Влияние инструментов корпоративного управления на стоимость компании

тема диссертации и автореферата по ВАК 08.00.10, кандидат экономических наук Азарян, Нарина Александровна  
  
**Год:**

2013

**Автор научной работы:**

Азарян, Нарина Александровна

**Ученая cтепень:**

кандидат экономических наук

**Место защиты диссертации:**

Москва

**Код cпециальности ВАК:**

08.00.10

**Специальность:**

Финансы, денежное обращение и кредит

**Количество cтраниц:**

155

## Оглавление диссертации кандидат экономических наук Азарян, Нарина Александровна

Введение.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Введение диссертации (часть автореферата) На тему "Влияние инструментов корпоративного управления на стоимость компании"

Актуальность темы исследования. Корпоративное управление - это ключ к переходу от неформального, стихийного способа ведения предпринимательской деятельности к формализованному, прозрачному регулированию взаимоотношений во внутренней и внешней среде компании. Мировая теория и практика корпоративного управления имеет долгую историю - расширение сферы деятельности бизнесменов 1930-х годов в США привело к отделению собственников от процесса непосредственного управления компанией и предопределило потребность в создании новых правил взаимодействия всех субъектов управления. Спустя десятилетие подобным механизмам начали уделять внимание в Европе, а через 60 лет экономические трансформации коснулись и России.

К настоящему времени принципы и нормы корпоративного управления эволюционировали до такой степени, что многие международные компании применяют их для решения таких сложных проблем как борьба с финансовым мошенничеством, ложной финансовой информацией, внутренней коррупцией и инвестиционными рисками. Казалось бы, после бурной реакции общественности на корпоративные скандалы начала 2000-х годов, значительного обновления корпоративного законодательства и усиления требований к раскрытию информации со стороны основных фондовых бирж мира, интерес к нововведениям в сфере корпоративного управления немного угас.

В глобальном смысле осознание необходимости уточнения и расширения методов применения инструментов корпоративного управления появилось под влиянием мирового финансового кризиса 2007-2009 годов, волна которого захватила большое число крупных корпораций, оказавшихся не подготовленными к принятию оптимальных управленческих решений в условиях экономического спада. Серьезно пошатнувшееся равновесие кредитного рынка и рынка ценных бумаг спровоцировало значительное повышение уровня рискованности осуществления финансовых вложений и отток ранее инвестированных средств, что, в свою очередь, повысило заинтересованность акционерных компаний в применении дополнительных мер по защите прав собственников капитала, направленных на сохранение стоимости ценных бумаг компании в кризисный период, и на ее повышение после улучшения экономической ситуации в мире.

Следующим экономическим потрясением, обнаружившим недостатки существующих норм ведения предпринимательской деятельности, в том числе недочеты в системах корпоративного управления акционерных компаний, игнорируемые ранее, выявил долговой кризис стран-участниц Еврозоны, начавшийся в 2010 году с Греции и Ирландии. В связи с возможностью значительных финансовых потерь инвестиционная обстановка в регионе ухудшалась несмотря на оказанную помощь со стороны других стран союза. Наряду с финансовыми вливаниями в кризисные страны были направлены эксперты в области финансов, государственного и корпоративного управления, которые отмечали высокий уровень закрытости и ненадежности структур управления акционерными компаниями, что в итоге приводило к дополнительному оттоку капиталов и падению общей капитализации европейского фондового рынка.

Пересмотр рейтингов надежности европейских стран ведущими аналитическими агентствами мира повлекло за собой перераспределение международного инвестиционного потенциала в пользу восточных территорий. На этом фоне для России начинают открываться перспективы по выполнению стратегических планов развития до 2020 года о достижении лидирующих позиций в пятерке мощнейших экономик мира. Усиливает международный вес России и ее вступление во Всемирную торговую организацию, состоявшееся в середине 2012 года. В этих новых благоприятных условиях отечественным компаниям необходимо активно повышать уровень своей инвестиционной привлекательности за счет улучшения как количественных, так и качественных показателей своей деятельности.

Большинство аналитиков рынка ценных бумаг сходятся во мнении о недооцененности акций многих российских эмитентов на фондовой бирже. Среди причин называются исторические особенности формирования рынка, неразвитость институциональной инфраструктуры, малая доля ценных бумаг, находящихся в обращении, зависимость от иностранного капитала, низкое качество корпоративного управления и многие другие. Российским компаниям необходимо задействовать все возможные инструменты, действие которых направлено на повышение рыночной стоимости их ценных бумаг. Понимая всю важность развития этого направления 12 декабря 2011 года ММВБ-РТС и ОЭСР подписали соглашение о сотрудничестве в области совершенствования корпоративного управления в Российской Федерации (OECD - Russia Corporate Governance Roundtable). Программа сотрудничества рассчитана на три года и предполагает поиск решений в области развития корпоративного управления в России посредством диалога, исследования и использования международного опыта, а также повышение уровня знаний в области российского корпоративного управления и проводящихся реформ1. Высокий уровень информационной прозрачности, гарантии максимальной защиты интересов акционеров и как следствие - уменьшение инвестиционных рисков -отмечаются как одни из наиболее важных показателей, используемых при выборе объектов финансирования международными и национальными инвестиционными учреждениями.

В условиях экономии финансовых ресурсов современные тенденции развития корпоративного управления можно охарактеризовать как постоянный поиск оптимального количества и качества инструментов, применение которых не потребует больших затрат со стороны компании, но при этом будет способствовать улучшению деловой репутации и повышению рыночной

1 Официальный сайт Биржи ММВБ - РТС, http://rts.micex.ru/n29 стоимости компании, причем этот вопрос является актуальным как для крупных, так и для средних акционерных обществ, планирующих привлечь инвестиционный капитал. В связи с сохранением вероятности наступления «второй волны» экономического кризиса компаниям, также необходимо понимать какие виды инструментов корпоративного управления будут продолжать позитивно воздействовать на материальные и нематериальные активы компании, а какие поменяют вектор своего влияния, провоцируя возникновение дополнительных расходов при наступлении финансовой нестабильности в компании.

Степень научной разработанности темы исследования. В формировании современной теории функционирования рынка ценных бумаг, учитывающей вопросы влияния различных рисковых 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. и других.

Вопросам практики применения системы корпоративного управления и контроля посвящены работы 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 P.M., Яковлев A.A. и других исследователей.

Наиболее известными авторами в сфере изучения взаимосвязи экономических явлений с использованием технологий финансовой математики являются Гармаш А.Н., Дайитбегов Д.М., Кремер Н.Ш., Медведев Г.А. Федосеев В.В. и другие ученые.

В работах российских и зарубежных исследователей заложены теоретические основы функционирования рынка ценных бумаг, системы корпоративного управления, корпоративных финансов. Представлены разнообразные теоретические выкладки о выгодах применения корпоративного управления для решения «агентских проблем», об управлении рыночной стоимостью компании на основе построения эффективной системы управления, о способах построения взаимоотношений с инвесторами с использованием механизмов рынка ценных бумаг. Однако в экономической литературе не сложился единый системный подход к понятию инструментов корпоративного управления как составной части системы управления рисками с точки зрения их влияния на изменения деловой репутации и как следствие рыночной стоимости компании. В практических исследованиях не достаточно освещен вопрос количественной оценки инструментов корпоративного управления с целью 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.

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 последующее решение 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.

Теоретико-методологическую основу исследования составляют 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 обоснования теоретических выкладок и подтверждения результатов исследования были применены общенаучные методы, в частности, анализ, позволяющий установить четкие связи между явлениями и процессами; теоретические методы, прежде всего, сравнение; эмпирические методы, такие как 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 являются 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 исследований, семинаров, конференций, проводимых в области корпоративного управления.

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

Научная значимость исследования заключается в том, что предложенные автором подходы к систематизации возможных количественных оценок инструментов корпоративного управления, разработанные методики расчета взвешенного индекса корпоративного управления и ранжирования компаний с позиций потенциальных инвесторов на основе уровня их корпоративного управления при условии изменения экономического состояния компании создают единую теоретическую платформу взаимосвязанных экономических показателей и инструментов, позволяющую обосновать возможность управления корпоративными инструментами как составной частью системы управления рисками для повышения стоимости компании.

На защиту выносятся следующие положения, содержащие научную новизну:

- 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, разделяющая их по характеру и методу воздействия на показатели деятельности компании, по 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 определяется тем, что основные теоретические компоненты исследования, составляющие научную новизну переведены в практическую плоскость и выражены в конкретных математических формулах, методиках расчета индексов и рейтингов, сводных таблицах и рекомендациях по применению групп инструментов корпоративного управления, которые могут быть использованы как в период нормального функционирования, так и в условиях финансовой нестабильности компании. Полученные теоретические и эмпирические результаты могут быть использованы частными и институциональными инвесторами при осуществлении выбора объекта капиталовложений с использованием методики ранжирования компаний по уровню их корпоративного управления, эмитентами рынка ценных бумаг для проведения самоанализа и оценки деятельности конкурентов в области корпоративного управления с использованием открытых источников информации на основании расчета взвешенного индекса корпоративного управления, фондовые биржи при включении ценных бумаг акционерной компании в листинг, рейтинговые, консалтинговые и аналитические агентства для проведения профессиональных оценок уровня корпоративного управления в компании и др.

Апробация результатов исследования. Основные выводы и положения диссертационного исследования докладывались на международной научно-практической конференции молодых ученых и аспирантов «Новая российская экономика: движущие силы и факторы» (Ярославль, 2010г.) и седьмой межвузовской научной конференции «Фондовый рынок и рынок инвестиций: Современное состояние, инструменты и тенденции развития» (Москва, 2010г.).

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 нашли практическое применение в преподавательской деятельности автора и существенно дополнили программу практических занятий по тематике факторного анализа рыночной стоимости акций компании, изучаемой в рамках учебных курсов «Зарубежные фондовые рынки», «Акционерное дело» и «Рынок ценных бумаг» в РЭУ им. Г.В. Плеханова.

Основные положения диссертации отражены в научных работах объемом более 1,8 п.л. в т.ч. 3-х статьях объёмом 1,2 п.л. в изданиях, рекомендованных ВАК РФ.

Объем и структура работы определяется предметом, целью и задачи исследования и состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений, общим объемом 155 листов.

В первой главе рассматриваются теоретические основы корпоративного управления как фактора влияющего на рыночную стоимость компании, формируются подходы к единому понятию корпоративного управления и его основных инструментов, которые в свою очередь систематизируются по ряду наиболее важных классификационных признаков и оцениваются количественно. Предлагается классификация факторов рыночной стоимости компании с определением возможности их количественной оценки и с учетом направлений изменения стоимости акции в случае наступления рискового события.

Вторая глава объединяет теоретические выкладки и практические подходы для решения задачи установления взаимосвязи применения инструментов корпоративного управления с изменением деловой репутации и рыночной капитализации компании. В этой главе разрабатывается методика количественной оценки инструментов корпоративного управления для измерения силы их влияния на капитализацию компании, а также проводится качественный и количественный анализ инструментов с учетом их косвенного влияния на нематериальные активы и стоимость компании.

С применением методов статистики и эконометрики в третьей главе осуществляется разработка моделей оценки характера влияния инструментов корпоративного управления на стоимость компаний, функционирующих в рамках правил и норм российского корпоративного права. Разрабатывается методология выбора рисковых инструментов корпоративного управления в зависимости от экономического состояния компании. В результате формируется набор инструментов, применение которых наилучшим образом способствует росту уровня деловой репутации, прибыли и рыночной капитализации компании при изменении экономических условий деятельности.

## Заключение диссертации по теме "Финансы, денежное обращение и кредит", Азарян, Нарина Александровна

Сделав выводы о результативности применения инструментов корпоративного управления отдельно в период экономического роста и в условиях финансовой нестабильности, стало ясно, что некоторые инструменты проявляют себя противоположным образом при изменении условий хозяйствования. Разработанные модели позволят спрогнозировать возможность изменения рыночной стоимости компании, ее деловой репутации и иных показателей ее текущей деятельности под влиянием тех или иных рисковых инструментов корпоративного управления в условиях неустойчивой экономической обстановки в мире.

Заключение

Нормы и правила, регламентированные англо-саксонской моделью корпоративного управления до начала 21 века считались наилучшим образцом эффективности функционирования управленческих структур акционерной компании. Реакцией на первую волну известнейших корпоративных скандалов начала 2000-х годов стали изменения правовых основ корпоративного управления, ужесточения требований листинга на рынке ценных бумаг, пересмотр норм учета рисков при составлении корпоративных рейтингов и многое другое. Однако, принятые меры оказали лишь временный положительный эффект и вторая волна накатилась на иностранные корпорации в первом полугодии 2012 года: Visa и Master card были вынуждены заплатить огромные антимонопольные штрафы, в масштабной коррупции обвинены компании HSBC и Wal-Mart, в нарушении таможенного законодательства -Diageo pic. Снижение стоимости акций этих компаний за период судебных разбирательств с начала 2012 года уже превысили 11%. Это явно подтверждает тот факт, что без постоянного развития принципов и механизмов управления корпоративными рисками, достигаемого совместными усилиями специалистов различных сфер деятельности, даже самая совершенная система корпоративного управления ' будет деградировать, перестанет отвечать современным конъюнктурным требованиям рынка и в конечном итоге может привести к стагнационным процессам в экономике.

Особенности российской системы корпоративного управления заключаются в совмещении характеристик всех мировых моделей одновременно - принципов англо-саксонской, структурности немецкой и закрытости японской модели корпоративного управления. Хаотичность подходов к теории корпоративного управления в России, не говоря уже о значительном разбросе в принципах его практического применения, требует принятия комплексных мер как со стороны самих отечественных акционерных компаний, так и со стороны органов государственной власти и представителей международного сообщества. Процесс реформирования существующей российской модели корпоративного управления должен базироваться на применении действенных методик и разработок, учитывающих специфику интересов участников российского рынка ценных бумаг как в период стабильности так и в условиях экономических потрясений, участившихся в последнее пятилетие.

В рамках уточнения понятия «факторы, влияющие на рыночную стоимость акций», «корпоративное управление» и «инструменты корпоративного управления» система корпоративного управления рассмотрена с позиций ее влияния на рыночную стоимость акций компании как регулируемого фактора, способного оказать разнонаправленное влияние на обобщенную рыночную оценку компании.

Определена возможность количественной оценки рисковых факторов рыночной стоимости компании на основе построения комплексной классификации, разделяющей факторы на политические, экономические и социальные группы, а также внешние и внутренние подгруппы, учитывающие международные и национальные особенности формирования стоимости акций на рынке ценных бумаг. Систематизация ценообразующих факторов с целью уточнения возможности их количественной оценки и установления возможных направлений их воздействия на рыночную стоимость акций при проявлении финансовых рисков позволяет определить характеристики тех элементов системы факторного влияния, контроль за которыми позволит руководящему звену корпорации повысить эффективность составления и оценки карты внешних и внутренних рисков компании как в качественном, так и в количественном выражении.

Для систематизации представлений об инструментах корпоративного управления и упрощения процедуры целевого выбора инструментов профессионалами корпоративной сферы разработана классификация инструментов корпоративного управления, предполагающая их разделение на комплексные и частные, высоко, средне и низко затратные инструменты, а также сильно и слабо воздействующие административные, экономические и социальные инструменты. Определено место оценки инструментов корпоративного управления в системе управления рисками компании.

Предложены способы количественной оценки инструментов корпоративного управления, 17 из которых отобраны, ориентируясь на существующие открытые источники данных, для включения в расчеты взвешенного индекса корпоративного управления для выполнения процедур, предусмотренных методикой ранжирования компаний по уровню их корпоративного управления. Выявлены основные прогнозируемые при помощи прикладных эконометрических моделей векторы влияния этих инструментов на деловую репутацию и рыночную стоимость компании.

Обобщены результаты существующих исследований, проведенных анализов и опросов профессионального сообщества по тематике оценки уровня практической значимости применения инструментов корпоративного управления с целью оказания влияния на изменение рыночной капитализации компании. Установлено, что инвесторы готовы платить существенную премию в виде наценки на стоимость акции при условии получения реального контроля над процессом управления для обеспечения реализации своих интересов. Это подтвердило необходимость предоставления инвесторам простой и понятной схемы оценки уровня корпоративного управления в интересующих их компаниях.

Раскрыты основы действующих международных и национальных систем рейтинговых и индексных оценок уровня корпоративного управления, позволяющие сделать вывод об отсутствии возможности полезного использования этих оценок эмитентами российского рынка ценных бумаг в связи с ориентированностью рейтингов и индексов на специфику восприятия рынка иностранными инвесторами, зарубежными фондовыми биржами, центром интересов которых являются завышенные требования законодательства иностранных государств. Обоснована необходимость разработки простого в расчетах индекса корпоративного управления, учитывающего особенности российского правового поля и интересов отечественных инвесторов рынка ценных бумаг.

Разработан взвешенный индекс корпоративного управления, предполагающий оценку интегрального результата усреднения значений показателей оценки количественного значения инструментов корпоративного управления и сориентированный применяемыми в расчетах весовыми коэффициентами на учет интересов инвесторов и других участников российского рынка ценных бумаг. Предложенный индекс может быть использован для экспресс-оценки по внешним источникам данных уровня корпоративного управления в акционерной компании со стороны инвесторов при принятии решения о вложении финансовых ресурсов, руководства компании для самоанализа и сравнения свих показателей с конкурентами, для фондовых бирж при оценке соответствия компании требованиям листинга, для консалтинговых, аналитических и рейтинговых агентств при составлении заключения об оценке уровня корпоративного управления и др.

Сформирована методика ранжирования компаний на основании разработанного взвешенного индекса корпоративного управления с использованием метода рейтингования компаний - процесса расположения компаний в списке в порядке убывания полученных усредненных значений по направлению применения инструментов корпоративного управления. Использование предложенной методики позволяет определить рейтинг интересующей инвестора компании не только по совокупному анализу уровня корпоративного управления в ней, но и по каждому направлению применения инструментов, например, характеристике управленческого звена или объему прав акционеров, что способствует упрощению процедуры выбора компании для инвестирования.

Определена схема косвенного влияния инструментов корпоративного управления на рыночную стоимость компании через их влияние на нематериальные активы компании - ее деловую репутацию. Такой подход позволил обосновать включение в модель, описывающую зависимость между количественными оценками инструментов корпоративного управления и рыночной капитализацией компании, еще один фактор - гудвилл, рассчитанный как разница между рыночной и балансовой стоимостью акций компании.

Проведен корреляционный анализ зависимости между количественными оценками инструментов корпоративного управления по отдельности, совокупным взвешенным индексом корпоративного управления, гудвиллом и рыночной капитализацией компании. Это позволило выявить те инструменты, влияние которых на деятельность компании статистически значимо и существенно, что позволило обосновать целесообразность применения определенных инструментов для регулирования уровня нематериальных активов и рыночной стоимости акционерной компании.

Построена регрессионная модель зависимости рыночной капитализации и гудвилла компании от изменений уровня корпоративного управления в компании, высокое качество которой объясняется включением в нее лишь тех инструментов, влияние которых на деятельность компании было подтверждено результатами проведенного корреляционного анализа. На основании выводов о характере и силе установленных зависимостей, эмитенты российского рынка ценных бумаг могут осуществить рациональный выбор из состава рекомендованных инструментов в соответствии с целями компании в период ее нормального функционирования, а также рассчитать прогнозируемый уровень изменений показателей компании под воздействием тех или иных инструментов корпоративного управления в состоянии экономического спада.

Обоснована необходимость оценки степени и характера влияния инструментов корпоративного управления на текущую деятельность и рыночную стоимость компании при ухудшении экономической ситуации на локальном или глобальном уровнях - при реализации финансовых рисков компании. Выявлены основные характеристики расходов, возникающих в финансово нестабильных компаниях, с разделением их на прямые и косвенные. Предложены методы расчета финансовых потерь в период кризиса в зависимости от изменений в текущей деятельности компании через оценку уровня прибыльности и изменений в уровне рыночной стоимости компании через оценку капитализации компании. Использование такого подхода позволяет руководству компании определить уровень скрытых финансовых потерь еще до наступления периода финансовой нестабильности в компании.

В целях измерения силы и характера влияния количественных оценок структуры собственности, совета директоров и агентских издержек на изменение прибыли от продаж и рыночной капитализации компании в условиях финансовой нестабильности разработана регрессионная модель, качество которой подтверждено необходимыми статистическими проверками значимости, существенности полученных результатов и мультиколлинеарности. Выявленная зависимость позволит акционерным компаниям, оказавшимся в нестабильных экономических условиях не совершить ошибок в применении тех или иных инструментов корпоративного управлении, которые при изменении внутренней и внешней финансовой среды действуют по разному. Разработанная модель дает возможность руководству кризисных компаний спрогнозировать уровень потерь в текущей деятельности компании и в рыночной капитализации, регулируя уровень корпоративного управления таким образом, чтобы задействовать именно те инструменты, положительное влияние которых подтверждено статистически значимой моделью.

Предложена методология выбора инструментов корпоративного управления при изменении экономических условий в компании, базирующаяся на применении методов оценки рисков финансовых потерь и количественных оценках инструментов корпоративного управления. В результате сформирован набор инструментов корпоративного управления, применение которых в компании способствует сохранению на достигнутом уровне или улучшению показателей рыночной стоимости компании.

Обоснованные и сформулированные теоретические и практические выводы создают возможность улучшения положения российских компаний на рынке ценных бумаг путем рациональной активизации скрытых механизмов увеличения рыночной стоимости их акций.

## Список литературы диссертационного исследования кандидат экономических наук Азарян, Нарина Александровна, 2013 год

1. Гражданский кодекс Российской Федерации часть 1 N 51-ФЗ от 30.11.1994 (с изм. и доп. от 01.07.2012)

2. Гражданский кодекс Российской Федерации часть 2 N 14-ФЗ от 26.01.1996, (с изм. и доп. от 01.01.2012)

3. Федеральный закон Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» N39-ФЗ от 22.04.1996

4. Федеральный Закон Российской Федерации «Об Акционерных обществах» №208-ФЗ от 26.12.1995

5. Федеральный закон Российской Федерации «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» № 46-ФЗ от 05.03.1999 (с изм. и доп. от 21.11.2011г.)

6. Федеральный закон Российской Федерации «О несостоятельности (банкротстве)» N 127-ФЗ от 26.10.2002

7. Федеральный закон Российской Федерации «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» №244-ФЗ от 27.07.2010г.

8. Федеральный закон Российской Федерации «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» №39-Ф3 от 25.02.1999г.

9. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» N 156-ФЗ от 29.11.2001 г.

10. Распоряжение ФКЦБ от 4 апреля 2002г. № 421/р «О рекомендации к применению кодекса корпоративного поведения»

11. Минфин России и ФКЦБ России, приказ № 10н/03-6/пз от 29.01.2003г. «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ»1. Книги и учебные пособия:

12. Агапова Т.А., Серегина С.Ф., Макроэкономика, Москва - «Дело и сервис», 2004г., 447с.

13. Азрилиян А., Азрилиян О., Калашникова Е., Квардакова О., «Большой экономический словарь» М.: Институт новой экономики, 2010г.- 624с.

14. Антонов В.Г., Крылов В.В., Кузьмичев А.Ю., «Корпоративное управление: учебное пособие» М.: ИД «ФОРУМ» - ИНФРА - М, 2009г.-280с.

15. Баканов М.И., Мельник М.В., Шеремет А.Д., «Теория экономического анализа».- М.: ИНФРА-М, 2011г. 236 с.

16. Балдин К.В., Воробьев С.Н., «Управление рисками». М: ЮНИТИ-ДАНА, 2012.-511 с.

17. Беликова И.В., «Совет директоров как мировой стандарт корпоративного управления компанией», Издательство: «Эксмо», 2008г. 624с.

18. Берзон Н.И., АршавскийА.Ю., Касаткин Д. М.: «Рынок ценных бумаг. Учебник для бакалавров» М.: Юрайт-издат, 2012г., 533с.

19. Букша К.С., «Управление деловой репутацией. Российская и зарубежная практика» М.: Вильяме, 2007г. - 144с.

20. Галанов В.А,, «Рынок ценных бумаг: учебник» М,: Инфра-М, 2012г. 379с.

21. Галанов В.А., «Акционерное дело» М.: Финансы и статистика, 2003г. -544с.

22. Гвардии C.B., «Создание добавленной стоимости компании при сделках слияний и поглощений. Российский опыт», М.: «Вершина», 2007г. 272с.

23. Дементьева А. Г., «Основы корпоративного управления: Учебное пособие» -М: Магистр, 2011г. 575с.

24. Дубров A.M., «Моделирование рисковых ситуаций в экономике и бизнесе», м.: Финансы и статистика, 1999г. 176с.

25. Дубров A.M., Мхитарян B.C. Трошин Л.И., «Многомерные статистические методы для экономистов и менеджеров». М.: Издательство «Финансы и статистика», 2011г. - 352с.

26. Жуков Е.Ф. «Рынок ценных бумаг». М.: «ЮНИТИ-ДАНА», 2009г. - 567с.

27. Иванова Е.А., Шишикина JI.B., «Корпоративное управление: учебное пособие»- М: Феникс, 2007г. 255с.

28. Ивашковская И.В., «Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров», М.: «Инфра-М», 2009г., 430с.

29. Кобзарь А.И., «Прикладная математическая статистика».-М.: Издательство «Физматлит», 2006г. 816г.

30. Козырь Ю.В., «Стоимость компании. Оценка и управленческие решения», -М.: «Альфа-пресс», 2009г., 372с.

31. Когденко В.Г., Мельник М.В., «Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент», М.: «Юнити-Дана», 2012г. 448с.

32. Корнюшин В.Ю., «Финансовая среда предпринимательства и предпринимательские риски», М.: МИЭМП, 2010г. 130 с.

33. Костиков И.В., «Корпоративное управление в России» М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2011г. - 275 с.

34. Кохен Д., Психология фондового рынка: страх, алчность и паника Москва, Интернет-трейдинг, 2044г., 364с.;

35. Кремер Н.Ш., Путко Б.А., «Эконометрика: учебник для вузов».-М.Юнити-Дана, 2009г.-311с.

36. Лапуста М.Г., Никольский П.С., Современный финансово-кредитный словарь 2-е изд., доп. Москва - Инфра-М, 2002г., 567с.

37. Лебланк Р., Гиллис Д., Совет директоров взгляд изнутри. Принципы формирования, управление, анализ эффективности - Москва, Альпина Бизнес Букс, 2008г. ,267с.

38. Миркин Я.М., Рынок ценных бумаг, Москва - Альпина Паблишер, 2002г. -624с.

39. Пахомов A.B., Пахомова Е.А. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие. Дубна: Международный университет природы, общества и человека «Дубна», 2000г. 72 с.

40. Рош Д., «Стоимость компании от желаемого к действительному», М.: Гревцов Паблишер, 2008г., 352с.

41. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., «Рынок корпоративного контроля» Москва, Финансы и статистика, 2000г., 456с.

42. Слуцкин Л., «Курс МВА по прогнозированию в бизнесе». Мн.: Издательство «Альпина Бизнес Букс», 2006г. 277с.

43. Соколов Г.А., Гладких И.М., «Математическая статистика», М.: Издательство «Экзамен», 2007г. - 215с.

44. Стародубцева Е.Б., «Рынок ценных бумаг», М.: ИД Форум: Инфра-М, 2006г. - 176с.

45. Ступаков B.C., Токаренко Г.С., «Риск-менеджмент», учеб. пособие. М.: «Финансы и статистика», 2005г. - 288с.

46. Ханк Д., Уичерн Д., Райте А., «Бизнес прогнозирование». Мн.: Издательство «Вильяме», 2010г. 656с.

47. Шарков Ф.И., Константы гудвилла: стиль, паблисити, репутация, имидж и бренд фирмы, издательство Дашков и К, 2009г., 271с.

48. Шатраков А.Ю., Комков Н.И., Мерсиянов A.A., Шамин М.А. «Стоимость предприятий при интеграционном процессе» М.:ЗАО «Издательство «Экономика», 2008г. - 350с.

49. Швагер Д., «Технический анализ», Изд.: «Альпина Бизнес Букс», 2011г. -804 с.

50. Шведов A.C., Теория эффективных портфелей ценных бумаг, Москва - ГУ ВШЭ, 1999г., 141с.

51. Статьи из периодических изданий:

52. Азарян H.A. «Влияние корпоративного управления на изменение косвенных расходов компании, находящейся в условиях финансовой нестабильности»,

53. Вестник РЭУ им. Г.В. Плеханова, М.: ГОУ ВПО "РЭУ им. Г.В. Плеханова" 2012.-№1 (43)

54. Беликов И.В. «Хорошее корпоративное управление: кто заплатит премию?», Российский институт директоров (РИД), публикация газеты «Ведомости», 17. 10. 2010г.

55. Беликов И.В., Вербицкий В.К., Никитчанова Е.В., Советы директоров компаний с государственным участием: оптимальная структура на переходном этапе, Акционерное общество: вопросы корпоративного управления, №12 (91), декабрь 2011г.

56. Кумз П., Уотсон М., «Вестник McKinsey теория и практика управления», №22, 2011г.

57. Рачинский А., «Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний».- М.: «ЦЭФИР», 11.05.2003г., http://www.cefir.ru/index. php?l=rus&id=26

58. Рожкова И.В., Азарян H.A., «Экономическая сущность деятельности институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг», журнал «Финансы и кредит», №9 (537), 2013 г.

59. Сонин А., «Корпоративное управление: мифы и реальность», Журнал «Управление компанией (ЖУК)» N12 (55), декабрь 2011г.

60. Старюк П. Ю., Полиенко В. И., «Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России. Управление компанией», журнал «Управление компанией», №7, июль 2011г.

61. Тихонов С., «Проблема в том, что в Европу уже никто не верит.», Эксперт - Северо-Запад - 2012г., №21 (567)

62. Федорова Е.А., Назарова Ю.Н., Финансовые индикаторы кризисной ситуации российского фондового рынка, журнал Аудит и финансовый анализ, №6, 2009г.

63. Alexander С., Sheedy Е. (Eds.) The Professional risk managers handbook: a comprehensive guide to current theory and best practices, Premia Publications -2005, 1301c.

64. Altman E.I., Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt, Wiley, 2005, 368c.

65. Ammann M., Oesch D., Schmid M. M. Corporate Governance and Firm Value: International Evidence, Swiss Institute of Banking and Finance, University of St. Gallen, 2009, 37c.

66. Bainbrige S.M. Corporate governance after the financial crises, Oxford University press, 2012, 320c.

67. Baker K., Anderson R., Corporate governance: a synthesis of theory, research and practice, published by John Wiley & Sons Inc., 2010, 445c.

68. Bellalah M., Prigent J.-L., Sahut J.-M. Risk Management And Value: Valuation and Asset Pricing, World Scientific Publishing 2008, 644c.

69. Black B.S. Does corporate governance affect firm value?, KDI School of Public Policy and Management, 2003

70. Charan R. Boards that deliver advancing corporate governance from compliance to competitive advantage, Jossey-Bass, 2005, 224c.

71. Copeland Т., Koller Т., Murrin J., «Valuation. Measuring and Managing the value of companies», John Wiley&Sons, 2001

72. Coppetiers E. Governance ratings in Europe, Corporate governance International, 2001, 31-38c.

73. Dallas M. Value and risk management: A guide to best practice, Blackwell Publishing Ltd 2006, 403c.

74. Fontanills G.A., Gentile T. The stock market course, Wiley, 2001, 464c.

75. Fouque J.-P., Fomby T.B, Solna K. (Eds.) Econometrics and Risk Management, Emerald Group Publishing Limited 2008, 291c.

76. Gallagher Michael. Business Continuity Management. How to protect your company from danger, Financial Times Prentice Hall 2003, 167c.

77. Gugler K., Yurtoglu В. В., The economics of corporate governance and mergers, department of economics, University of Vienna, Austria, 2008, 384c.

78. Kolb R., Schwartz D. Corporate Boards: Managers of Risk, Sources of Risk, A John Wiley & Sons, Ltd., Publication, 2010. 397c.

79. Lorsch J.W., Nadler D.A., Behan В., Nadler M. Building Better Boards: A Blueprint for Effective Governance, Jossey-Bass, 2005, 320c.

80. Millsten I., Macavoy P. Active boards of directors and performance of the large publicly traded corporations, Columbia law review, 1998, 98c.

81. Monks Robert A. G., Minow N. Corporate governance, Wiley, 2011, 542c.

82. Shatkin L., 150 best recession proof jobs, Jist Works, 2008, 422c.

83. Tricker B. Corporate governance: principles, policies, practices, Oxford University press, 2012, 470c.

84. Watson M., Coombes P., «Governance is increasingly at the heart of investment decisions», New McKinsey survey shows, London, July 8, 2002, http://www.iasplus.com/resource/mckinsey.pdf

85. Weisse A., Efficiency wages: models of unemployment, layoffs and wage dispersion, Clarendon press, 1991r., 125c.1. Интернет-ресурсы:

86. Дистанционный консалтинг, Понятие, типы и задачи факторного анализа, http://www.dist-cons.ru/modules/DuPont/sectionl.html (дата обращения: 25.07.2012)

87. Национальный доклад по корпоративному управлению, 2009г., опубликован по адресу: http://www.nccg.ru/ site.xp/057051124049051051049.html (дата обращения: 30.07.2012)

88. Официальный сайт Биржи ММВБ РТС, http://rts.micex.ru/n29 (дата обращения: 12.06.2012)

89. Официальный сайт S&P http://www.standardandpoors.com/ratings/ corporates/ru/ru/ (дата обращения: 01.08.2012)

90. Официальный сайт Moodys http://www.moodys.com/researchandratings? lang=ru&cy=easterneur (дата обращения: 01.08.2012)

91. Официальный сайт Fitch ratings http://www.fitchratings.ru/ratingdef/ introduction/index.wbp (дата обращения: 01.08.2012)

92. Официальный сайт Эксперт-РА http://raexpert.ru/about/ (дата обращения: 01.08.2012)

93. Рейтинг «100 крупнейших публичных компаний России: изменение капитализации по итогам 2011 года», опубликован по адресу http://rating.rbc.ru/graphs/fLill.shtml72012/01/26/33544601 (дата обращения: 10.08.2012)

94. Экспертно-аналитический доклад компании KPMG «Практики корпоративного управления в России: определение границ национальной модели», 2011г. (дата обращения: 25.09.2012)