая и корпоративная, результаты опросов и рейтингов, статистические данные экспертов и ведущих аналитических агентств, публикации отечественных и зарубежных периодических и электронных изданий, материалы научных семинаров, конференций, проводимых в области корпоративного управления.

Научная новизна исследования состоит в выявлении характера взаимосвязи инструментов корпоративного управления и стоимости компании и определении методов количественной оценки корпоративного инструментария, применение которых позволит сформировать набор рисковых инструментов, повышающих уровень рыночной стоимости и деловой репутации в условиях изменения экономического состояния компании.

Наиболее существенные результаты исследования, полученные лично автором и выносимые на защиту, состоят в следующем:

разработана классификация факторов, влияющих на стоимость акций компании на рынке ценных бумаг, с учетом направлений изменения цены акции в случае наступления рискового события;

уточнено понятие корпоративного управления с точки зрения теории рынка ценных бумаг, учитывающее характер воздействия корпоративных инструментов на рыночную стоимость компании;

предложена типология инструментов корпоративного управления по характеру и методу их воздействия на показатели деятельности компании, критерию затратности и масштабности применения, а также определены возможные количественные измерители этих инструментов;

разработана методика расчета взвешенного индекса корпоративного управления в компании, учитывающая специфику российской модели ведения предпринимательской деятельности;

выявлена и количественно оценена степень взаимосвязи инструментов корпоративного управления и стоимости компании с выделением группы инструментов, выбор которых целесообразен для повышения стоимости компании в период экономического роста;

предложена модель расчета финансовых потерь в текущей деятельности и рыночной стоимости компании, позволяющая определить характер влияния инструментов корпоративного управления на результаты деятельности компании в условиях экономического спада.

Практическая значимость исследования и его результатов состоит в том, что, разработанная методика расчета взвешенного индекса корпоративного управления и модель расчета финансовых потерь в текущей деятельности и рыночной стоимости компании в условиях экономического спада могут быть использованы частными и институциональными инвесторами при осуществлении выбора объекта капиталовложений, фондовыми биржами при включении ценных бумаг в листинг, рейтинговыми, консалтинговыми и аналитическими агентствами для проведения профессиональных оценок уровня корпоративного управления в компании.

Результаты исследования могут применяться компаниями для проведения анализа уровня корпоративного управления, разработки стратегии управления стоимостью компании, при выработке антикризисных стратегий, составлении карты рисков, прогнозировании и оценке финансовых рисков и способов их минимизации.

Материалы диссертационной работы могут быть использованы в учебном процессе при подготовке специалистов по рынку ценных бумаг, управлению рисками, корпоративному управлению.

Апробация результатов исследования. Результаты диссертации были изложены в тезисах и докладах на международной научно-практической конференции молодых ученых и аспирантов "Новая российская экономика: движущие силы и факторы" (Ярославль, 2010 г.) и седьмой межвузовской научной конференции "Фондовый рынок и рынок инвестиций: Современное состояние, инструменты и тенденции развития" (Москва, 2010 г.).

Основные выводы диссертации в части разработки методов оценки риска снижения показателей финансовой устойчивости компании при отсутствии сбалансированной системы корпоративного управления использованы при подготовке промежуточного отчета о научно-исследовательской работе "Расчет финансовых рисков при переводе на нормативно - подушевое финансирование образовательных программ высшего профессионального образования", выполняемой научно-образовательным центром ФГБОУ ВПО "РЭУ им. Г.В.Плеханова" "Финансово-экономические и управленческие инновации в образовании" по заданию Министерства образования и науки Российской Федерации.

Также результаты диссертационного исследования применены ОАО "Группа Черкизово" при прохождении проверки системы корпоративного управления компании на соответствие всем требованиям биржи ММВБ-РТС и подготовке отчетов об изменении стоимости глобальных депозитарных расписок компании на Лондонской фондовой бирже в результате применения инструментов корпоративного управления.

Результаты исследования используются в учебной деятельности ФГБОУ ВПО "Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова" по учебным дисциплинам "Зарубежные фондовые рынки", "Акционерное дело" и "Рынок ценных бумаг".

Основные положения диссертации отражены в 6-ти научных работах объемом более 1,8 п.л., в том числе в 3-х статьях объёмом 1,2 п.л. в изданиях, рекомендованных ВАК Минобрнауки РФ.

Структура диссертационной работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, содержащих 9 параграфов, заключения, библиографического списка, включающего 97 наименований, и приложений. Общий объем диссертации составляет 155 страниц машинописного текста, содержит 18 таблиц, 13 формул, 4 рисунка и 5 приложений.

## Формирование единого подхода к определению корпоративного управления с учетом характера его воздействия на стоимость компании

История торговли ценными бумагами уходит в далекое прошлое, когда торговцы на ярмарках обменивали одну валюту на другую. К 16 веку появились первые фондовые биржи, преимущественно занимающиеся торговлей векселями. Спустя 3 века, роль фондовой биржи в капиталистической экономике намного возросла. В процессе первоначального накопления капитала в странах Европы и Америки появляются первые акционерные банки и промышленные корпорации, операции с ценными бумагами начинают оказывать более существенное влияние на экономику. Несмотря на кризисы 20 и 21 века рынок биржевой торговли по-прежнему имеет огромные объемы и, прежде всего, благодаря двусторонним интересам - во-первых, привлечение компанией (эмитентом) инвестиционного капитала, а во-вторых, получение финансового вознаграждения инвестором, располагающим свободными денежными средствами. Для такого инвестора ценная бумага — это всегда капитал, так как он планирует увеличение вложенной в нее денежной суммы. Однако в отличие от эмитента (акционерного общества), у которого, по сути, очень небольшой выбор в способах привлечения денежного капитала (выпустить ценную бумагу или взять банковскую ссуду), выбор инвестора значительно шире. Денежные средства, которые участник рынка желает употребить в качестве капитала, можно инвестировать в разные рынки: положить на банковский депозит, купить иностранную валюту в расчете на рост ее курса или какой-то бизнес, или ценные бумаги, или недвижимость, антиквариат и т.п. Это объясняет постоянное стремление компаний - эмитентов совершенствовать все возможные направления деятельности для привлечения и сохранения интересов инвесторов. Разработка новых методов повышения инвестиционной привлекательности стала еще актуальнее в глобальном смысле в связи со снижением ликвидности мирового финансового рынка в кризисные 2008-2010 годы, событиями в африканском регионе, замедлением экономического роста в Китае и США, затянувшейся финансовой нестабильностью Еврозоны, усилившими конкуренцию на рынке капиталов, ведь в настоящее время инвесторы, избегая повышенного риска, вкладывают средства в ограниченный круг инструментов. Крупные источники инвестиционного капитала таких стран как США и Китай становятся все недоступнее. Основные регуляторы Китая, включая центральный банк, активно разрабатывают и внедряют планы по борьбе с потенциальными экономическими рисками, направленные на стабилизацию курса юаня, увеличение надзора за иностранными потоками капитала, а также меры по стабилизации экономики страны, что предусматривает абсолютный контроль за инвестициями в ценные бумаги, особенно иностранных компаний. А в министерстве финансов США уже работает специальная группа «по противодействию европейским макроэкономическим угрозам», в задачи которой входит «подготовка экономических механизмов по защите национальных интересов страны при возможных финансовых проблемах южной Европы, в том числе полный контроль за движением капитала в банковской и корпоративной сфере за рубежом2». Другими словами, несмотря на неоднократные попытки стабилизации со стороны правительств и действующих наднациональных организаций, те ключевые структурные проблемы, с которыми мировая экономика борется с 2008г. так и не разрешены до сих пор. Более того, сложности в развитых экономиках приобрели затяжной хронический характер, что в значительной степени влияет на инвестиционные стратегии игроков финансового рынка, как за рубежом, так и в России. По прогнозам аналитиков в ближайшие годы следует ожидать еще большего замедления темпов экономического роста, угнетаемых рецессией в европейском экономическом пространстве, что, прежде всего, означает усиление конкуренции на рынке капиталов.

В условиях глобализации и интернационализации капиталов российский рынок ценных бумаг не может оставаться незатронутым евро-кризисом, что с учетом собственных страновых рисков делает процесс привлечения инвестиций еще более сложным, требующим максимально возможного снижения рисков и повышения уровня доходности, при сохранении высокой степени достоверности и прозрачности финансовой информации, а также возможности контроля за деятельностью компании со стороны инвесторов. При этом в силу определенных особенностей современного российского фондового рынка, таких как сравнительная дешевизна акций, хорошая динамика роста российской экономики, высокие цены на нефть, перспективы повышения прибыльности за пределами нефтегазового сектора, - многие аналитические агентства прогнозируют возможность значительной переоценки российских акций , что открывает доступ отечественным компаниям к свободным денежным средствам игроков финансового рынка. Тем не менее, чтобы очевидный потенциал роста российских акций материализовался, необходима более благоприятная глобальная конъюнктура для акций и снижение индикаторов риска.

При формировании инвестиционных стратегий участники рынка ценных бумаг проводят серьезный анализ возможных рисков и потерь от их проявления. Зачастую рассматриваются несколько основных направлений проявления рисковых событий - образование упущенной выгоды, возможность снижения доходности или же наличие прямых финансовых потерь. При первом варианте развития событий возможна реализация рисков отклонений от инвестирования, страхования или хеджирования, при втором - реализация странового, отраслевого, процентного, кредитного, валютного или инфляционного рисков и при третьем варианте возможно проявление операционного риска, риска ликвидности и банкротства, а также осуществление выбора неверного способа вложения капитала или вида ценной бумаги. В зависимости от результатов такого анализа инвесторы принимают решения о размещении капитала в те или иные рыночные инструменты, формируя портфели ценных бумаг, страхуя и хеджируя свои активы, и совершая иные действия, направленные на минимизацию финансовых рисков.

Поэтому для компаний-эмитентов, заинтересованных в привлечении капитала так важно изучать «инвестиционный спрос», в том числе по уровню рисков, ведь постоянный поиск оптимального соотношения риска и доходности приводит инвесторов к необходимости всесторонней оценки объектов финансирования. Любые инструменты, применение которых способствует снижению инвестиционных рисков (при условии сохранения необходимого уровня доходности), должны применяться акционерным обществом постоянно и во всех возможных направлениях деятельности. Конечно, существуют и спекулятивные инвесторы, высокий уровень рисков для которых не является «отпугивающим» фактором4. Их интересуют вложения в сильно недооцененные активы с высоким потенциалом роста в краткосрочной перспективе. Однако, компании, стремящиеся к стабильному росту и развитию при размещении своих ценных бумаг, ориентируются в основном на инвесторов с долгосрочными инвестиционными целями, совпадающими с интересами компании-эмитента5. В связи с чем этим компаниям следует искать все более совершенные инструменты защиты от рисков, что будет сказываться на рыночной оценке их акций, ведь возможность наступления рисковых событий влияет не только на получение или неполучение капитала, но и на его размер. Рассматривая рыночную оценку акций компании надо понимать, что влияет на нее не только возможность проявления различных видов рисков. Как и цена на любой товар на всех рынках, рыночная цена акции определяется равновесием спроса и предложения.

## Методы оценки инструментов корпоративного управления как составная часть системы управления рисками

Инвестор при осуществлении своего выбора анализирует компании по многочисленным параметрам и критериям, в частности по финансовым и репутационным. Особый интерес представляет так называемый «анализ чувствительности» финансовых параметров компании - изучение характера взаимосвязи всех трех составляющих - Финансы - Корпоративное управление -Репутация. Если финансовым показателем может быть выбрана внешняя оценка компании рынком ценных бумаг, то есть ее капитализация, то оценка репутации компании является таким же многослойным процессом, как и измерение уровня корпоративного управления в компании.

В этом исследовании оценка деловой репутации компании - ее «гудвилла» проводится в тесной связи с капитализацией компании и уровнем ее корпоративного управления. Ниже обоснована целесообразность такого решения для улучшения качества рассчитываемых эконометрических моделей с точки зрения их достоверности и расширения возможности их применения на практике.

Для крупных публичных компаний, акции которых котируются на фондовой бирже обосновывать необходимость корпоративного управления практически нет никакой необходимости - ведь все крупные биржи как международные, так и локальные предъявляют определенные требования к стандартам корпоративного управления компаний, акции которых включаются в листинг - от формализованных требований по соблюдению кодекса корпоративного поведения24 при наличии подтверждающих документов (биржа ММВБ-РТС) до соблюдения норм, связанных с наличием не менее двух внешних директоров в составе совета директоров или же назначением одного

«О рекомендации к применению кодекса корпоративного поведения» внешнего директора до начала проведения листинга, а другого — не позднее одного года после завершения операции; аудиторским комитетом компании, который должен состоять из директоров, независимых от менеджмента компании (NYSE). Однако с этой категорией компаний появляются вопросы еще более сложные - как и главное есть ли необходимость улучшать существующую систему корпоративного управления и если ответ на этот вопрос положительный, то до какой степени его улучшать и какие выгоды это принесет компании. В поисках ответов на эти вопросы постоянно находятся ученые сферы корпоративных отношений, изобретая все новые зависимости, описывая их математическими законами и формулами, проводя различные опросы и формируя рейтинги корпоративного управления. Занимаясь формированием системы корпоративного управления с теоретической или практической точек зрения надо твердо понимать, что это процесс «не одного дня». На создание полноценно работающей системы уходит в среднем до 3-х, 5-ти лет организационной работы25, а на то, чтобы запущенный механизм дал первоначальные «плоды» может быть затрачено 10 лет - поэтому механизмы и принципы корпоративного управления - это часть стратегического долгосрочного развития компании. Кроме того, корпоративное управление -это не «универсальный рецепт» для повышения капитализации компании - это не показатель прибыли и размера выплачиваемых дивидендов, постоянно анализируемых акционерами и публикуемых с квартальной периодичностью. Создание и развитие системы корпоративных ценностей в компании оказывает косвенное долгосрочное влияние на стоимость ее акций через создание особого вида добавленной «стоимости» (прибавка к цене акции), которая является частью гудвилла акционерной компании, частью ее репутации, престижа, бренда. Графически это влияние представлено на рисунке 2.

Такое понимание влияния инструментов корпоративного управления позволяет правильно определить его место и роль в общей деятельности

Применение особых корпоративных механизмов, таких как нахождение оптимальной структуры капитала, принятие регламентирующих корпоративных документов, осуществление представительства в совете директоров всех групп акционеров, избегание конфликтов интересов и отношений аффилированности, исключение зависимости директоров от крупных акционеров и многих других, находящихся в арсенале корпоративных служб, в России не воспринимается также как на Западе, где модели корпоративного управления более прозрачны, на рынке работают «бизнес-ангелы», фондовые биржи имеют обязательными условиями выполнения всех корпоративных норм ОЭСР и главное «ментальность» акционеров и их инвестиционные предпочтения абсолютно другие. Даже рассчитывая на финансовые ресурсы иностранных государств надо учитывать темпы их прироста и убывания, например, приток иностранных инвестиций в Россию по итогам 2011 года по данным Минэкономразвития составил 65 миллиарда долларов, при этом произошел отток портфельных инвестиций в объеме 21,2 миллиарда долларов - чем дольше затягивается кризис Еврозоны и больше ухудшается обстановка в Северной Африке, тем больше опасений возникает у иностранных инвесторов и тем меньший уровень риска они готовы на себя принимать. В стремлении снизить риски вложений в экономику других стран инвесторы, которые еще имеют возможность сохранять свои вложения, начинают требовать от компаний, акциями которых они владеют, соблюдать все нормы и правила, обеспечивающие полную безопасность их капиталов. В ответ на это акционерные компании стремятся всеми способами избежать оттока денежных средств и принимают меры не только направленные на улучшение финансового результата деятельности, но и на сохранение репутации и имиджа надежной компании. Зачастую вес этого нематериального актива сильно занижен, ведь при осуществлении выбора между двумя аналогичными компаниями с целью вложения средств инвестор как раз начинает взвешивать «незримые» нематериальные активы. Здесь и вступают в игру специалисты корпоративной службы, которые при помощи целого ряда инструментов сохраняют существующий и создают дополнительный гудвилл.

## Качественный и количественный анализ инструментов корпоративного управления с учетом их влияния на показатели деятельности компании

Раскрытие информации о нормах и правилах корпоративного управления, применяемых в компании, зачастую используют для повышения заинтересованности инвесторов в размещении капитала в ту или иную акционерную компанию. Публикуется такая информация на сайтах компаний в сети Интернет, в официальных отчетах и др. источниках и выглядит обычно как набор документов, применение которых направлено на обеспечение соблюдения прав акционеров - кодекс корпоративного поведения, информация об аффилированности, о существенных фактах деятельности, о выплаченных дивидендах и т.п. Целью публикации таких данных является не столько попытка проинформировать деловое сообщество о существующем состоянии дел в компании, сколько создать определенную репутацию в средствах массовой информации и частных изданиях, сформировать позитивные ожидания среди круга заинтересованных лиц и потенциальных партнеров. Представляемая широкой публике финансовая информация проходит большое число проверок и корректировок прежде, чем она будет представлена, зачастую осуществляемые исправления искажают настоящее положение дел в компании, но менеджмент принимает такие меры в погоне за снижением уровня риска вложений в акции компании в силу раскрытия «красивой» информации для заинтересованных лиц. Большинство представляемых документов, на самом деле, не являются по-настоящему информативными, к тому же для того, чтобы сделать какие-либо выводы на основании приведенных данных, инвесторам часто необходимы профессиональные консультанты, способные анализировать большие объемы информации, и извлекать из нее пользу. Поэтому возникает важный вопрос о необходимости наличия (или появления новых) показателей (независимых переменных), которые бы могли информировать инвестиционное сообщество о качестве корпоративного управления в простой расчетной форме, аналогично тому, как рассчитываются показатели финансовой устойчивости или деловой активности, при этом они должны учитывать вероятность обмана и финансового мошенничества, скрываемого за счет применения инструментов корпоративного управления, что потребовало бы определенных действий по отношению к компании, допустившей любое подобное нарушение.

Для решения этого вопроса были разработаны различные индексы, рейтинги и измерители корпоративного управления как зарубежными, так и российскими компаниями и отдельными авторами. Большинство из них опирается на схему «вопрос-ответ», то есть консалтинговая компания или рейтинговое агентство выбирает систему критериев (в виде вопросов о наличии тех или иных норм корпоративного управления в компании), которую субъективно считает наиболее важной60 или возможной для осуществления расчетов, и адресует их компаниям выборки (варьируется от 5 до 1000 компаний в среднем). На следующем этапе составители рейтинга обобщают компании в группы согласно предоставленным ответам на вопросы, формируя тем самым более и менее успешные компании, присваивая им цифровые или буквенные значения, отражающие качество корпоративного управления в них61. Однако для проведения таких опросов и формирования рейтингов необходимо затратить большое количество времени, привлечь специалистов, работников по сбору устной и письменной информации, профессионалов, способных обобщить большой объем данных и сделать существенные выводы, что является затруднительным для большинства инвесторов, чьи интересы ограничиваются поверхностным анализом корпоративного управления (из-за

Количество рейтингов и индексов корпоративного управления, несмотря на постоянное развитие инструментов анализа финансового сектора, с каждым годом все уменьшается - в открытом доступе можно найти данные не позднее 2003-2004 годов, а компании, располагающие актуальной информацией по своим индексам, можно пересчитать «по пальцам». Если еще несколько лет назад, в случае необходимости проведения анализа корпоративной сферы, можно было рассчитывать на рейтинги таких серьезных игроков как Standard Poor s, Moody s и Fitch ratings, то сегодня ни один из них не формирует рейтинги корпоративного управления. S&P отменили подсчет GAMMA-рейтинга, включив небольшие его аспекты в анализ корпоративных финансов при составлении кредитного рейтинга компании, Moody s сконцентрировали свое внимание на расширение охвата рынков и компаний, уменьшив измеряемые величины до корпоративных финансов, Fitch ratings64 сфокусировал внимание на финансовой устойчивости эмитентов и политических рейтингах. В российской практике только консорциум Российского института директоров и ведущего аналитико-коммуникационного центра «Эксперт-РА» 5 под эгидой Национального совета по корпоративному управлению может представить актуальные данные на начало текущего года об изменении рейтинга корпоративного управления ведущих компаний российских отраслей экономики. Остальные рейтинги и индексы являются локальными расчетами, предложенными отдельными консалтинговыми компаниями и не демонстрирующие достаточной степени надежности.

Авторы первого индекса уделили большое внимание вопросам слияний, поглощений компании и рынку корпоративного контроля , а также тем мерам, которые предприняты менеджментом с целью максимального повышения выгодности процесса поглощения для компании - цели. Вторая группа ученых фокусирует внимание на состоятельности совета директоров компании и оценивает уровень корпоративного управления по критериям, связанным с осуществлением деятельности руководящего состава компании. Третий индекс разработан с учетом достаточно большого количества факторов корпоративного управления (51 параметр), основным из которых отмечен уровень защищенности прав инвесторов.

Несмотря на обилие передовых разработок в области корпоративного управления международные нормы, правила, традиции, рейтинги, индексы -все это никак не вписывается в современные российские бизнес-будни. Отечественные компании не представлены в аналитиках иностранных рейтинговых агентств или расчетах известных индексов корпоративного управления (за исключением нескольких «голубых фишек»). В России действует особая модель корпоративного управления, не укладывающаяся ни в одну из классических моделей (англо-американская, немецкая, японская). Ее специфика определена историей возникновения отечественных компаний в результате массовой приватизации 90-х годов 20 века и последующего, порой не совсем легального, перераспределения собственности, которое привело к ее высокому уровню концентрации и низкому уровню разделения собственности и управления.

## Прогнозирование изменений характера влияния корпоративного управления на стоимость компании в условиях экономического роста

Закономерности в экономике выражаются в виде зависимостей экономических показателей и математических моделей их поведения. Такие зависимости и модели могут быть получены только путем обработки реальных статистических данных, с учетом внутренних связей и случайных факторов. При применении прикладного эконометрического моделирования происходит оценка основных параметров экономических явлений, проверка гипотез о свойствах показателей деятельности изучаемых объектов и формах их связи. Прикладной эконометрический анализ служит основой для экономического прогнозирования, создавая возможность для принятия обоснованных управленческих решений . В работе изучаются сводные пространственные данные - информация по экономическим характеристикам, полученная от разных объектов (50 компаний), относящаяся к одному и тому же моменту времени (по состоянию на 31 декабря 2011 года). Любые процессы и явления в экономике (и не только) формируются под воздействием множества факторов, не все из которых доступны внешнему контролю. Неконтролируемые (неучтенные) факторы обуславливают случайность данных, которые они определяют и, поскольку, собираемые экономические данные имеют статистическую природу, для их корректного анализа и обработки применяются специальные методы. Основными этапами корреляционного моделирования стали: постановочный: -формулирование цели исследования - выявить наличие связей между применением инструментов корпоративного управления, изменениями рыночной капитализацией компании и ее деловой репутацией, в частности рассчитать коэффициенты корреляции Пирсона, оценивающие характер и силу связи (при ее наличии) между количественными оценками инструментов корпоративного управления, гудвиллом и капитализацией компании; интегральными количественными оценками направлений применения инструментов (часть Взвешенного Индекса) корпоративного управления, гудвиллом и капитализацией компании и Взвешенным Индексом корпоративного управления, гудвиллом и капитализацией компании. В результате чего можно сделать выводы о том какие инструменты и в каких направлениях следует применять компании для улучшения своих материальных и нематериальных показателей, а на какие не стоит расходовать финансовые средства;

-определение набора участвующих в модели экономических переменных, их расчет, количественная оценка качественных параметров в целях анализа изменений поведения объектов при различных значениях экзогенных (независимых) переменных и выработки оптимальных управленческих решений. Выбраны 50 компаний, являющиеся лидерами в своих отраслях экономики (представлены нефтегазовая, металлургическая, химическая, топливно-энергетическая, пищевая, телекоммуникационная отрасли, а также сфера розничной торговли), и занимающие первые 50 мест в рейтинге «Топ-100 компаний - эмитентов по рыночной капитализации по итогам 2011 года» по версии делового журнала «РосБизнесКонсалтинг»70. Все компании являются открытыми акционерными обществами, акции которых обращаются на фондовых биржах России и за рубежом. Компании схожи по критериям публичности, масштабности деятельности, информационной прозрачности, наличию корпоративного управления от среднего до высокого

В эти компании охотно вкладывают свои ресурсы отечественные инвесторы, ожидая значительную отдачу на вложенный капитал. Зависимые переменные - рыночная капитализация и гудвилл компании. Данные собраны в одних единицах измерения на одну и ту же дату - по состоянию на 31 декабря 2011 года. Независимые переменные -количественная интерпретация инструментов корпоративного управления, приведенная в таблице 4. априорный: проведение анализа сущности и способов расчета всех входящих в модель переменных, обобщение и формализация априорной (известной до начала исследования) информации о переменных, поиск противоречий и неизученных моментов. информационный: осуществление сбора необходимой статистической информации, значений экономических переменных. Материалы получены из официальных сайтов в сети Интернет, специализированных информационных ресурсов инфраструктуры рынка ценных бумаг, журналов и периодических изданий, других открытых источников информации. Наличие информации в существующих базах данных определило выбор 17 инструментов, которые можно не только теоретически, но и практически оценить количественно и включить в расчеты взвешенного индекса корпоративного управления, корреляционных и регрессионных зависимостей в выбранных компаниях в период экономического роста компании. спецификация, параметризация, идентификация и верификация модели: -формирование исходных предпосылок и ограничений модели -выборочные наблюдения совокупности независимы, имеют нормальное распределение, выборочная оценка отвечает требованиям несмещенности, эффективности и состоятельности; данные, используемые для расчетов являются вторичными, полученными из открытых источников информации (многие важные параметры являются внутренней коммерческой тайной), при наличии альтернативных данных, несогласованности поступившей информации о компании или отсутствии какой-либо незначительной ее части для расчетов и выводов используется обобщенная информация, приближенная к фактической; итоговые результаты характеризуются неизбежной погрешностью, являющейся следствием качества исходных данных, объема выборочной совокупности, сочетания динамических и статических явлений в экономике; скорость реагирования рынка ценных бумаг на изменения в корпоративной структуре публичных компаний принимается объективно высокой; влияние на показатель рыночной капитализации компании других факторов, помимо рассматриваемых, не учитывается в корреляционных расчетах, а в расчетах регрессии представляются в виде свободного члена уравнения. Это делает полученные результаты приемлемо достоверными для генеральной совокупности. -выражение связей через математические формулы - автоматический расчет корреляционных коэффициентов, показывающих тесноту связи между переменными (изучение независимости и некоррелированности) и других необходимых проверочных параметров, отражающих качество модели при помощи возможностей профессиональной версии программы «Статистика» -компьютерной программы для статистической обработки данных, предназначенной для проведения прикладных исследований в социальных науках. -оценка параметров (коэффициентов), полученных при анализе описательной статистики выборки, отклонений от средних величин, мультиколлинеарности. -проверка статистических гипотез - уровня значимости (р 0.05), расчет критериев проверки нулевой гипотезы.

Для анализа были отобраны 50 компаний, собрана информация об объеме их капитализации, чистых активов, количестве акций, применяемых инструментах корпоративного управления.

Интерес представляют результаты описательной статистики выборки (Приложение 2). Данные о лучших значениях, максимуме и минимуме количественных оценок инструментов корпоративного управления используются в расчетах Индекса корпоративного управления. Средние капитализации и чистых активов используются в расчетах корреляции и регрессии.