

**Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
«Кубанский государственный университет»**

На правах рукописи

КУРУЗОВ МУРАТ ВЛАДИМИРОВИЧ

**РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА В
РАЗРЕШЕНИИ КОРПОРАТИВНЫХ АГЕНТСКИХ КОНФЛИКТОВ**

Специальность: 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ

**на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

**Научный руководитель-
Шевченко Игорь Викторович,
доктор экономических наук, профессор**

Краснодар 2014

Содержание

ВВЕДЕНИЕ.....	4
1. КОРПОРАТИВНЫЕ АГЕНТСКИЕ КОНФЛИКТЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА В УСТРАНЕНИИ ИХ НЕГАТИВНЫХ ПОСЛЕДСТВИЙ	15
1.1. Теоретические аспекты агентской теории, понятия агентских отношений и связанных с ними конфликтов применительно к современной корпорации.....	15
1.2. Классификация агентских конфликтов и специфические характеристики внутрикорпоративных агентских конфликтов.....	26
1.3. Последствия и способы воздействия на агентские конфликты между акционерами и менеджментом корпорации	42
1.4. Инструменты финансового менеджмента в разрешении внутрикорпоративных агентских конфликтов.....	51
2. ОЦЕНКА ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ ИЗМЕНЕНИЯ УРОВНЯ АГЕНТСКИХ ИЗДЕРЖЕК И ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ НА ПРИМЕРЕ ЧАСТНЫХ РОССИЙСКИХ КОРПОРАЦИЙ.....	69
2.1. Анализ факторов изменения уровня агентских издержек на примере выборки частных российских корпораций.....	69
2.2. Оценка показателя экономической добавленной стоимости на примере рассматриваемой выборки корпораций.....	97
2.3. Влияние финансовых индикаторов изменения агентских затрат на величину экономической добавленной стоимости.....	113
3. РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА И КОНТРОЛЯ В ЦЕЛЯХ СНИЖЕНИЯ НЕГАТИВНЫХ ПОСЛЕДСТВИЙ ВНУТРИКОРПОРАТИВНЫХ АГЕНТСКИХ КОНФЛИКТОВ.....	122
3.1. Экономическая добавленная стоимость в качестве инструмента управления агентскими издержками.....	122

3.2. Адаптация показателя экономической добавленной стоимости в используемую систему финансовых индикаторов корпорации.....	130
3.3. Алгоритм расчета EVA для структурных подразделений корпорации в рамках превентивных мер по снижению косвенных агентских издержек.....	146
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	164
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	169

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Основы теории агентских отношений как отдельного направления развития экономической мысли, сформулированные экономистами М. Дженсенем и У. Меклингом во второй половине XX в., послужили теоретической базой для объяснения практических реалий, связанных с разделением функций владения и управления капиталом в корпоративных структурах, и стали толчком для дальнейшего изучения отношений агентов-принципалов в отношении хозяйствующих субъектов.

Экономическая среда роста масштабов деятельности и организационной структуры публичных компаний диктует необходимость передачи полномочий управления менеджменту, что в свою очередь порождает ряд гипотез относительно агентских конфликтов и их последствий. Несмотря на поливариантность и противоречивость выявленных по данной проблематике закономерностей, зависимостей и способов сокращения противоречий интересов двух взаимодействующих сторон, факт существования негативных последствий агентских конфликтов в виде агентских издержек как и тезис об актуальности поиска оптимальных решений снижения агентских затрат не подвергается сомнению.

Развитие современных направлений в финансовом менеджменте затрагивает также вопросы природы и причин агентских конфликтов менеджеров и акционеров, однако фрагментарный характер теоретических и практических разработок в отношении обозначенной темы исследования актуализирует потребность детализации инструментария управления агентскими отношениями средствами финансового менеджмента.

Степень научной разработанности проблемы. Фундаментальный теоретический базис исследования проблемы агентских отношений заложен в трудах зарубежных авторов М. Дженсена, У. Меклинга А. Берле, Д. Минза, Ю. Фама, К. Эйзенхард, С. Майерса, С. Гроссмана, О. Харта, К. Мерфи, Д.

Хорригана. Значимый научный вклад в развитие агентской теории в части содержания и характеристик агентских конфликтов и их последствий внесли О. Уильямсон, С. Росс, Р. Вестерфилд, Д. Джаф, Е. Морелек, Д. Анг, Р. Коул, К. Смит, Г.А. Еременко, Т.В. Теплова, О.С. Ерахтина, А.В. Либман, Т.И. Гульбина, И.В. Осолов.

Проблематика агентских издержек и способов их минимизации представлена в научных трудах Д. Далтона, М. Хитта, С. Серто, А. Шляйфера, Р. Вишни, Е.В. Франка, Н.К. Пирогова, Н.А. Бобрышева.

Теоретико-методологические аспекты агентской проблемы как раздела финансового менеджмента затрагиваются в исследованиях Ю. Бригхема, Л. Гапенски, Д. Хьюстона, М. Эрхарда, Э. Маклейни, В.В. Ковалева, И.В. Ивашковской, В.В. Криворотова, О.В. Мезенцевой, Е.М. Роговой, Е.А. Ткаченко.

Вместе с тем в научных изысканиях в области финансового менеджмента делается акцент в основном на объяснении природы агентских отношений и их проявлений, при этом не уделяется должного внимания рекомендациям, стимулирующим менеджеров осуществлять управление финансами в соответствии с целями акционеров, а также поиску путей сокращения издержек, связанных с разногласиями между двумя сторонами агентских отношений посредством использования инструментов финансового менеджмента. Кроме того, несмотря на рост не только численности, но и масштабов корпоративных структур, в научных исследованиях недостаточно раскрыта тема внутрикорпоративных агентских отношений, их типизации и специфических особенностей.

Упомянутые обстоятельства обусловили выбор темы диссертационного исследования, постановку его цели и задач.

Цель и задачи исследования. Цель диссертационного исследования – развитие теоретических представлений о содержании инструментов финансового менеджмента, способствующих разрешению внутрикорпоративных агентских конфликтов, и практических рекомендаций

по реализации методов финансового менеджмента для снижения косвенных агентских издержек и повышения эффективности управления финансами.

Поставленная цель обусловила постановку ряда задач:

– дополнить систематизацию агентских отношений в современной корпорации, классификацию внешних и внутрикорпоративных агентских конфликтов;

– уточнить теоретические представления о содержании агентских затрат в части косвенных агентских издержек и детализировать понятие потерь расхождений;

– обосновать целесообразность концепции ценностно-ориентированного менеджмента и выявить преимущества и уязвимые места метода экономической добавленной стоимости как инструмента, используемого для решения внутрикорпоративных агентских конфликтов;

– модифицировать модель расчета стоимости собственного капитала для исключения уязвимости метода экономической добавленной стоимости с позиции агентских конфликтов;

– представить экспликацию экономической прибыли для диагностики мест и источников создания и разрушения стоимости корпорации.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования являются методы финансового менеджмента в контексте инструментов управления и снижения негативных последствий внутрикорпоративных агентских конфликтов.

Предметом исследования выступает совокупность агентских отношений, возникающих между менеджерами и акционерами, а также бизнес-единицами корпорации в ходе реализации финансового менеджмента. Область исследования соответствует Паспорту научных специальностей ВАК 08.00.10 – 3.28. «Финансовый менеджмент».

Теоретико-методологическая основа сформирована рядом положений теории агентских отношений, институциональной теории, финансового менеджмента, фундаментальных зарубежных и отечественных

научных трудов, посвященных проблематике агентских конфликтов менеджеров и акционеров и способов их разрешения. Методологическим базисом исследования для реализации поставленной в диссертационном исследовании цели послужили общенаучные и специальные методы: системный анализ, наблюдение, индукция, дедукция, сравнение, абстрагирование, экономический и статистический анализ, многофакторный регрессионный анализ, рейтинговая оценка.

Информационно-эмпирическая и нормативно-правовая база исследования определена совокупностью научных работ и исследований зарубежных и отечественных экономистов, законодательно-нормативных актов Российской Федерации, материалов периодической печати и конференций, результатов аналитических обзоров, исследований и рейтингов, материалов Федеральной службы государственной статистики (Росстата) и статистических данных Центрального банка Российской Федерации, публикаций финансовой отчетности российских корпораций, ресурсов сети Интернет и др.

Рабочая гипотеза диссертационного исследования состоит в научном предположении о том, что развитие роли финансовых индикаторов и финансовых рычагов в решении агентской проблемы, в части концепции ценностно-ориентированного менеджмента и метода экономической добавленной стоимости, служит базисом для формирования инструментария снижения негативных последствий внутрикорпоративных агентских конфликтов в виде косвенных агентских издержек с целью увеличения темпов роста стоимости корпорации как главного фактора эффективности деятельности и оптимальной структуры акционерного капитала, поиска разумного баланса между выгодами и издержками агентских конфликтов.

Основные положения, выносимые на защиту.

1. Основной акцент в научных разработках, посвященных концепции агентской теории с позиции финансового менеджмента, обращен в сторону констатации явления агентской проблемы, существующей между

собственниками и агентами на почве разносторонних интересов в виду распыленности акционерного капитала в корпоративных структурах. При этом, недооценивается масштаб и влияние внутренних агентских конфликтов на финансовые результаты деятельности корпорации, их причастность к реализации приемов и инструментов финансового менеджмента. В этой связи возникает потребность систематизации агентских отношений, опираясь на разделение агентских отношений на вертикальные и горизонтальные, в совокупности образующих систему внешних и внутренних отношений, а также дополнения классификации агентских противоречий в части столкновений интересов между функциональными подразделениями корпорации, головным офисом и филиалами, головной организацией и дочерними предприятиями, усиления роли финансовых индикаторов и финансовых рычагов в решении агентской проблемы на основе распределения операционной, чистой, реинвестированной прибыли, что позволяет не только структурировать внутрикорпоративные взаимодействия и определить характер негативных финансовых последствий для собственников корпорации, но и задать вектор развития инструментов финансового менеджмента для их устранения.

2. Предметом многочисленных теоретико-практических разработок в плоскости финансового менеджмента выступают агентские издержки, возникающие как следствие контроля со стороны собственников и включающие затраты на мониторинг и аудит финансовой отчетности. Существование подобных издержек является объективным фактором, а их величина должна учитываться при принятии решений финансового характера. Однако научные изыскания в терминологии ассоциируемых с агентскими отношениями издержек, которые можно рассматривать как следствие оппортунистических устремлений менеджеров, ведущих к возникновению упущенных выгод по причине неприятия риска и отсутствия заинтересованности агентов в долгосрочных перспективах развития бизнеса; потерь денежных потоков вследствие неоптимальных и

неэффективных финансовых решений с позиции максимизации стоимости компании; дополнительных расходов в виду асимметричности информации носят фрагментарный характер, что актуализирует необходимость уточнения и дополнения понятийного аппарата в части категорий косвенных агентских издержек, потерь расхождений в виде экстра затрат, связанных с явлением асимметричности информации.

3. Ценностно-ориентированный подход, ориентированный на максимизацию стоимости компании посредством построения процесса принятия и реализации управленческих решений на ключевых факторах стоимости, актуален в отношении разрешения внутрикорпоративных агентских конфликтов, подтверждением чему является целевая направленность VBM. В частности, использование метода экономической добавленной стоимости рассматривается как необходимый индикатор результативности менеджмента корпорации с позиции максимизации стоимости корпорации, при этом финансово-экономические величины системы сбалансированных показателей, являются промежуточными на пути решения приоритетной для управленцев задачи. Несмотря на безусловные преимущества метода EVA, данному подходу присущи недостатки, требующие устранения для повышения его эффективности как инструмента для снижения негативных последствий внутрикорпоративных агентских конфликтов в виде издержек в неявной форме. В этой связи возникает объективная необходимость выявления факторов уязвимости метода экономической добавленной стоимости (EVA), составляющих угрозу манипулирования корректировками финансовых показателей, препятствующих диагностике мест создания и разрушения экономической стоимости.

4. Дискуссии на страницах книжной и периодической научной литературы в отношении трактовки исчисления и поправок, составляющих экономической добавленной стоимости – NOPAT и инвестированного капитала, не теряют своей остроты, однако проблематика трансформации

EVA под углом корпоративных агентских конфликтов не имеет адекватного научного решения. Модификация показателя EVA с позиции индикатора оценки усилий менеджеров в части изменения метода расчета стоимости собственного капитала путем исключения из формулы расчета рыночного компонента и его замены на коэффициент соотношения средневзвешенной рентабельности по отрасли за отчетный период к рентабельности предприятия за аналогичный отчетный период позволит трансформировать логику действий менеджеров в отношении оптимизации затрат на капитал: значение соотношения отраслевой рентабельности собственного капитала к доходности ROE корпорации выше единицы ведет к росту стоимости акционерного капитала, стимулируя управленцев усиливать финансовый рычаг, приводя в дальнейшем к увеличению величины ROE компании. Таким образом, актуализируется необходимость разработки и обоснования авторского метода расчета стоимости собственного капитала, основываясь на модели долгосрочного ценообразования активов CAPM, что позволяет исключить один из факторов уязвимости EVA в отношении внутрикорпоративных агентских конфликтов.

5. Модификация формулы нахождения стоимости собственного капитала является обязательным, но не единственным преобразованием в получении индикаторов линейки ключевых показателей эффективности управления корпорацией с одной стороны, и развитии средств предотвращения и снижения последствий внутрикорпоративных агентских конфликтов, с другой. Дополнительным преобразованием метода EVA с точки зрения усиления положительного эффекта от внедрения данного индикатора изменения стоимости корпорации в отношении обозначенной агентской проблемы является разложение составляющих экономической прибыли бизнес-единиц компании в разрезе финансового эффекта от использования текущих активов, новых инвестиций со стороны головного офиса и филиалов предприятия для оценки управленческих решений локального характера и федерального масштаба. Обозначенная модификация

метода EVA обуславливает потребность экспликации составляющих EVA компонентов, что в совокупности с контрольными мероприятиями при использовании EVA открывает не только новые пути искоренения агентского противостояния акционеров и управленцев, но и благоприятствует концентрации усилий менеджеров на направлениях развития компании, приносящих успех и способствующих росту ее стоимости.

Научная новизна результатов исследования в целом заключается в развитии теоретических представлений о сущности внутрикорпоративных агентских конфликтов, инструментов финансового менеджмента в их разрешении, обосновании и разработке методов в части развития концепции экономической добавленной стоимости. Конкретные элементы научной новизны представлены следующими положениями:

- предложена систематизация агентских отношений, представляющих одну из фундаментальных концепций финансового менеджмента, которая в отличие от известных трактовок Т.В. Тепловой, В.В. Ковалева, О.С. Ерахтиной предполагает разделение агентских отношений на внешние и внутренние, вертикальные и горизонтальные агентские взаимодействия, на основе которой дополнена классификация корпоративных агентских противоречий на базе распределения операционной, чистой, реинвестированной прибыли, что позволяет раскрыть специфические характеристики противоречий между менеджментом и собственниками корпорации по поводу распределения финансовых ресурсов и обозначить инструменты финансового менеджмента в их разрешении;

- уточнен и дополнен понятийный аппарат, характеризующий негативные финансовые последствия агентской проблемы для собственников корпорации, в развитие научных заделов А.В. Либмана, И.В. Осколова, Т.И. Гульбиной в части интерпретации косвенных агентских издержек с позиции корпоративных финансов как оппортунистических устремлений агентов, ведущих к возникновению упущенных выгод, потерь денежных потоков, дополнительных расходов; ранжирования потерь расхождений на агентские

издержки манипулирования финансовыми планами и манипулирования управленческой отчетностью, что позволяет решить научную задачу расширения теоретического задела в части определения сущности и составляющих элементов косвенных агентских затрат;

- выявлены факторы уязвимости метода экономической добавленной стоимости (EVA): поливариантность расчета операционной прибыли после вычета налогов и инвестированного капитала; отсутствие методики оценки EVA в разрезе управленческих инвестиционных решений головного офиса и региональных подразделений компании; присутствие в формулах вычисления стоимости собственного капитала рыночных величин, которые в отличие от существующих разработок А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой, И.В.Ивашковской, В.В. Криворотова, И.А. Егерева, М.В. Романовского, А.И. Вострокнутовой рассматривают концепцию EVA с учетом необходимости снижения косвенных агентских издержек, что позволяет выявить проблемные области в части использования метода экономической прибыли для совершенствования индикаторов результативности деятельности корпорации;

- разработан и обоснован метод расчета стоимости собственного капитала по модели долгосрочного ценообразования активов CAPM, отличающийся от положений, изложенных в работах И.А.Бланка, В.В. Бочарова, М.И Римера, Т.В. Тепловой, В.А. Родиной, заменой рыночной бета величины на коэффициент соотношения средневзвешенной по отрасли доходности ROE и рентабельности собственного капитала отдельно взятой компании, что позволит усовершенствовать методику вычисления стоимости собственного капитала;

- предложена экспликация определяющих факторов показателя EVA в развитие научных взглядов Е.М.Роговой, Е.А.Ткаченко, выделены ключевые компоненты экономической добавленной стоимости и осуществлено их разложение на показатели структурных подразделений корпорации в разрезе финансового эффекта от использования текущих активов, новых инвестиций

со стороны головного офиса и филиалов предприятия для оценки результативности финансовых решений локального характера и федерального масштаба в целях реализации сигнальной функции как инструмента финансового менеджмента для достижения прозрачности осуществляемых финансовых операций, что позволяет осуществлять диагностику мест создания и разрушения стоимости компании и способствует предупреждению принятия финансовых решений, деструктивно сказывающихся на изменении стоимости корпорации.

Теоретическая значимость проведенного исследования заключается в дополнении теоретических аспектов корпоративных агентских отношений и связанных с ними конфликтов, в развитии концепции ценностно-ориентированного менеджмента под углом агентской проблемы менеджеров и акционеров, расширении предметного ракурса исследования проблематики инструментария в разрешении корпоративных агентских конфликтов, что может быть использовано в смежных исследованиях.

Практическая значимость исследования состоит в том, что полученные автором результаты корреляционно-регрессионного анализа, аргументированные выводы, рекомендации и предложения в отношении метода экономической добавленной стоимости могут найти практическое применение в корпоративном финансовом менеджменте в целях диагностики эффективности управленческих решений структурных бизнес-единиц компании и сокращения негативных последствий агентских конфликтов.

Результаты исследования могут быть использованы в учебном процессе при преподавании курсов «Финансовый менеджмент», «Корпоративные финансы», «Финансы и кредит».

Апробация результатов исследования. Полученные в диссертационном исследовании ключевые концептуальные положения, выводы и результаты диссертационного исследования докладывались на научно-практических конференциях международного, всероссийского и регионального уровней.

Публикации результатов исследования. Основные положения диссертационного исследования отражены в 9 опубликованных работах общим объемом 2,97 п.л., в том числе авторских 2,37 п.л., включая три в изданиях, которые входят в перечень российских рецензируемых научных журналов и изданий для опубликования основных научных результатов диссертаций.

Структура диссертации обусловлена целью и задачами научного исследования с соблюдением логики и последовательности изложенного материала. Работа состоит из введения, трех глав, включающих десять параграфов, заключения, списка использованной литературы.

1. КОРПОРАТИВНЫЕ АГЕНТСКИЕ КОНФЛИКТЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА В УСТРАНЕНИИ ИХ НЕГАТИВНЫХ ПОСЛЕДСТВИЙ

1.1. Теоретические аспекты агентской теории, понятия агентских отношений и связанных с ними конфликтов применительно к современной корпорации

Толчком для появления обширной исследовательской базы работ в области агентской теории стал вызов нахождения путей решения фундаментальной агентской проблемы. Первые зачатки будущей агентской теории в корпоративном управлении нашли отражение на страницах основополагающего труда А.Смита «Исследование о природе и причинах богатства народов», в котором приводится утверждение, что усилия наемных работников не могут быть сопоставлены с аналогичным вкладом собственников¹. В дальнейшем с развитием института корпорации и трансформации прав собственности на предприятие от единоличного владения и управления к появлению множества обезличенных акционеров, не несущих управленческие функции, к изучению данной проблемы обратились многие американские экономисты.

В статье К. Ейзенхард отмечается, что корни агентской теории берут свое начало с 1960-тых годов². Так, первые упоминания об агентских отношениях между собственниками и менеджерами крупных корпораций относятся к публикации «Современная корпорация и частная собственность» А. Берле и Д. Минза³. Авторы отмечают, что распределение капитала компании среди множества собственников приводит к передаче полномочий по управлению деятельностью предприятия в руки менеджеров.

¹ Адам Смит Исследование о природе и причинах богатства народов. - М.: Эксмо, 2007.

² Kahtleen M.Eisenhardt Agency theory: an assessment and review // The academy of management review . - 1989. - №14 (1). - С. 57-74.

³ Adolf A.Berle, Gardiner C.Means The modern corporation and private property. - 10 изд. - New Jersey: Trasaction Publishers, 2009.

Позднее, в 1976 году М. Дженсен и У. Меклинг исследовали агентские отношения в контексте структуры собственности корпорации, в частности, каким образом участие менеджеров в капитале предприятия отражается на соблюдении интересов владельцев компании⁴. Во главе агентской теории, по мнению авторов, стоит агентская проблема, сущность которой заключается в различии интересов участвующих сторон при делегировании полномочий управления от принципала к агенту.

В 1971 году американские экономисты Эрроу и Уилсон исследовали распределение риска между отдельными личностями и группами как проблему, возникающую в виду различного отношения участвующих во взаимодействии сторон к риску. Их позиция близка к основному постулату агентской теории, ключевой посыл которого заключается в признании существования двух проблем в ходе агентских отношений: несовпадение целей субъектов агентских отношений и неспособность принципала проверить, действует ли агент, осуществляя возложенные на него функции, в интересах принципала⁵.

Авторы Д. Уокер и М. Жеральдо в своем научном труде «Финансово-агентский анализ приватизации: цели менеджеров и финансовые контракты» отмечают, что агентская теория фокусируется на контрактных отношениях между двумя участниками, один из которых (агент) соглашается принять на себя ответственность в содействии интересам другой стороны (принципала)⁶.

Интересен научный взгляд Д. Хорригана, который придерживается мнения, что с позиции агентской теории компания представляет собой юридическую форму организации, служащую лишь связью для контрактных отношений между акционерами, кредиторами, менеджерами и другими заинтересованными лицами⁷.

⁴ Jensen, M. C., Meckling, W. F. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure // Journal of Financial Economics. - 1976. - №3. - С. 305–360.

⁵ Kahtleen M. Eisenhardt Agency theory: an assessment and review // The academy of management review . - 1989. - №14 (1). - С. 57-74.

⁶ John S. Walker, Geraldo M. Vasconcellos A financial-agency analysis of privatization: managerial incentives and financial contracting . - New Jersey: Associated University Presses, 1997. - С. 18.

⁷ James O. Horrigan The ethics of the new finance // Journal of business ethics . - 1987. - №6. - С. 97-110.

Ю. Фама исследовал роль рынков труда и эффективности капитала как механизмов контроля поведения и управленческих решений топ-менеджеров⁸. В 1983 году в своей статье Ю. Фама и М. Дженсен описали роль совета директоров, как информационной системы, используя которую акционеры могут осуществлять мониторинг за деятельностью топ-менеджеров⁹.

Описанные выше примеры исследований в области агентских отношений относятся к позитивистской агентской теории, фокусирующейся по большей части на изучении взаимоотношений собственников и генерального директора в компании. В целом, акцент позитивистской агентской теории смещен в сторону выявления ситуаций, в которых возникает конфликт интересов, и последующего описания управленческих механизмов, ограничивающих поведение агента в ущерб целям принципала.

В основе данных механизмов позитивистского течения лежат два главенствующих предположения. Первое из них базируется на убеждении, что агентские контракты, в основу которых положен достигаемый результат, эффективны в снижении агентского оппортунизма. Ключевым аргументом в пользу данного утверждения М. Дженсена и У. Меклинга является способность подобных контрактов выравнивать предпочтения агентов и принципалов, поскольку вознаграждение обоих зависит от одинаковых результатов. Второе предположение ставит во главу угла информационные системы. В качестве объяснения того, каким образом информационно-аналитическое обеспечение может служить цели снижения агентских конфликтов, зарубежные исследователи приводят доводы, что информирование предотвращает возможные злоупотребления со стороны агентов. Так, например, Ю. Фама описал влияние информации на менеджерский оппортунизм применительно к рынкам труда и капитала¹⁰.

⁸ Fama E. Agency problems and the theory of the firm // Journal of political economy. - 1980. - №88. - С. 288-307.

⁹ Fama E. Jensen M. Separation of ownership and control // Journal of law and economics. - 1983. - №26. - С. 301-325.

¹⁰ Fama E. Agency problems and the theory of the firm // Journal of political economy. - 1980. - №88. - С. 288-307.

Несмотря на обогащение экономической науки в плане комплексного взгляда на взаимоотношения в организации, позитивистская теория подвергалась существенной критике со стороны ее оппонентов: Хирша, Фридмана¹¹, как минималистская доктрина, которой не достает точности.

В контраст позитивистского агентского течения, теория принципала-агента рассматривает более широкий круг агентских отношений: работодателя и работника, покупателя-поставщика и т.д. Также, в отличие от позитивистской агентской теории, доктрина принципала-агента в большей степени использует математический аппарат. Парадигма принципала-агента использует характерные для формальной теории осторожные предположения, базирующиеся на логических заключениях и математических доказательствах.

Фокусом теории принципала-агента являются вопросы нахождения оптимального контракта, управленческих решений и поведения по отношению к ожидаемым результатам¹². Основополагающая для теории модель предполагает конфликт противоположных сторон в связи с различным отношением к риску. Считается, что управленцы - агенты в меньшей степени готовы идти на риск, чем владельцы капитала, которые могут диверсифицировать вложения по собственному усмотрению. Подходы к рассмотрению модели различаются в зависимости от допущений. Так, например, в ситуации абсолютной информированности принципала о действиях агента, исследователи Д. Демски и Д. Фелфам считают контракт, основанный на поведенческих требованиях к агенту, наиболее эффективным решением агентского конфликта¹³. Вторым частным случаем модели является отсутствие полных данных о работе агента, что не позволяет оценить степень усилий менеджеров. В свою очередь, агенты, используя подобное преимущество со своей стороны, могут им злоупотреблять,

¹¹ Hirsch P., Michaels S., Friedman R. "Dirty hands" versus "clean models": Is sociology in danger of being seduced by economics? // Theory and society. - 1987. - №6. - С. 317-336. .

¹² Kahtleen M.Eisenhardt Agency theory: an assessment and review // The academy of management review . - 1989. - №14 (1). - С. 57-74.

¹³ Demski J. Feltham G. Economic incentives in budgetary control systems // Accounting review. - 1978. - №4. - С. 336-359.

преследуя собственные цели, что будет проявляться как снижение усилий или несоответствие профессиональных навыков и способностей требованиям принципала. Возможными двумя вариантами разрешения данной агентской проблемы являются внедрение информационных систем, контрольных процедур, бюджетирования¹⁴ и формирование контрактов на основе достигнутых результатов с учетом стоимости передачи риска к агенту.

В целом, агентская доктрина представляет собой важную и при этом противоречивую область научных знаний. По мнению К. Эйзенхард, агентская теория дает уникальную трактовку сути мотивов и стимулов, рисков, информационных систем и неопределенности результатов и представляется эмпирически значимой¹⁵. Фактически учитывать воззрения агентской теории уместно во всех направлениях исследований, затрагивающих структуры кооперации, в которых присутствуют две стороны-агент и принципал.

В этой связи, а также исходя из сущности агентской теории, по нашему мнению, можно сделать вывод о том, что основной целью исследований в данной области научно-практических знаний является стремление объяснить природу агентских отношений для предложения ряда рекомендаций, стимулирующих обоих участников агентских отношений действовать в общих интересах в целом, и агента преследовать цели принципала в частности. Второстепенная, но не менее значимая цель агентской теории – нахождение путей сокращения затрат, связанных с разногласиями между двумя сторонами агентских отношений.

Основные положения агентской теории нашли свое применение в разделах научных знаний корпоративных финансов. Так, например, М. Дженсен и У. Меклинг в агентских отношениях определяли два типа конфликтов, непосредственно затрагивающих финансовые отношения:

¹⁴ Harris M. Raviv A. Optimal incentive contracts with imperfect information // Journal of economic theory. - 1979. - №20. - С. 231-259.

¹⁵ Kahtleen M. Eisenhardt Agency theory: an assessment and review // The academy of management review. - 1989. - №14 (1). - С. 57-74.

первый – между акционерами и менеджерами; второй – между собственниками компании и ее кредиторами. С позиции авторов, конфликт акционеров и кредитуемых их сторон возникает, поскольку владельцы хозяйствующего субъекта либо управленцы, цели которых сонаправлены с ориентирами акционеров, стремятся получить прибыль, превышающую величину долга, что в свою очередь заставляет их идти на риск. Они показали, что фирмы, действующие в интересах акционеров, принимали бы к реализации проекты с отрицательной чистой приведенной стоимостью (NPV), если среднее поступление денежных средств увеличивалось за счет использования долговых ресурсов. Проблему в контексте акционеро-собственников экономисты М. Дженсен и У. Меклинг также именуют проблемой усилий.

В 1977 году исследователь С. Майерс указал на другую критичную проблему в агентской теории – долговое бремя¹⁶. С. Гроссман и О. Харт выявили положительный эффект воздействия долгового бремени на усилия менеджеров, полагая, что высокая доля долговых обязательств способствует результативной работе менеджеров, и, напротив, свободные денежные потоки могут быть использованы в собственных целях в ущерб интересам акционеров¹⁷.

В целом, можно определить, что непосредственные приложения агентской теории в корпоративных финансах касаются тем смещения риска; долгового бремени; соотношения обязательств и собственного капитала как стимулирующих рычагов; компенсации руководителей; долга как оптимального контракта.

Смещение рисков происходит, когда менеджер предпочитает более рискованные проекты при прочих равных условиях. Таким образом, принципалом в данном случае выступает кредитор, а агентом – менеджер, действующий в рамках интересов собственника компании и

¹⁶ Stewart C. Myers Determinants of corporate borrowing. - 875. M.I.T. Alfred P. Sloan School of Management, 1976. - С. 147.

¹⁷Grossman, S. O. Hart An Analysis of the Principal-Agent Problem // *Econometrica* . - 1983. - №51. - С. 7-45.

осуществляющий рискованные вложения за счет долговых обязательств. Учитывая, что контракт между акционером и управленцем подразумевает выплату владельцами бизнеса стоимости инвестиций кредиторам и часть прибыли в зависимости от полученного результата менеджерам, стремлением управленцев является максимизация их функции полезности с учетом ограниченной ответственности. Проблема смещения рисков или замещения активов зачастую возникает на предприятиях со слабой финансовой устойчивостью, которые близки к банкротству, поскольку они готовы нести высокие риски ради получения отдачи, превышающей стоимость вложений¹⁸. Тем не менее, стимулы использования механизма смещения риска также присутствуют вне зависимости от стабильности финансового состояния предприятия. В доказательства данному утверждению зарубежные экономисты проводили эмпирические исследования в отношении оценки феномена смещения риска на примере различных компаний. Так, авторы М. Фанг, Р. Зонг и Ларсен¹⁹ в своих трудах, проводя измерение смещения риска на основе коэффициента волатильности активов текущего года к прошедшему с поправкой на влияние отраслевой составляющей, пришли к заключению, что в среднем, в компаниях, вошедших в выборку, не наблюдалось существенного смещения риска²⁰.

В исследовании А. Даниловой, С. Саркара, Ж. Хонга используется иной критерий оценки смещения риска – волатильность операционной прибыли вместо изменчивости активов²¹. Опираясь в выборе данного критерия на предположение экономистов Р. Голдстейн, Н. Леланд, что стоимость активов предприятия определяется их способностью генерировать

¹⁸ A. Eisdorfer Empirical Evidence of Risk Shifting in Financially Distressed Firms // Journal of Finance . - 2008. - №63. - С. 609-637.

¹⁹ Larsen P.T. Default risk, Debt Maturity and Levered Equity's Risk Shifting Incentives // Working paper, University of Aarhus. - 2006. - С. 56.

²⁰ Fang M., R. Zhong Default Risk, Firm's Characteristics, and Risk Shifting // Working paper, Yale University . - 2004. - С. 71-79.

²¹ Anna N. Danielova, Sudipto Sarkar, Gwangheon Hong Empirical Evidence on Corporate Risk-Shifting // Financial review. - 2011. - №7. - С. 122.

доходы²², подобная замена коэффициента является в представлении авторов обоснованной. На основании сравнения коэффициентов волатильности EBITDA до и после выпуска долговых обязательств (т.к. осуществление рискованных проектов с передачей риска на сторону кредиторов целесообразно проводить после выпуска обязательств), авторы пришли к выводу, что операционный риск растет с наращиванием долга, что, в свою очередь, согласуется с применением смещения риска. Кроме этого, исследователи заключили, что уровень операционного риска значительно выше в компаниях, где выпуск долговых обязательств не происходит на постоянной основе, а также на предприятиях с низким кредитным рейтингом²³.

Еще одной проблемой на пересечении агентской теории и корпоративных финансов является долговое бремя. В 1977 году С. Майерс отметил, что наравне с принятием инвестиционных проектов с отрицательной приведенной стоимостью (NPV), также существует явление отклонения инвестиционных проектов с положительным NPV²⁴. Причина этого кроется в нежелании акционеров реализовывать инвестиции с целью удовлетворения интересов кредиторов. Таким образом, С. Майерс показывает, что существенное долговое бремя ведет к проблемам нехватки вложений. Компаниям с низкой финансовой устойчивостью трудно найти новые источники капитала для реализации проектов, т.к. текущие вложения покрывают лишь содержание существующих долгов, не принося выгоды акционерам.

Некоторые ученые-экономисты уделяют значительное внимание соотношению обязательств и собственного капитала как стимулирующих рычагов в решении агентских конфликтов между акционерами и менеджерами. В частности, С. Гроссман и О. Харт подчеркивают, что

²² Goldstein, R., N. Ju, H. Leland An EBIT-Based Model of Dynamic Capital Structure // Journal of Business . - 2001. - №74. - С. 483-512.

²³ Anna N. Danielova, Sudipto Sarkar, Gwangheon Hong Empirical Evidence on Corporate Risk-Shifting // Financial review. - 2011. - №7. - С. 122.

²⁴ Stewart C. Myers Determinants of corporate borrowing. - 875. M.I.T. Alfred P. Sloan School of Management, 1976. - С. 135-147.

обязательства оказывают стимулирующий эффект на управленцев, поскольку существует угроза невозможности обслуживания долга компании, заставляющая менеджеров действовать более эффективно. В свою очередь, риск неплатежеспособности или ликвидации предприятия нежелателен для агентов. Эта мысль перекликается с предположением М. Дженсена, что, если компания обладает свободными ресурсами, то они могут быть использованы для удовлетворения интересов менеджеров, а также с утверждением, что наращивание долговых обязательств позволит предотвратить агентскую проблему. Несмотря на достаточную обоснованность подхода, заключающегося в стимулирующем эффекте увеличения заемных средств на усилия менеджеров, проигнорирован важный аспект – возникновения угрозы долгового бремени и смещение агентской проблемы в область конфликта интересов между акционерами и кредиторами.

Множество публикаций на тему агентских конфликтов посвящены вопросам компенсации менеджеров, т.к. представляются наиболее очевидным инструментом в их разрешении. Исследование этого направления широко раскрыто в исследовании К. Мерфи²⁵, который дает подробное описание механизма работы вознаграждения менеджеров на практике. Работы К. Мерфи, также как и научные изыскания других авторов, фокусируются на изучении компенсационных схем генеральных директоров (СЕО), как инструментов урегулирования агентского конфликта управленцев и собственников в институтах открытых акционерных обществ²⁶.

Следует отметить, что существует два взгляда относительно того, каким образом взаимосвязаны агентская проблема и компенсационные схемы. Среди финансистов доминирующим подходом к изучению компенсаций директоров является рассмотрение условий выплаты менеджерам в качестве рецепта разрешения агентской проблемы. Этот

²⁵ Kevin J. Murphy Executive Compensation. - New York : O. Ashenfelter and D. Card (eds.), 1999. - С. 2485-2563.

²⁶ Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried Executive Compensation as an Agency Problem // Journal of Economic Perspectives. - 2003. - №17(3). - С. 71 – 92.

подход, также именуемый концепцией оптимального контракта, предполагает создание схем вознаграждения, способных стимулировать управленцев к максимизации стоимости акционерного общества. В статье М. Дженсена и К. Мерфи (1990)²⁷ представлена эмпирическая оценка чувствительности компенсационных выплат по отношению к результатам деятельности фирмы, призванной ответить на вопрос о том, в какой мере вознаграждение управленцам влияет на рост богатства акционеров. Исследователи используют регрессионную модель (метод наименьших квадратов) для расчета вариации эффективности деятельности компании по отношению к изменению выплатам CEO. Коэффициент корреляции при этом отражает чувствительность компенсации к достигнутым финансовым результатам. Расчеты авторов показали, что на каждую 1 тыс. долларов США приходился рост вознаграждения на 3,25 доллара США. Последующие изучения в области данной темы на больших выборках компаний за период с 1992 по 2006 год акцентировали внимание не на компенсации в целом, а на изменениях в дополнительных бонусах в виде акций или опционов корпорации. Так, например, экономистами Холл и Либман были получены следующие результаты: в 95% случаев чувствительность вознаграждения к результатам деятельности сказывалась на изменениях в стоимости существующих опционов и акций²⁸. Ключевым фактором, обеспечившим развитие данного направления экономической мысли, стало явление скачкообразного увеличения компенсационных опционов и акций.

Второй подход к изучению вопроса компенсации отличается от вышеописанного характером взаимосвязи между агентской проблемой и вознаграждением генерального директора корпорации. Разница заключается в том, что компенсационные выплаты рассматриваются не только в качестве потенциального инструмента решения агентского конфликта, но и как часть

²⁷ M. Jensen, K. J. Murphy Performance Pay and Top-Management Incentives // Journal of Political Economy. - 1990. - №98(2). - С. 225.

²⁸ B. J. Hall, J. B. Liebman Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? // Quarterly Journal of Economics. - 1998. - №113. - С. 653-691.

самой агентской проблемы. Некоторые исследователи заметили, что определенные характеристики схем выплат в большей степени отражают условия управленческой ренты, нежели постановку эффективных стимулов работы (Бланшард, Шлайфер, 1994г.²⁹, Ермак, 1997г.³⁰). Данный подход проливает свет на существенные вопросы, касающиеся схем компенсаций, которые представлялись неоднозначными для сторонников модели оптимального контракта.

Еще одним направлением научной мысли в области проблемы принципала-агента является трактовка долга как оптимального контракта. Среди наиболее известных источников упомянутого положения можно выделить труды Таунсенда, Диамонда, Гейла и Хиллвига. В модели последнего предполагается, что предприниматель намерен реализовывать рискованный проект, который невозможно разделить на несколько менее рискованных проектов, не обладая в полной мере необходимыми и достаточными ресурсами³¹. В такой ситуации он осуществляет проект совместно с инвестором, в результате чего возникает конфликт между инвестором в роли принципала и предпринимателем в роли агента. При этом, агентская проблема заключается в стремлении инвестора максимизировать выплаты по контракту на фоне противоположного интереса в увеличении собственной выгоды.

Учитывая противоречивость агентской теории, в особенности в отношении финансовой этики, она зачастую подвергается критике. Так, экономист Хорриган утверждает, что агентская теория создает опасность формирования представления о финансовых отношениях как спорных и враждебных, основываясь на столкновениях интересов агентов и принципалов, как вечных противниках³². Агентская теория также

²⁹ Ianchard, Olivier Jean, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer What do firms do with Cash Windfalls? // Journal of Financial Economics. - 1994. - №36(3). - С. 337–360.

³⁰ D. Yermack Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. // Journal of Finance. - 1997. - №52. - С. 49–76.

³¹ M. Hellwig Allowing for Risk Choices in Diamond's Financial Intermediation as Delegated Monitoring // Working paper. - 1998. - С. 24–31.

³² Horriган, James O. The Ethics of the New Finance // Journal of Business Ethics . - 1987. - №6. - С. 106.

подвергалась критике за ее чрезмерно упрощенные предположения, не отражающие реальную бизнес-среду, и эмпирические исследования, в полной мере не подтверждающие ее основополагающие принципы. Это стимулирует экономистов продолжать изучение данной области и не только вносить корректировки в существующие положения теории, но и инициировать пересмотр ключевых аспектов.

Подводя итог обзора теоретических аспектов агентской теории, следует отметить, что данная доктрина отношений между принципалами и агентами стала важной частью современной финансовой науки. Упоминание агентской теории и связанных с ней проблем является характерным для вводных курсов в корпоративные финансы. Также данное направление стало широко цитируемым как одно из ключевых областей развития современной финансовой мысли³³. Принципы агентской теории были использованы для объяснения процессов корпоративной реструктуризации, слияний и поглощений, дивидендной политики, компенсационных схем топ-менеджмента, состава совета директоров, структуры капитала, соотношения заемных и собственных средств.

1.2. Классификация агентских конфликтов и специфические характеристики внутрикорпоративных агентских конфликтов

Категория агентских отношений в широком смысле слова подразумевает взаимодействия принципала и агента, основной особенностью которых является противоречие интересов участвующих сторон. С точки зрения корпоративных финансов, мы полагаем, что «суть агентских отношений заключается в предоставлении менеджерам собственниками полномочий по принятию финансовых решений в интересах последних, а также во взаимодействиях акционеров и кредиторов, имеющих

³³ Weston, J.Fred. A (Relatively) Brief History of Finance Ideas // Financial Practice and Education . - 1994. - №4(1). - С. 7-26.

разнонаправленные интересы в области инвестирования капитала»³⁴. В рассматриваемых отношениях агенты стремятся максимизировать полезность для собственных нужд в ущерб выгодам принципала, при этом последствия действий агентов и связанные с ними риски затрагивают в том числе принципала.

А.В. Либман определяет основные допущения, касающиеся агентских отношений, разделяя их на предположения в отношении интерактивной среды и поведенческих характеристик³⁵. Допущения интерактивной среды складываются из асимметричности информации как большей осведомленности агентов о предмете отношений; неопределенности в виду множества факторов, оказывающих влияние на агентские отношения; сложности измерения по причине отсутствия оценочных критериев действий агентов. Поведенческие предположения включают оппортунизм как стремление агентов к увеличению полезности для себя в ущерб удовлетворения интересов принципалов; ограниченную рациональность, которую автор понимает как ограниченную способность человеческого разума к принятию оптимальных управленческих решений; восприятие риска, которое вытекает из различного отношения к риску принципалов и агентов (в виду возможности диверсифицировать вложения принципалы в большей степени склонны к реализации рискованных проектов).

Безусловно, наиболее распространёнными видами агентских отношений в научных источниках являются предложенные основоположниками агентской теории М. Дженсенем и У. Меклингом отношения между собственниками капитала и менеджерами и акционерами и кредиторами. На наш взгляд, данные два типа агентских взаимоотношений представляют верхний уровень агрегации отношений и подразумевают дальнейшее деление взаимодействий в зависимости от уточнения

³⁴ Шевченко И.В., Курузов М.В. Внутрикорпоративные агентские конфликты и их классификация // Финансы и кредит. – 2014. – № 10(586). – С. 25–30.

³⁵ А.В. Либман Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник СПбГУ. - 2005. - Выпуск 1, №8. - С. 123-140.

участвующих сторон. Выдвинутое суждение согласуется с позицией исследователя О.Е. Ерахтиной, которая заостряет внимание на многообразии форм корпоративных агентских конфликтов и необходимости их систематизации в зависимости от типовых интересов участников. О.Е. Ерахтина выделяет четыре типа ключевых корпоративных агентских конфликтов: «между корпорацией и ее участниками; между участниками корпорации; между органами управления корпорацией и ее участниками; между органами управления корпорацией»³⁶.

С позиции соискателя, агентские отношения в современной корпорации могут быть разделены на внешние и внутренние. Внешние агентские отношения подразумевают взаимодействия акционеров и менеджеров; собственников и миноритарных акционеров; владельцев капитала и кредиторов; собственников и аудиторов. Круг внутренних агентских отношений ограничивается рамками отдельно взятой корпорации. На рис. 1.1. изображено графическое отображение видов агентских отношений.



Рис.1.1. Внешние и внутренние агентские отношения³⁷

³⁶ Ерахтина О.С. Корпоративные конфликты и их правовые способы их минимизации // Вестник Пермского университета. - 2010. - №3(9). - С. 103-113.

³⁷ Авторская разработка

Из представленной схемы видно, что как внутренние, так и внешние агентские отношения можно разделить на вертикальные и горизонтальные³⁸. Отметим, что проблема разногласий участников агентских отношений, обозначенная в агентской теории, актуальна для компаний, где исполнительные функции управления отделены от владения.

В целом, «внешние и внутренние корпоративные агентские отношения можно определить как отношения двух сторон, одна из которых действует по поручению и в интересах другого лица (агент), а другая (принципал) делегирует принятие решений в отношении управления формированием, распределением и расходованием финансовых ресурсов корпорации»³⁹.

Агентские отношения между акционерами и менеджерами, как было отмечено ранее, возникают в случае отделения функций владения от контроля. На наш взгляд, причинами подобных столкновений интересов управленцев и собственников являются:

- проблема стимулов, выражающаяся в отсутствии заинтересованности менеджеров максимизировать благосостояние акционеров;
- пользование привилегиями, которое заключается в чрезмерном использовании привилегиями за счет компании и назначении управленцами дополнительных бонусов, отрицательно сказывающихся на доходах собственников;
- различный профиль риска – предполагается, что принципалы более склонны к принятию рискованных проектов в виду возможности диверсификации инвестиций, в тоже время поведение агентов противоположно в этом отношении: их предпочтения сводятся к реализации менее рискованных вложений;
- разная оценка временных горизонтов объяснима с позиции заинтересованности менеджеров в проектах с быстрой отдачей, в то время

³⁸ Шевченко И.В., Курузов М.В. Внутрикорпоративные агентские конфликты и их классификация // Финансы и кредит. – 2014. – № 10(586). – С. 25–30.

³⁹ Там же.

как акционеры оценивают инвестиции с долгосрочным горизонтом по их соответствию текущей стратегии фирмы;

- возможный выкуп предприятия заключается в потенциальной попытке приобретения советом директоров контрольного пакета акций компании, что эквивалентно покупке агентом бизнеса принципала;

- преследование собственных целей посредством расширения масштабов компании через поглощения и слияния для увеличения агентского вознаграждения;

- использование преимущества в информации, что подразумевает применение инструментов политики учета для подмены реалистичных данных на статистику завышенных показателей, не в полной мере отражающую достоверные результаты деятельности компании.

Иной характер взаимодействия имеют агентские отношения между собственниками с разными пакетами акций. Выделение группы агентских конфликтов между мажоритарными и миноритарными акционерами основывается на научных изысканиях А. Шляйфера и Р. Вишни⁴⁰, которые подчеркивали существование потенциальной возможности крупных держателей акций извлекать выгоду по отношению к владельцам небольшого количества этих ценных бумаг компании. В частности экономисты Виллалонг и Амит относят подобное столкновение интересов к второй агентской проблеме. Экономист Р. Гилсон, подводя итог суждений по данной проблеме, предполагает, что публичные акционеры будут отдавать предпочтение контролирующим акционерам пока выгоды от сокращения агентских затрат будут превышать ущерб от действий крупных владельцев с целью удовлетворения интересов последних⁴¹.

В зарубежной и отечественной литературе, касающейся вопросов агентской теории в целом и изучения природы и особенностей агентских

⁴⁰ Shleifer, A., Vishny, R. W. A survey of corporate governance // Journal of Finance. - 1997. - №52. - С. 737–783.

⁴¹ Gilson, R. Corporate governance and economic efficiency: When do institutions matter? // Washington University Law Quarterly. - 1996. - №4. - С. 327–345.

отношений в частности, ограниченное внимание уделяется вопросам взаимодействия, охватывающим внутрикорпоративные агентские проблемы.

По нашему мнению, влияние внутренних агентских конфликтов недооценено, основной акцент в работах, посвященных агентской теории, обращен в сторону взаимодействия владельцев капитала и агентов, в чьи руки переданы полномочия по его управлению. При этом, под агентами зачастую подразумеваются высший уровень менеджмента компании, напрямую взаимодействующий с акционерами. Однако, нам представляется целесообразным рассматривать не только агентский конфликт акционеров и исполнительных директоров корпорации, но и совокупность агентских отношений, возникающих внутри компании, которые, безусловно, вносят свой вклад в итоговые результаты деятельности хозяйствующего субъекта и сказываются на последствиях конфликта верхнего уровня (собственников и генерального директора). Таким образом, помимо внешних корпоративных агентских отношений следует также отличать внутренние, возникающие между головным офисом и структурными региональными подразделениями компании, между отделами и департаментами.

Данная авторская позиция близка к агентской теории заинтересованных сторон, которая была сформулирована в 1992 г. Ч. Хиллом и Т. Джонсом и включает ряд предпосылок агентской доктрины и теории заинтересованных сторон⁴². Авторы данного подхода считают, что «менеджер в своих действиях должен руководствоваться не только интересами поставщиков капитала, но и всех сторон, и рассматривают компанию как сеть контрактов между менеджментом и заинтересованными сторонами»⁴³. Нам представляется, что высший уровень менеджмента предприятия при выполнении задач, поставленных перед ним собственниками, должен принимать во внимание интересы заинтересованных сторон внутри корпорации, а именно: головного офиса

⁴² Hill C.W.L. Jones T.M. Stakeholder-agency theory // Journal of management studies. - 1992. - №29. - С. 131-154.

⁴³ Либман А.В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник СПбГУ. - 2005. - Выпуск 1, №8. - С. 123-140.

компании, структурных региональных и дочерних подразделений, отделов и департаментов, а также учитывать возможные агентские конфликты между ними.

Вопреки множеству литературных источников в отношении сущности агентских отношений, лишь немногочисленные публикации освещают тему их классификации. В статье Г.А. Еременко, который рассматривает агентские отношения в контексте институциональных форм, где «одно лицо передает (осуществляет трансфер) полномочий, денежных средств, имущества, другому лицу, которое далее действует в интересах обоих лиц, создавая доход или иной результат, в получении которого заинтересованы обе стороны»⁴⁴ предлагается классификация по признакам конечной цели агентских форм, объекта передачи, состава и числа участников, присутствия элементов других агентских договоров. Учитывая, что данная классификация охватывает агентские отношения, оформленные в форме договоров, ее применение оказывается неактуальным для ранжирования агентских взаимодействий с позиции финансов, где с помощью договорных положений невозможно избежать агентских конфликтов либо их регулировать.

В этой связи, более целесообразным и достаточным, по нашему мнению, является обозначенное выше деление агентских отношений на внешние и внутренние; вертикальные и горизонтальные. По нашему мнению, агентские отношения должны рассматриваться в совокупности с возникающими в рамках этих взаимодействий конфликтами, т.к. выявление и определение типов противоречий между агентами и принципалами в отношении финансов согласно различным критериям позволит очертить круг приоритетных вопросов и способов решения агентских проблем в корпорациях.

Опираясь на предложенное разделение агентских отношений, на Рисунке 1.2. представлена авторская классификация корпоративных

⁴⁴ Ерёменко Г.А. Роль агентских отношений в сфере науки и инноваций // Альманах «Наука. Инновации. Образование». №4. 2008 г. <http://www.riep.ru/works/almanach/0004/almanach0004313-328.pdf> (дата обращения: 16.09.2012).

агентских конфликтов в контексте финансового менеджмента. В зависимости от участвующих в конфликте субъектов выделяются конфликты между акционерами и кредиторами; акционерами и менеджментом; собственниками и аудиторами; функциональными подразделениями корпорации; головным офисом и филиалами; головной организацией и дочерними предприятиями⁴⁵.



Рисунок 1.2. Классификация внутрикорпоративных агентских конфликтов⁴⁶

По аналогии с ранжированием агентских конфликтов по участвующим в них субъектам автор Теплова Т.В. предлагает подразделять обозначенные конфликты на первичные и вторичные. При этом, к первичным конфликтам исследователь относит противостояние интересов владельцев капитала и менеджеров; владельцев собственного капитала и заемных денежных средств, к вторичным – противоречие целей инсайдеров и аутсайдеров;

⁴⁵ Шевченко И.В., Курозов М.В. Внутрикорпоративные агентские конфликты и их классификация // Финансы и кредит. – 2014. – № 10(586). – С. 25–30.

⁴⁶ Авторская разработка

держателей крупных пакетов акций и мелких собственников; «долгосрочных» инвесторов и «краткосрочных» (спекулянтов)⁴⁷.

В зависимости от места возникновения агентские конфликты подразделяются на внешние, «где одним из субъектов выступает не относящееся к корпорации стороннее лицо (аудиторская компания, кредиторы), и внутренние, которые возникают между сотрудниками в пределах одной компании или группы компаний»⁴⁸.

Направления проблематики формируют следующий классификационный критерий для ранжирования агентских конфликтов. Согласно данному критерию, можно выделить четыре вида противоречий между агентами и принципалами с позиции корпоративных финансов:

- группа конфликтов, возникающих по причине асимметричности информации и объединяющая противостояние интересов, связанных с моральным аспектом и неблагоприятным отбором;

- конфликты, в основе которых лежит непринятие риска;

- конфликты, возникающие по причине разнонаправленных интересов на различных временных горизонтах;

- конфликты, связанные с удержанием и накоплением доходов.

В условиях неопределенности и неполной информации, которые присущи ведению бизнеса в целом, существуют два вида проблем, приводящих к появлению агентских конфликтов: моральный риск и неблагоприятный отбор. Различие между обозначенными проблемами заключается в том, что неблагоприятный отбор связан с незамеченными и не выявленными до подписания контракта или осуществления транзакции характеристиками, не удовлетворяющими пожелания принципала. Проявление морального риска, как правило, обозначается уже после подписания контракта в качестве противоречащих интересам принципала

⁴⁷ Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов . - М.: ГУ-ВШЭ, 2000. - С. 19.

⁴⁸ Шевченко И.В., Курузов М.В. Внутрикорпоративные агентские конфликты и их классификация // Финансы и кредит. – 2014. – № 10(586). – С. 25–30.

действий⁴⁹. Неблагоприятный отбор является следствием случаев, когда у принципала нет возможности убедиться в достоверности предоставляемых агентом данных о его профессиональных качествах, навыках, их соответствии требуемому уровню способностей и предоставляемому вознаграждению. Моральный риск возникает в условиях отсутствия полной информации, и, соответственно, неуверенности собственников в максимизации усилий менеджеров для реализации поставленных целей.

Следует отметить, что М. Дженсен и У. Меклинг впервые упомянули понятие «морального риска» в качестве объяснения возникновения конфликтов между менеджерами и акционерами⁵⁰. «Развитием этой идеи послужила модель, в которой по мере снижения доли владения компанией, усиливается намерение менеджера к личному потреблению за счет корпоративных ресурсов вместо инвестирования в проекты с положительной чистой приведенной стоимостью»⁵¹. Данная проблема усугубляется в компаниях с размытой структурой собственности, где большинство акций не принадлежат корпоративными менеджерами.

Шляйфер и Вишни в своих исследованиях акцентируют внимание на том, что управленцы в большей степени предпочитают реализовывать инвестиционные проекты, наиболее соответствующие их профессиональным навыкам. С точки зрения морального риска такая склонность объяснима стремлением менеджеров увеличить свою ценность для принципала по итоговым результатам подобных проектов и добиться повышения компенсации.

Экономисты М. Дарроу и Н. Стаутон отмечают, что моральный риск и неблагоприятный отбор заключают в себе две формы образования агентских

⁴⁹ Masako N. Darrough, Neal M. Stoughton Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure // The Journal of Finance . - 1986. - №2(41). - С. 501-513.

⁵⁰ Jensen, M. C., Meckling, W. F. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure // Journal of Financial Economics. - 1976. - №3. - С. 305–360.

⁵¹ Шевченко И.В., Курузов М.В. Внутрикорпоративные агентские конфликты и их классификация // Финансы и кредит. – 2014. – № 10(586). – С. 25–30.

конфликтов⁵². К. Эрроу приравнивает две этих категории к «скрытым» действиям агентов и «скрытой» от принципалов информации⁵³.

Возможным решениям обозначенной проблематики агентских конфликтов посвящено множество литературных источников, обсуждающих как методы оповещения и предупреждения принципала о действиях и поведении агентов, так и механизмы договорных отношений.

Ранее нами было дано определение и краткий обзор явления неприятия риска, в связи с которыми представляется целесообразным выделение данной концепции в отдельное направление проблематики агентских конфликтов, не связанное с моральным риском и неблагоприятным отбором, которые возникают в виду асимметричности информации.

По причине невозможности диверсификации трудовых ресурсов в отличие от капитала, агенты склонны придерживаться тактике избегания риска, в то время как акционерам свойственно нейтральное отношение к риску. Здесь также важно добавить, что неприятие риска затрагивает финансовую политику компании, что проявляется в предпочтении управленцев осуществлять финансирование за счет собственного капитала компании, нежели за счет заемных средств⁵⁴.

Агентские конфликты также могут возникать на почве временных горизонтов инвестирования. В этом смысле цели акционеров и менеджеров противоположны, т.к. собственники в большей степени заинтересованы в долгосрочных вложениях капитала с положительной чистой приведенной стоимостью, при этом управленцы, стараясь максимизировать свою функцию полезности, ориентированы на реализацию инвестиций с быстрой отдачей и «монетизацию внедряемых проектов в течение контракта с работодателем»⁵⁵.

⁵² Masako N. Darrough, Neal M. Stoughton Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure // The Journal of Finance . – 1986. - №2(41). - С. 501-513.

⁵³ Arrow K. Essays in the theory of risk bearing . - Chicago: Markham, 1971. - С. 89-93.

⁵⁴ Шевченко И.В., Курузов М.В. Внутрикорпоративные агентские конфликты и их классификация // Финансы и кредит. – 2014. – № 10(586). – С. 25–30.

⁵⁵ Там же.

Ранжирование агентских конфликтов по способу их решения, по нашему мнению, следует проводить в разрезе двух основополагающих методов: стимулирования; контроля, а также целесообразно отдельно выделить сочетание перечисленных методов. Множество литературных источников посвящено вопросам нахождения оптимального контракта и компенсации менеджеров, предлагаемых в качестве разрешения агентской проблемы. Некоторые из них дополняют друг друга по теоретической части, однако, что касается практических выводов, то здесь многие авторы, выдвигая схожие гипотезы, приходят к различным выводам и отстаивают не согласующиеся с оппонентами рекомендации. Большинство экономистов едины во мнении, что вознаграждение менеджеров должно зависеть от результатов деятельности компании и целей акционеров. Однако, предлагаемые исследователями инструменты и их вклад в решение агентской проблемы дифференцированы.

Компенсация управленческого состава привлекала значительное внимание со стороны экономистов, подтверждением данного факта служит резкое увеличение статей на эту тему в 1990-х годах, которое, казалось, из теоретической плоскости переместилось в практическую, т.е. отразилось на росте реального вознаграждения менеджеров⁵⁶. Среди финансистов доминирующим подходом в области компенсации руководству публичных акционерных обществ является суждение о том, что выплаты менеджерам расцениваются как «рецепт» от агентской проблемы⁵⁷. При этом нахождение оптимального контракта подразумевает создание компенсационной схемы, обеспечивающей стимул к максимизации стоимости компании⁵⁸.

Другой подход к вопросу стимулирования эффективности результатов работы менеджеров заключается в том, что вознаграждение является не только инструментом решения агентской проблемы, но и ее частью.

⁵⁶ *Kevin J. Murphy* Executive Compensation. - New York : O. Ashenfelter and D. Card (eds.), 1999. - С. 2485-2563.

⁵⁷ *Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried* Executive Compensation as an Agency Problem // *Journal of Economic Perspectives*. - 2003. - №17(3). - С. 71 – 92.

⁵⁸ *Core, John E., David Larcker*. Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership // Working paper, Wharton School. - 2002. - С. 34-39.

Некоторые исследователи отмечают, что отдельные свойства схем компенсаций отражают стремление управленцев заключить договор ренты⁵⁹. Поскольку менеджеры обладают определенной степенью влияния на собственное вознаграждение и, чем больше их власть, тем выше их способность извлекать ренту. Несмотря на лимиты со стороны акционеров и реалии рынка, эти и другие ограничения не препятствуют менеджерам добиваться более предпочтительных условий выплат.

Наравне с методами стимулирования, в решении агентской проблемы существенную роль играют механизмы контроля. Подобными механизмами, по мнению экономистов А. Агравала и Ч. Кнобера являются: наличие пакетов акций у инсайдеров (в том числе менеджеров), у институциональных инвесторов, присутствие акционеров с блокирующим пакетом акций, управление со стороны независимых директоров, долговая политика компании, рынок труда для менеджеров, корпоративный контроль⁶⁰. Так, рост акционеров среди управленцев корпорации, очевидно, позитивно сказывается на сокращении последствий агентской проблемы. Более концентрированные пакеты акций аутсайдеров могут привести к инициации контроля с их стороны, что будет способствовать улучшению результатов деятельности компании. Также, ранее нами было отмечено, что долговые обязательства стимулируют управленцев действовать более эффективно, одновременно заботясь о результативности и финансовой устойчивости предприятия. Фама приводит доводы в пользу суждения о том, что рынок заставляет менеджеров повышать эффективность для поддержания собственной репутации среди потенциальных работодателей⁶¹. Экономисты Дженсен и Рубак утверждают, что угроза поглощения может обеспечить сильную дисциплину с точки зрения корпоративного контроля⁶².

⁵⁹ *Bertrand, Marianne, SendhilMullai* Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are // Quarterly Journal of Economics. - 2001. - №16(3). - С. 32.

⁶⁰ *Anup Agrawal, Charles R.Knoeber* Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders // Warton school . - 1993. - №4. - С. 68.

⁶¹ *Fama E.* Agency problems and the theory of the firm // Journal of political economy. - 1980. - №88. - С. 288-307.

⁶² *M.Jensen, R. Ruback* The market for corporate control: the scientific evidence // Journal of financial economics . - 1983. - №5. - С. 51.

На наш взгляд, оптимальное решение агентских конфликтов находится в использовании сочетания как методов стимулирования, так и механизмов контроля. Также сочетание мониторинга и стимулирования становится более эффективным, в случае, когда в том числе осуществляется надзор за постановкой целей для менеджеров, их количественным выражением, объективностью их расчета и корректностью их подсчета.

Наличие агентских затрат является еще одним классификационным признаком агентских конфликтов. Интересно, что под агентскими затратами понимают как издержки, возникающие вследствие преследования менеджерами собственных целей в ущерб интересам принципала, так и расходы, которые вынуждены нести владельцы капитала в виде вознаграждения агентам и мониторинга их действий. Согласно данному классификационному признаку «можно выделить агентские конфликты с нулевыми агентскими затратами; с агентскими затратами, не превышающими расходов на контроль и поощрение агентов; с агентскими затратами, не покрывающими издержек на контроль и премирование менеджеров»⁶³.

Конфликты, где агентские затраты равны нулю, говорят о том, что корпорация не применяет дополнительных мер на предупреждение и ограничение проблем, вызываемых противоречием интересов агентов-принципалов. В случае, когда агентские издержки не превышают расходов на контроль и поощрение менеджеров, можно говорить об эффективности контрольных мероприятий и компенсационных схем. Превышение агентских затрат над выгодой, получаемой владельцами капитала, свидетельствует об их нецелесообразности и необходимости их пересмотра для достижения положительного эффекта в борьбе за снижение негативных последствий агентских отношений.

С позиции финансового менеджмента весьма значимым представляется авторский классификационный признак агентских конфликтов, исходя из

⁶³ Шевченко И.В., Курузов М.В. Внутрикорпоративные агентские конфликты и их классификация // Финансы и кредит. – 2014. – № 10(586). – С. 25–30.

направления распределения прибыли. Учитывая, что операционная прибыль является источником выплаты заработной платы и вознаграждений менеджерам, агентские конфликты распределения данной величины прибыли связаны с заинтересованностью управленцев в увеличении премирования либо получения дополнительных выгод нефинансового характера (использование привилегий). Противостояние интересов акционеров и менеджеров в отношении нераспределенной или чистой прибыли обусловлено стремлением последних направить полученный финансовый результат в развитие корпорации и снизить размер выплачиваемых собственникам дивидендов, т.е. реинвестировать прибыль, тем самым увеличив собственный капитал, бесплатный с точки зрения финансовых расходов. Агентские конфликты по поводу использования реинвестированной прибыли касаются проблем эффективного распределения и вложения финансовых ресурсов в реализацию инвестиционных проектов и обеспечения устойчивых темпов экономического роста компании.

Обратим внимание на то, что агентский конфликт между менеджерами и владельцами капитала можно определить, как многоуровневый, т.к. его следует рассматривать не только в плоскости противоречий директоров и акционеров, но и управленцев высшего звена и находящихся в их подчинении менеджеров. Таким образом, помимо очевидного внешнего конфликта акционеров и менеджеров, для корпораций присущи внутрикорпоративные агентские конфликты.

Проводя аналогию с классификацией агентских конфликтов, можно проранжировать внутрикорпоративные агентские конфликты по субъектам агентских отношений, предмета разногласий, от направлений проблематики, наличию агентских затрат. В зависимости от участвующих сторон, нам представляется целесообразным выделить следующие виды внутрикорпоративных агентских конфликтов:

- между головной организацией и дочерними компаниями;

- между головным офисом и структурными подразделениями компании;

- функциональными подразделениями корпорации;

- между функциональными подразделениями корпорации и внутренними, внешними аудиторами.

По критерию предмета разногласий внутрикорпоративные агентские конфликты следует разделять по направлениям финансового менеджмента: управлению активами, финансированию и инвестированию.

Разделение внутрикорпоративных агентских конфликтов в зависимости от наличия агентских затрат идентично ранжированию по данному критерию проблемы взаимодействия менеджеров и владельцев капитала. «Агентские затраты в таком случае будут считаться как сумма издержек структурной единицы корпорации на внедрение и администрирование систем финансового контроля и премирования сотрудников, либо как сумма общих расходов компании на мониторинг финансовых решений и премирования, в случае, если механизм контроля и системы, его обслуживающие, являются централизованными»⁶⁴.

Что касается критерия направлений проблематики внутрикорпоративных агентских конфликтов, то здесь представляется целесообразным не использовать обобщенные для всех типов агентских конфликтов причины их существования, а детализировать их в связи с особенностями рассматриваемых конфликтов:

- разнонаправленные цели между подразделениями компании;

- несогласованность действий подразделений корпорации в ущерб финансовой стратегии;

- ограниченные полномочия по принятию управленческих решений филиалов, структурных подразделений компании, дочерних предприятий;

- краткосрочные целевые ориентиры.

⁶⁴ Шевченко И.В., Курузов М.В. Внутрикорпоративные агентские конфликты и их классификация // Финансы и кредит. – 2014. – № 10(586). – С. 25–30.

По нашему мнению, описанные агентские отношения и неразрывно с ними связанные агентские конфликты указывают на их весомое влияние на принимаемые управленческие решения в корпорациях, которые в свою очередь отражаются на текущих результатах деятельности компании и ее долгосрочных перспективах развития. В этой связи целесообразным представляется исследование характера и масштаба финансовых последствий агентских конфликтов.

1.3. Последствия и способы воздействия на агентские конфликты между акционерами и менеджментом корпорации

Основополагающей доктриной агентской теории является допущение, что отличие интересов собственников и менеджеров провоцирует возникновение потенциального вреда принципалу – негативных для владельцев капитала последствий агентских конфликтов. Ассоциируемые с агентскими отношениями издержки стали предметом многочисленных исследований в продолжение основополагающих для агентской теории работ как в плоскости корпоративного управления в целом, так и финансового менеджмента в частности.

Категория агентских затрат в виду емкости содержания самой агентской проблемы подразумевает различную трактовку со стороны экономистов. С. Росс, Р. Вестерфилд и Д. Джаф определяют агентские издержки как дополнительные затраты, являющиеся результатом существования конфликтных ситуаций между заинтересованными сторонами⁶⁵. Исследователи Р. Мойер, Д. Кретлоу подчеркивают, что эти затраты несут собственники фирмы в случаях, когда управление отделено от владения⁶⁶. Акцентируя внимание на том, что агентские затраты восходят от формирующих их конфликтов между владельцами капитала и менеджеров,

⁶⁵ Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. Corporate Finance. - Sixth Edition. McGraw Hill - Irwin, 2005. - С.26.

⁶⁶ Moyer, R. C., Kretlow, W. J. Contemporary Financial Management. St. Paul, West Publishing Company, 1992. - С. 517.

величина агентских издержек складывается из стоимости разрешения рассматриваемых противоречий. Агентские затраты включают расходы, связанные с поддержанием стимулов управленцев действовать в целях максимизации благосостояния акционеров, а также обеспечивающие функционирование мониторинга поведения менеджеров.

Согласно публикациям М. Дженсена и У. Меклинга, агентские затраты представляют собой сумму следующих трех слагаемых⁶⁷:

- расходы принципала на мониторинг;
- расходы по обязательствам, формируемыми агентами;
- остаточные потери.

Остаточные потери определяются как уменьшение стоимости фирмы, когда снижается доля владения предпринимателя. По мнению О.Уильямсона, эти траты являются ключевыми, т.к. расходы по обязательствам, формируемыми агентами, и расходы принципала на мониторинг оправданны, пока они способствуют сокращению остаточных потерь⁶⁸. Агентские затраты могут рассматриваться в денежном выражении как совокупность потребленных на мониторинг ресурсов и затраченного времени. В качестве примеров агентских затрат приводятся издержки, связанные с мотивационными схемами и вознаграждением директоров; обеспечением необходимой отчетности и аналитической работы; принятием более высокого уровня риска по сравнению с существующим операционным риском компании; формированием и внедрением систем внутреннего аудита⁶⁹.

По нашему мнению, агентские издержки возникают как результат конфликтов между владельцами капитала и менеджерами, их величина зависит от таких факторов, как неэффективное использование активов,

⁶⁷ Jensen, M. C., Meckling, W. F. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure // Journal of Financial Economics. - 1976. - №3. - С. 308

⁶⁸ Williamson, O. E. Corporate Finance and Corporate Governance // The Journal of Finance. - 1988. - №43(3). - С. 567-591.

⁶⁹ Agency theory // Kaplan financial knowledge bank URL: <http://kfknowledgebank.kaplan.co.uk/KFKB/Wiki%20Pages/Agency%20theory.aspx> (дата обращения: 05.09.2012).

нерезультативная реализация инвестиций, неоправданные и чрезмерные траты ресурсов, результирующих в высоких затратах, недостаточные усилия со стороны менеджеров, что приводит к падению доходов и прибыли компании.

По мнению Теплоевой Т.В., агентские затраты можно представить в виде разницы «между фактической оценкой компании и потенциальной, гипотетической ее ценностью, которая бы существовала в более совершенном мире, где интересы менеджеров и собственников полностью совпадали бы»⁷⁰. Автор разделяет агентские затраты на фактические издержки собственника, связанные с передачей полномочий управления к менеджерам, внедрением и обслуживанием систем мониторинга, и упущенную выгоду, являющуюся следствием действий и решений агентов в собственных интересах. И.В. Осолов, описывая агентские затраты в российской экономике также отмечает существование прямых затрат при контроле за менеджментом и упущенной выгоды в виде потери ликвидности акций⁷¹. Т.И. Гульбина под агентскими издержками понимает «затраты принципала на контроль соблюдения агентом условий договора»⁷² и расходы, связанные с исполнением обязательств перед принципалом.

А.В. Либман заостряет внимание на терминологии в отношении потерь владельцев капитала в результате агентских конфликтов, аргументируя необходимость использования категории «издержек» применительно к данным потерям, исходя из их сути⁷³. Автор предлагает разделять агентские издержки на прямые и косвенные, к первым при этом относятся траты на мониторинг и самоограничения менеджеров, ко второй группе – потери расхождений в неявной форме, выступающие следствием

⁷⁰ Теплоева Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов . - М: ГУ-ВШЭ, 2000. - С. 19.

⁷¹ Баев С., Осолов И. Агентские затраты и российский рынок капитала // Рынок ценных бумаг. 1999. № 10 (145). С. 42 - 47.

⁷² Гульбина Н.И. Неинституциональная теория о проблеме экономических организаций // Вестник Томского государственного университета. - 2006. - №292(2). - С. 298-302.

⁷³ Либман А.В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник СПбГУ. - 2005. - №1(8). - С. 123-140.

«оппортунистических устремлений агентов и конфликта интересов участников корпорации»⁷⁴.

Соискатель полагает допустимым использование применительно к потерям в виду агентских конфликтов как термин «издержки», категории «затрат» для прямых агентских издержек. В качестве дополнения классификации, предложенной А.В.Либманом, представляется целесообразным и необходимым детализировать ее в части интерпретации агентских издержек с позиции финансов.

Так, по нашему мнению, следует расширить понятие косвенных агентских издержек как оппортунистических устремлений агентов, ведущих к возникновению упущенных выгод по причине непринятия риска, отсутствия заинтересованности менеджеров в долгосрочных перспективах развития бизнеса; потерь денежных потоков вследствие неоптимальных и неэффективных управленческих решений управленцев с позиции максимизации стоимости компании; дополнительных расходов в виду асимметричности информации. В свою очередь, мы считаем, что потери расхождения в виде экстра затрат, связанных с явлением асимметричности информации, можно разделить на агентские издержки манипулирования целями (стремление менеджеров зафиксировать в финансовых планах заведомо выполнимые цели или вносить необоснованные корректировки в бюджеты для уменьшения целевых ориентиров KPI); агентские издержки манипулирования управленческой отчетностью в целях представления полученных финансово-экономических результатов деятельности компании в наиболее выгодном свете, т.е. декларации квази-выполнения поставленных финансовых задач.

Отметим, что обозначенные нами виды косвенных агентских издержек можно также ранжировать по признаку уровней организационной структуры корпорации на упущенные выгоды, потери денежных потоков, дополнительные расходы структурных подразделений корпорации (в том

⁷⁴ Там же.

числе дочерних предприятий) и издержки, связанные с управленческими решениями головного офиса.

Обзор мнений и выводов российских и зарубежных авторов в отношении сущности, характера и видов агентских издержек позволяет сделать заключение о том, что, с одной стороны, агентские потери, связанные с мониторингом усилий менеджеров и обеспечением достоверности предоставляемой ими информации, неизбежны при желании владельцев капитала сонаправить действия менеджеров в соответствии интересами принципалов и являют собой затраты на осуществление функций надзора, с другой - агентские издержки, проявление которых выражаются в неявной форме как негативные для корпорации в целом и для ее акционеров в частности последствия управленческих решений менеджеров.

Рассмотрим, какие способы описаны в финансовой литературе для ослабления агентской проблемы между менеджерами и акционерами, актуальной в корпоративных структурах. В публикации Ю.Фама, М.Дженсена описаны три основных подхода к решению агентской проблемы, призванных смягчить ее последствия. Подход, базирующийся на самостоятельности и автономности органов управления, основывается на том, что совет директоров находится вне зависимости от менеджмента, призван осуществлять мониторинг действий менеджеров и являться гарантом того, что интересы собственников не ущемляются⁷⁵. Исследования в области данного подхода сходятся в едином мнении о необходимости осуществления контроля над менеджерами со стороны совета директоров, при этом экономисты подвергают сомнению факт абсолютной независимости контролирующего органа от влияния агентов. Таким образом, спорный вопрос относительно независимости совета директоров в последующих трудах сфокусировался на двух основных составляющих его элементах: структуре и составе.

⁷⁵ Fama, E. F., Jensen, M. C. Agency problems and residual claims // Journal of law and economics. - 1983. - №26. - С. 327-349.

Экономист Гелбрейт предполагал, что вопреки кажущейся автономности данного органа управления, члены совета директоров в любых крупных предприятиях находятся в полном подчинении менеджмента⁷⁶. Это утверждение также разделяли в своих публикациях Дэвис и Томпсон, 1994; Фредриксоны, Хамбрик, Баумрин, 1988; Гилсон и Краакман, 1991; Херманлих и Вайсбах, 1998; Шивдасани и Ермак, 1999. Также исследователями Соломоном, Уэйдом, О'Рейли было выдвинуто предположение, согласно которому считалось, что суверенитет членов совета директоров относителен, а его отдельные фигуры избираются в виду личных симпатий со стороны генерального директора компании.

Ряд научных изысканий посвящены нахождению возможных связей между составом совета директоров и результатами деятельности компании. Их можно разделить по двум направлениям: с одной стороны, сторонники отсутствия систематической взаимосвязи между двумя этими характеристиками (Бхагат и Блэк, 1999, 2002; Коулз, Мак-Вильямс, Сена, 2001; Далтон и Джонсон, 1998; Ерманлих и Вайсбах, 2003; Кауфман и Эндландер, 2005; Уолш и Сьюард, 1990); с другой стороны – приверженцы существования влияния состава совета директоров на некоторые аспекты результативности деятельности корпорации (Роадес, Рехнер, 2000; Вагнер, Стимперт и Фубара, 1998).

Вторым элементом обсуждения совета директоров как контрольного органа является его структура и способ распределения функциональных ролей между генеральным директором и главой совета директоров. Ключевым спорным моментом в этом отношении является вопрос возможности совмещения позиций генерального директора и главы совета директоров в одной должности⁷⁷.

⁷⁶ Galbraith, J. K. The Economics of Innocent Fraud: Truth for Our Time . - Boston: Houghton Mifflin, 2004. - С. 27-36.

⁷⁷ Dan R. Dalton, Michael A. Hitt, S. Trevis Certo, Catherine M. Dalton The fundamental agency problem and it's mitigation // Journal of the academy of management. - 2007. - №1. - С. 21-45.

В основе следующего подхода к смягчению негативных последствий агентского вопроса между акционерами и менеджерами лежит предположение, что менеджеры с долей участия в капитале компании с большей долей вероятности будут следовать интересам основных владельцев капитала фирмы⁷⁸. Сторонники данного подхода придерживаются мнения, что принадлежность части собственного капитала управленцам может в существенной степени повлиять на результаты деятельности компании.

Анализируя агентскую проблему управленцев и менеджеров в контексте агентских издержек, привлекает внимание теоретический базис исследований по теме влияния компенсации менеджеров на итоговые результаты функционирования фирмы. В своей публикации «Вознаграждение за результаты деятельности и стимулы топ-менеджеров» М.Дженсена и К.Мерфи отмечали, что компенсационная политика связывает ожидаемую полезность агента с целями принципала⁷⁹. Одним из механизмов решения агентского вопроса такие экономисты как Холл, Морган, Пулсен, Меран, Далтон считали дополнительное вознаграждение менеджеров в виде опционов, которое будет являться гарантом заинтересованности управленцев в поддержании успешности корпорации в долгосрочном периоде. Увеличение компенсации менеджерам может снизить агентские затраты, поскольку управленцы в этой связи руководствуются соображениями риска потери работы и прикладывают большие усилия в целях сохранения позиции. Несмотря на значимость вопроса оптимального вознаграждения в отношении агентских конфликтов, лишь некоторые материалы отражают эмпирический аспект влияния компонентов компенсационных схем на результаты деятельности компании. К.Мерфи (1995) получил выводы, свидетельствующие о том, что форма компенсаций, нежели их уровень в действительности мотивировали менеджеров стремиться к увеличению

⁷⁸ *Fama, E. F., Jensen, M. C.* Agency problems and residual claims // *Journal of law and economics*. - 1983. - №26. - С. 327-349.

⁷⁹ *Jensen, M. C., Murphy, K.* Performance pay and top-management incentives // *Journal of political economy*. - 1990. - №98. - С. 225-264.

стоимости фирмы. Хатчинсон и Гал (2004) анализировали, как такие механизмы корпоративного управления, как вознаграждение управленцев, их доля собственности в компании могут затрагивать связи между возможностями роста корпорации и результатами деятельности⁸⁰. Чен (2003) рассматривал взаимоотношения между стоимостью собственного капитала и бонусами, выплачиваемыми сотрудникам, получив вывод об отсутствии влияния дополнительных выплат по итогам года на будущие результаты деятельности компании⁸¹.

В продолжение темы влияния распределения долей участия в собственном капитале на результаты деятельности компании, ученые Шлайфер и Р.Вишни предполагали, что наличие мажоритарных акционеров с блокирующими пакетами акций позитивно влияет на рыночную стоимость корпорации⁸². В то же время, множество современных исследований в данной области приводят результаты анализов, противоречащие друг другу, которые подтверждают неопределенную и неочевидную природу отношений между капиталом мажоритарных акционеров и результатами деятельности предприятия⁸³. Авторы Далтон, Дейли, Серто выявили положительную связь между коэффициентом Тобина и размером капитала крупных владельцев, отрицательную зависимость коэффициента использования активов, рентабельностью собственного капитала от рассматриваемой величины.

Интересной точкой зрения в отношении резолюции проблемы агентского конфликта является теория институциональных инвесторов, основным посылом которой является допущение, что институциональные

⁸⁰ *Hutchinson, M., Gul F.* Investment opportunity set, corporate governance practices // *Journal of Corporate Finance* . - 2004. - №10. - С. 595-614.

⁸¹ *Chen, C.* Investment opportunities and the relation between equity value and employees' bonus // *Journal of Business Finance and Accounting* . - 2003. - №30. - С. 941-974.

⁸² *Shleifer, A., Vishny, R.* Large shareholders and corporate control // *Journal of political economy*. - 2006. - №94. - С. 461-488.

⁸³ *Dan R. Dalton, Michael A. Hitt, S. Trevis Certo, Catherine M. Dalton* The fundamental agency problem and it's mitigation // *Journal of the academy of management*. - 2007. - №1. - С. 21-45.

инвесторы осуществляют более эффективный мониторинг менеджеров по причине широких возможностей экспертизы при меньших затратах⁸⁴.

В то же время, действуя в лице агентов для своих клиентов, институциональным инвесторам также свойственна ключевая проблема агентской теории - противоречие интересов, которое имеет латентную форму до возникновения других агентских отношений, не связанных с рассматриваемой корпорацией⁸⁵.

Наконец, третьим подходом в целях минимизации угроз агентской проблемы является принцип, согласно которому корпоративные рынки способствуют дисциплинированию менеджеров, ненадлежащим образом использующих свои преимущества перед принципалами. Данная теория базируется на гипотезе об эффективности рынков, и предполагает, что чрезмерные агентские затраты, вызванные принятием управленческих решений на благо агентов, отразятся на стоимости акций данной корпорации⁸⁶. В таком случае рынок реагирует на негативные изменения в результатах деятельности компании, что выливается в падение стоимости ее активов⁸⁷. В свою очередь, снижение цен на акции может привести к поглощению фирмы, за чем, как правило, следует смена менеджмента и стратегии в целях повышения стоимости активов⁸⁸.

Анализ литературных источников, составляющих вклад в изучение разрешения агентской проблемы менеджеров и собственников в корпоративных структурах и снижения ее негативных последствий, дает основание утверждать, что исследователи делают основной упор на нахождение подтверждения либо опровержения предполагаемым взаимосвязям между факторами, указывающими на наличие агентских

⁸⁴ *Pound, J.* Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight // *Journal of financial economics*. - 1988. - №20. - С. 237–265.

⁸⁵ *Gompers, P. A., Metrick, A.* Institutional investors and equity prices // *The quarterly journal of economics*. - 2001. - №116. - С. 229–259.

⁸⁶ *Dan R. Dalton, Michael A. Hitt, S. Trevis Certo, Catherine M. Dalton* The fundamental agency problem and its mitigation // *Journal of the academy of management*. - 2007. - №1. - С. 21-45.

⁸⁷ *Hawley, J. P., Williams, A. T.* The rise of fiduciary capitalism. - Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2000. - С. 70-77.

⁸⁸ *Bebchuk, L. A.* The case for increasing shareholder power // *Harvard law review*. - 2005. - №118. - С. 833–914.

издержек, и финансовыми показателями деятельности корпорации. Результатами этих научных изысканий являются выявленные зависимости динамики изменения финансово-экономических величин от переменных параметров корпоративного управления. Признавая факт существования агентских издержек, ученые не ставят целью расчет их точного значения в количественном выражении, поскольку их величина весьма относительна в виду агентских затрат в неявной форме и будет являться субъективной авторской оценкой.

Несмотря на это, многими экономистами разрабатываются способы оптимизации агентских конфликтов и минимизации их отрицательных эффектов, что можно обозначить общим термином управления агентскими издержками⁸⁹. Основную его задачу можно сформулировать как формирование эффективной системы взаимодействия между заинтересованными сторонами, способствующими выстраиванию интересов менеджмента в соответствие с целями владельцев капитала.

Нам представляется, что помимо использования механизмов корпоративного управления для ослабления обозначенного агентского конфликта на верхнем уровне, а также внутрикорпоративных агентских противоречий, целесообразно рассмотреть инструменты финансового менеджмента с позиции рычагов воздействия на потенциальные злоупотребления менеджеров в ущерб интересов компании и ее владельцев.

1.4. Финансовый менеджмент в разрешении внутрикорпоративных агентских конфликтов

Безусловно, утверждение о том, что агентские конфликты затрагивают финансовые отношения, а агентская теория является неотъемлемой частью финансового менеджмента не вызывает сомнения. Действительно, если финансы – это отношения по поводу формирования, использования и

⁸⁹ Ковалев В.В., Либман А.В. Управление агентскими издержками в корпорации: введение в проблему // Вестник Санкт-Петербургского университета. - 2001. - №4. - С. 47-60.

распределения фондов денежных средств⁹⁰, то агентские отношения верхнего уровня между акционерами и наемными менеджерами, а также внутрикорпоративные агентские отношения представляют собой взаимодействия перечисленных сторон, в основе которых лежат разнонаправленные интересы, затрагивающие в том числе образование и использование финансовых ресурсов компании.

Проводя аналогию между проблематикой агентских конфликтов и составляющими тремя областями финансов, на наш взгляд, можно провести следующие параллели:

- образование фондов денежных средств затрагивает проблему уровня долгового бремени, соотношения собственного капитала и обязательств как стимулирующего рычага для менеджеров действовать более эффективно;

- при распределении финансовых ресурсов возникает проблема смещения риска и нежелания управленцев нести высокий уровень риска в целях получения сверхдоходов;

- использование фондов денежных средств и распределение денежных потоков связано с проблемой усилий менеджеров, их оппортунистического поведения для удовлетворения собственных целей, а также растраты свободных потоков денежных средств.

Несомненно, агентские отношения вплетены в канву отношений финансовых, и, следовательно, предмет этих взаимодействий, их сущность и противоречия следует учитывать принципалам-владельцам капитала при формировании корпоративной модели финансового менеджмента.

В современном корпоративном управлении набирает значимость концепция ценностно-ориентированного менеджмента (value-based management, VBM), нацеленная на обеспечение роста рыночной стоимости компании и вызванная потребностью замены бухгалтерских показателей как

⁹⁰ Финансы и кредит: учебник / Поляк Г.Б., Андросова Л.Д., Горелик В.Н. и др., Под ред. Г.Б. Поляка. - М.: ВолтерсКлувер, 2010. - С. 29.

инструментов управления⁹¹. Авторы Е.М.Рогова, Е.А.Ткаченко отмечают, что в настоящих условиях «к исторической проекции традиционного анализа финансовых показателей добавляется направленная в будущее ось долгосрочного прогноза, каркасом системы эффективного управления становится диалектическое единство противоположностей: применение рациональных методов количественной оценки с подходами стратегического менеджмента»⁹².

Таким образом, по нашему мнению, ценностно-ориентированный подход, ориентированный на максимизацию стоимости компании посредством построения процесса принятия и реализации управленческих решений на ключевых факторах стоимости, актуален в отношении разрешения внутрикорпоративных агентских конфликтов, подтверждением чему является целевая направленность VBM. Немаловажное значение в этом смысле приобретает суждение о том, что в рамках ценностно-ориентированного подхода задача наращивания стоимости хозяйствующего субъекта имеет непрерывный характер и представляет цикл стратегических и операционных решений⁹³. Исследователи Е.М.Рогова, Е.А.Ткаченко акцентируют внимание на том, что при развертывании системы ценностно-ориентированного менеджмента «отношение менеджера к своим обязанностям в значительной степени приобретает черты отношения предпринимателя к своему делу»⁹⁴, что определяет, на наш взгляд, сопричастность к управлению агентскими отношениями между управленцами и акционерами.

Мы считаем, что системность VBM в части взаимоувязки распределения ресурсов, управления активами, системы контроля и оценки результативности, вопросов стимулирования менеджеров, позволяет говорить о том, что инструменты управления на основе стоимости можно

⁹¹ Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. - 2 изд. - СПб.: Изд. дом СПбГУ, 2007. - С. 25-31.

⁹² Рогова Е.М., Ткаченко Е.А. Финансовый менеджмент. - 2-е изд. испр. и доп. - М.: Издательство Юрайт, 2014. - С. 401.

⁹³ Там же. С.402.

⁹⁴ Там же. С.403.

причислить к средствам, способствующим разрешению внутрикорпоративных агентских конфликтов и связанных с ними косвенных издержек.

Рассматривая финансовый контроль, как часть целостной системы управления финансами, с нашей точки зрения, его основными точками соприкосновения в отношении агентской теории можно считать следующие положения:

- затраты на осуществления контроля относятся к прямым агентским издержкам;

- формирование систем внутрикорпоративного контроля в том числе служит реализации цели организации надзора за действиями менеджеров, финансовый контроль в этом отношении призван обеспечивать мониторинг целесообразности финансовых управленческих решений с точки зрения их эффективности для компании;

- назначение финансового контроля, инициируемого владельцами капитала для надзора за действиями управленцев, заключается в снижении агентских издержек в неявной форме, т.е. уменьшении остаточных потерь путем предупреждения или выявления использования, распределения финансовых ресурсов в ущерб интересов акционеров;

- финансовый контроль является способом противостояния явлению асимметричности информации, т.к. может включать проверку достоверности финансовой информации и формируемого потока данных для акционеров⁹⁵.

Заметим, что обозначенные утверждения в отношении причастности ценностно-ориентированного менеджмента и его контрольной функции к проблеме корпоративных агентских конфликтов скорее относятся к теории и являются слишком обобщенными с точки зрения практики. О практическом использовании возможностей финансового менеджмента и контроля в рамках VBM в целях снижения последствий агентских конфликтов

⁹⁵ Шевченко И.В., Курузов М.В. Роль финансового контроля в решении внутрикорпоративных агентских конфликтов // Финансы и кредит. - 2014. - №5(191). - С. 2-6.

управленцев и акционеров косвенно свидетельствуют описанные М.Дженсеном проблемы, связанные с корпоративными системами целеполагания и бюджетирования.

На протяжении 2001-2004гг. зарубежный экономист исследует вопросы усилий и компенсации управленцев в контексте применяемых в публичных компаниях целеполагания и бюджетирования. М.Дженсен утверждает, что традиционные процессы бюджетирования являются пустой тратой времени, искажают управленческие решения и вынуждают менеджеров вырабатывать схемы для достижения установленных целевых значений⁹⁶. Приводя примеры из практики, автор указывает на то, что бюджетный процесс, построенный на выгодном преподнесении информации и завышении реальных результатов деятельности, глубоко встроен в корпоративное управление и является привычным для современного бизнеса явлением, несмотря на его деструктивность в точки зрения хозяйствующего субъекта. М.Дженсен подчеркивает, что причина противоречащих интересам владельцев капитала действий менеджеров не зависит от наличия, либо отсутствия бюджетного процесса, ссылаясь на то, что корень проблемы – это привязка целевых бюджетных значений к компенсационным схемам управленцев.

Ссылаясь на типичную компенсационную схему выплаты руководителям, которая представляет собой постоянную величину бонуса и заработной платы при достижении 80% от бюджетного значения и экстра-выплату при перевыполнении плана, М.Дженсен приводит характеристику модели поведения менеджеров при двух ситуациях. В первом случае, если управленцы предполагают с высокой долей вероятности достигнуть минимального порога в 80%, то они приложат максимум усилий для получения еще большего результата. Проблема заключается в том, что для достижения этого результата менеджерами будут использоваться не только

⁹⁶ Jensen, M. C. Corporate budgeting is broken, let's fix it // Harvard business review . - 2001. - №79(10). - С. 95-101.

легитимные средства, но и рычаги манипулирования в ущерб интересам собственников. В качестве наглядного примера экономист приводит ситуацию, когда доходы будущих периодов относятся к выручке текущего финансового периода, а расходы перекладываются на долговое бремя последующего финансового года.

Во втором случае, если менеджер полагает, что минимальный порог выполнения бюджета недостижим, то его поведение кардинальным образом меняется. Согласно логике менеджера, действующего в рамках своих интересов, рациональным представляется перенос и перераспределение текущих доходов на будущие периоды, т.к. усилия в рамках согласованного плана при невозможности его корректировки нецелесообразны с позиции максимизации полезности управленца⁹⁷.

М.Дженсен заостряет внимание на том, что манипулирование начислениями имеет незначительное влияние на стоимость компании, тогда, как управленческие решения, несущие изменения в операционную деятельность корпорации, приводят к возникновению скрытых или явных затрат, разрушающих стоимость бизнеса.

Одна из важнейших причин для использования бюджетирования в крупных корпорациях заключается в координировании удаленных подразделений фирмы, что облегчает взаимодействие бизнес-единиц в контексте набора планируемых финансово-экономических показателей. Однако привязка мотивации менеджеров к выполнению бюджетных целей способствует фальсификации и искажению финансово-экономической информации, что снижает ожидаемый положительный эффект от бюджетного процесса. М. Дженсен характеризует подобную ситуацию как «управление цифрами»⁹⁸. На аналогичную проблему указывают Е.М.Рогова, Е.А.Ткаченко, упоминая в своих трудах о сосредоточенности менеджеров на

⁹⁷ Jensen, M. C. Paying people to lie: the truth about the budgeting process // European financial management. - 2003. - №9(3). - С. 379-406.

⁹⁸ Jensen, M. C. Corporate budgeting is broken, let's fix it // Harvard business review . - 2001. - №79(10). - С. 95-101.

«магии цифр»⁹⁹. Исследователь М. Дженсен предлагает в качестве решения данной проблемы схему компенсации управленцев, не связанную с бюджетом, и представляющую собой линейную зависимость бонусов от достигнутых результатов.

По нашему мнению, помимо трансформации схем вознаграждения менеджеров, снизить негативные последствия агентского конфликта между управленцами и акционерами возможно путем усовершенствований в систему финансового менеджмента посредством его ориентации на концепцию управления стоимостью, а также уточнения состава целевых финансовых показателей, методик их расчета с учетом специфики агентских отношений.

Используя обозначенные выше выводы М.Дженсена о потенциальных злоупотреблениях и манипулировании бюджетными цифрами, можно заключить, что до момента утверждения целевых финансово-экономических показателей необходимо осуществлять финансовую экспертизу их целесообразности при помощи следующих инструментов:

- выявление абсолютных и относительных разниц между фактическими значениями прошлых периодов и запланированными показателями - существенные диспропорции должны иметь объективные основания;
- нахождение абсолютных и относительных разниц между фактическими значениями прошлых периодов и запланированными показателями в разрезе региональных подразделений - значительные отклонения должны быть увязаны с коммерческой и инвестиционной стратегиями развития каждой территориальной бизнес-единицы компании в отдельности;
- экспертиза соблюдения адекватности трендов прогнозируемых ключевых показателей эффективности по отношению к динамике фактических значений, а также с учетом вводных данных, способных оказать

⁹⁹ *Рогова Е.М., Ткаченко Е.А.* Финансовый менеджмент. - 2-е изд. испр. и доп. - М.: Издательство Юрайт, 2014. - С. 401.

существенное влияние на будущие значения выручки, расходов (изменение законодательства, конкурентной среды и т.д.);

- проверка сопоставимости данных и отражения в инструкциях по бюджетированию, бюджетных классификаторов, иных корпоративных внутренних документах, на какие статьи учета относить каждый вид доходов и расходов, в том числе новых.

Осуществляя контроль целеполагания, мы считаем, следует обратить внимание на незначительный на первый взгляд момент – используются при оценивании деятельности менеджеров коэффициенты. Учитывая, что коэффициенты представляют собой отношение двух величин, достижение необходимого значения можно достигнуть путем изменения числителя и знаменателя, т.е. рост целевого показателя возможно не только путем наращивания верхнего значения дроби, но и снижения знаменателя¹⁰⁰. Так, например, рентабельность активов, увеличенная исключительно за счет снижения величины используемого капитала, не может расцениваться в качестве результативной работы менеджеров. В этой связи, финансовая экспертиза целесообразности оценочных индикаторов управленцев дополняется проверкой наличия среди них коэффициентов, их исключения при выявлении потенциальной возможности манипулирования.

Таким образом, по нашему мнению, развитие контрольных мер в направлении усиления надзора над целеполаганием и оценкой реализации поставленных целей позволит в ряде случаев выявить причины неэффективного финансового менеджмента на почве разночтений интересов управленцев и акционеров, либо избежать проявлений внутрикорпоративных агентских конфликтов, таких как:

- реклассы между доходными и расходными статьями управленческого учета в целях выполнения поставленных перед менеджментом целей;

¹⁰⁰ Jensen, M. C. Corporate budgeting is broken, let's fix it // Harvard business review. - 2001. - №79(10). - С. 95-101.

- изменение методики признания выручки в рамках международной отчетности в целях достижения утвержденных целевых ориентиров;
- снижение инвестиционной активности по сравнению запланированной в бюджете, несмотря на выполнение плана по выручке;
- получение отрицательного эффекта от реализуемых проектов, продуктов, требующих капитальных вложений, в виде отсутствия запланированных в бизнес-кейсах денежных потоков от вводимых изменений, невозможности монетизации реализованного продукта, проекта в виду ряда причин неэкономического характера;
- превышение капитальных инвестиций по сравнению с запланированными значениями вложений в годовом финансовом плане на фоне выполнения ключевых показателей эффективности;
- реализация изменений, требующих финансовых вложений, и при отсутствии таковых, экономический и финансовый эффект от которых предварительно не оценивался и не проходил экспертизу со стороны финансового контроля.

При осуществлении бюджетного контроля для предотвращения возникновения агентских издержек, необходимо уделять внимание надзору за формированием набора целевых значений для менеджеров. Противоречащие друг другу цели препятствуют принятию эффективных решений, поэтому задачей финансового менеджмента в этом контексте является проверка и удаление взаимоисключающих оценочных показателей результативности работы менеджеров¹⁰¹. В то же время, использование нескольких ключевых для компании ориентиров стимулирует управленцев находить компромиссы и искать нестандартные решения для одновременного выполнения ряда стратегических для компании целей.

На наш взгляд, выбор метрической системы финансовых показателей с точки зрения агентской проблемы между акционерами и менеджерами

¹⁰¹ Шевченко И.В., Курузов М.В. Роль финансового контроля в решении внутрикорпоративных агентских конфликтов // Финансы и кредит. - 2014. - №5(191). - С. 2-6.

является одним из определяющим факторов эффективного управления внутрикорпоративными агентскими конфликтами. В этой связи представляется целесообразным рассмотреть, какие современные методы оценки результативности деятельности корпорации применяются в системе ценностно-ориентированного менеджмента, их преимущества и недостатки с позиции разрешения проблемы агентских конфликтов.

Исследователи Е.М. Рогова, Е.А. Ткаченко к основным методам, ориентированным на стратегическое управление, относят экономическую добавленную стоимость (EVA), рыночную добавленную стоимость (MVA), добавленную стоимость акционерного капитала (SVA), сбалансированную систему показателей (BSC)¹⁰².

Под рыночной добавленной стоимостью понимают разницу между рыночной стоимостью капитала корпорации (сумма рыночной капитализации и оцененной рынком стоимости долга компании) и объемом инвестированного в нее капитала по балансу¹⁰³. С точки зрения агентских конфликтов существенным недостатком данного показателя, по нашему мнению, является слабое влияние управленческих решений менеджеров на формирование рыночных стоимостей, складывающихся благодаря совокупности внутренних и внешних факторов. Это суждение указывает на нерелевантность использования рыночной добавленной стоимости для оценки результативности принятия решений и в качестве инструмента мотивации менеджеров.

Добавленная акционерная стоимость представляет собой разность «между расчетной стоимостью собственного капитала и его балансовой оценкой»¹⁰⁴, что по аналогии с показателем MVA указывает на равноценный недостаток данного метода в отношении использования в формуле рыночной величины капитализации. Также, заметим, что в расчете SVA не учитывается

¹⁰² Рогова Е.М., Ткаченко Е.А. Финансовый менеджмент. - 2-е изд. испр. и доп. - М.: Издательство Юрайт, 2014. - С. 401.

¹⁰³ Мельник М.В., Бердников В.В. Анализ и контроль в коммерческой организации (Полный курс MBA). - М.: Эксмо, 2011. - С. 469-470.

¹⁰⁴ Там же, С. 471.

величина прибыли, как финансового результата деятельности корпорации. Данное обстоятельство свидетельствует в пользу суждения о неуместном применении метода добавленной стоимости акционерного капитала для оценки эффективности управленческих решений менеджеров на всех уровнях иерархии управления.

Экономическая добавленная стоимость олицетворяет разницу между операционной прибылью за вычетом налогов и стоимости инвестированного в компанию капитала. Основными факторами, оказывающими влияние на изменение показателя EVA являются изменение доходов и расходов от основной деятельности, управление коммерческими и управленческими издержками, оптимизация затрат на капитал посредством менеджмента его объема и структуры. Экономическая добавленная стоимость как метод ценностно-ориентированного менеджмента оценивается одним из основоположников агентской теории – М.Дженсеном в качестве необходимого и достаточного индикатора результативности менеджмента корпорации¹⁰⁵. Данную точку зрения разделяет Е.В. Франк, полагая, что изменение EVA отражает динамику агентских издержек и доказывая полезность включения EVA в систему финансовых драйверов компании, одновременно являющимися оценочными показателями результативности осуществляемого менеджмента¹⁰⁶.

Мы полагаем, что, несмотря на безусловные преимущества метода экономической добавленной стоимости, как при реализации концепции ценностно-ориентированного менеджмента, так и с позиции расширения инструментария для снижения негативных последствий внутрикорпоративных агентских конфликтов в виде издержек в неявной форме, данному подходу присущи определенные недостатки, не позволяющие нивелировать агентскую проблему на корпоративном уровне,

¹⁰⁵ Jensen, M. C. Paying people to lie: the truth about the budgeting process // European financial management. - 2003. - №9(3). - С. 379-406.

¹⁰⁶ Франк Е.В. Решение агентской проблемы в российских корпорациях // Экономика, предпринимательство и право. - 2011. - №7(7). - С. 29-36.

полностью устранив складывающиеся противоречия акционеров и менеджеров.

На наш взгляд, внедрению показателя EVA в систему финансового менеджмента должен предшествовать анализ ряда уязвимых мест, которые необходимо учесть при использовании данного метода с позиции внутрикорпоративных конфликтов (рис. 1.3.). Факторы уязвимости EVA представляется уместным разделить в зависимости от составляющих формулы расчета: операционной прибыли за вычетом налогов (NOPAT), средневзвешенной стоимости капитала (WACC), инвестированного капитала (IC).



* Головной офис

Рис. 1.3. Факторы уязвимости экономической добавленной стоимости с позиции внутрикорпоративных агентских конфликтов¹⁰⁷

¹⁰⁷ Авторская разработка

Обратим внимание на то, что кажущаяся простота расчета экономической добавленной стоимости при вычислении вызывает множество вопросов. Например, основоположником модели EVA (Stewart G. Bennett) и его последователями предусматривается ряд многочисленных поправок и корректировок, применяемых для определения величин NOPAT и IC, что может трактоваться менеджерами по-разному, с наиболее «выгодной» точки зрения.

Таким образом, по нашему мнению, узкими местами NOPAT являются: обозначенное выше манипулирование корректировками; отсутствие единого метода оценки NOPAT одновременно в разрезе структурных единиц корпорации и управленческих решений головного офиса (штаб-квартиры компании – HQ) и региональных подразделений для выявления мест создания или разрушения стоимости; манипулирование операционными доходами и расходами путем их «смещения» в рамках финансовых периодов (принятие и реализация краткосрочных решений, позволяющих увеличить выручку либо сократить затраты в ущерб доходов, расходов будущих периодов) для достижения целевых ориентиров, предполагающих получение вознаграждения.

Манипулирование структурой капитала с позиции внутрикорпоративных агентских конфликтов проявляется в стремлении усилить финансовый рычаг при стоимости заемного капитала ниже стоимости собственного капитала, и, наоборот, уменьшить долю долговых обязательств при их оцененной стоимости выше стоимости собственного капитала. По аналогии с NOPAT, при внедрении экономической добавленной стоимости следует учесть необходимость разделения капитала в рамках управленческих решений головного офиса и региональных подразделений компании.

Акцентируем внимание на том, что расчет стоимости собственного капитала вызывает, на наш взгляд, наибольшие противоречия в формуле EVA. Методики вычисления стоимости собственного капитала различны и

характеризуются наличием рыночных индикаторов (показатель бета согласно модели долгосрочного ценообразования активов – CAPM), а также прогнозных величин (Модель Гордона), что в свою очередь свидетельствует о потребности определения более актуальной с позиции внутрикорпоративных агентских конфликтов методики расчета ССК.

Учитывая многовариантность расчета составляющей экономической добавленной стоимости¹⁰⁸ - стоимости собственного капитала и сложность измерения данного показателя, нам представляется, что использование EVA в качестве единственной величины, влияющей на вознаграждение менеджеров, также не является панацеей от агентской проблемы усилий менеджеров.

В финансовом менеджменте широко используется система сбалансированных показателей (BSC), олицетворяющая приоритетные для хозяйствующего субъекта финансово-экономические ориентиры в рамках четырех областей: «финансовый аспект, внутрихозяйственный аспект, аспект инноваций и обучения, клиентский аспект». По мнению авторов Е.М. Роговой, Е.А. Ткаченко, Ерохина В.Г., Хомича В.Н., Антончева А.С., Бобковой Е.В. концепцию BSC выгодно выделяет от других систем финансово-экономических индикаторов интеграция показателей с учетом причинно-следственных связей между результирующими величинами и формирующими их переменными, что определяет баланс между монетарными и немонетарными показателями, стратегическим и операционным уровнями управления, внешними и внутренними аспектами деятельности корпорации.

Однако, со стороны одного из основоположников агентской теории – М.Дженсена, такой подход к целеполаганию подвергается критике. Исследователь утверждает, что невозможно максимизировать усилия более,

¹⁰⁸ Рогова Е.М., Ткаченко Е.А. Финансовый менеджмент. - 2-е изд. испр. и доп. - М.: Издательство Юрайт, 2014. - С. 422-424.

чем в одном измерении¹⁰⁹ и осуществлять рациональный выбор, руководствуясь спектром более десяти показателей. Соглашаясь с позицией экономиста, мы считаем, что узкими местами подхода BSC в отношении рассматриваемой проблемы внутрикорпоративных агентских конфликтов являются отсутствие конечного ориентира и на фоне кажущегося органичного согласования интересов акционеров, кредиторов, потребителей и партнеров игнорирование учета интересов внутренних стейкхолдеров. Теоретическая согласованность интересов разных групп в практической плоскости оборачивается разнонаправленностью целей подразделений компании и невозможностью максимизации усилий менеджеров одновременно во всех областях BSC. Таким образом, возникает клубок противоречий в отношении принятия и реализации управленческих решений, тем самым логика действий менеджеров строится на принципе выполнения легко достижимых целей и игнорированию, минимизации усилий в отношении труднодостижимых задач, вне зависимости от их влияния на стратегические перспективы развития корпорации. Однако, представляется уместным заметить, что показатели в системах BSC или KPI необходимы и релевантны для их сравнения с конкурентами, для оценки положения компании на определенном рыночном сегменте и возможности бенчмаркинга.

Учитывая перечисленные выше преимущества и недостатки метода EVA и концепции BSC с точки зрения инструментов финансового менеджмента в рамках разрешения проблемы внутрикорпоративных агентских конфликтов, по нашему мнению, актуален обозначенный метод EVA, ключевым фокусом которого является максимизация стоимости компании, при этом прочие финансово-экономические величины, в том числе KPI, являются промежуточными на пути решения приоритетной для управленцев задачи.

¹⁰⁹ Jensen, M. C. Corporate budgeting is broken, let's fix it // Harvard business review . - 2001. - №79(10). - С. 95-101.

Следует отметить, что метод EVA будет способствовать не только снижению возможных манипуляций, касаемых достижения целей любыми средствами и подачи финансово-экономической информации, но и уменьшению явления асимметричности информации, что свою очередь в долгосрочном периоде положительно отразится на стоимости компании. Если менеджеры публикуют вовне недостоверную информацию, в краткосрочном периоде это не отражается на стоимости акций. Однако подача заведомо завышенных данных формирует не только искаженную картину действительных результатов деятельности компании, но и создает неверное впечатление у пользователей финансовой информации о перспективах развития корпорации в будущем. Аналитики и заинтересованные в предприятии инвесторы, основываясь на позитивных финансовых отчетах, будут действовать согласно предположению, что рост фирмы продолжится. Необходимо заметить, что в долгосрочной перспективе асимметричность информации в подобных проявлениях может иметь непредотвратимые последствия для компании. Отсюда можно заключить, что ценностно-ориентированный менеджмент на базе метода экономической добавленной стоимости важен как с позиции сокращения потенциальных агентских затрат, так и перспектив развития компании в целом.

Помимо использования EVA в качестве главенствующего целевого ориентира для снижения косвенных агентских издержек менеджерского поведения в собственных интересах, мы считаем, что посредством реализации данного инструмента финансового менеджмента можно также смягчить негативные последствия еще одной проблемы, связанной с внутрикорпоративными агентскими конфликтами. Очевидно, что для владельцев капитала в качестве принципалов важны итоговые результаты деятельности корпорации в целом. Однако, конечный результат формируется благодаря усилиям группы агентов. Таким образом, если компенсация отдельного агента зависит от общих достижений, то мотивация для максимизации усилий в интересах принципала снижается. Наглядным

примером подобной ситуации может служить взаимодействие структурных подразделений компании и головного офиса. Внутрикorporативные противоречия, безусловно, влияют на общие итоговые результаты и возникают на почве проблемы усилий, отсутствия полномочий у региональных образований корпорации принимать самостоятельные управленческие решения.

Диагностика фактических значений экономической добавленной стоимости в такой ситуации может послужить радаром для измерения вклада каждой из структурной единицы компании в общие итоговые результаты деятельности. По нашему мнению, контроль регионального фактора должен проявляться в сравнении и противопоставлении финансовых результатов от внедрения изменений операционной и финансовой деятельности со стороны головного офиса компании и исходящих от региональных структурных единиц. Если удаленные подразделения корпорации не принимают самостоятельных управленческих решений, т.е. не обладают полномочиями по инвестированию, то можно говорить о том, что агентские конфликты между филиалами и головным офисом в таком случае несущественны, а их последствия в виде агентских издержек минимальны. Если структурные образования имеют определенную степень свободы в управлении активами, то вклад их решений должен быть оценен с финансовой точки зрения. Инструментом такой оценки может стать измерение влияния каждой из иницируемых структурными подразделениями и головным офисом активностей, затрагивающих финансово-операционную деятельность.

Безусловно, разветвленная система менеджмента в современных корпорациях требует затрат со стороны владельцев капитала для контроля агентских конфликтов, что обуславливает наличие неизбежных прямых агентских затрат, что в свою очередь не всегда гарантирует снижение косвенных агентских издержек в неявной форме. Мы полагаем, что реализация предложенных рекомендаций по использованию концепции ценностно-ориентированного менеджмента в части метода экономической

добавленной стоимости наряду с системой КРІ, а также усиление мер контроля в отношении обозначенных проблем позволит смягчить последствия конфликта менеджеров и акционеров и способствовать снижению агентских потерь, негативно сказывающихся на перспективах развития корпорации.

2. ОЦЕНКА ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ ИЗМЕНЕНИЯ УРОВНЯ АГЕНТСКИХ ИЗДЕРЖЕК И ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ НА ПРИМЕРЕ ЧАСТНЫХ РОССИЙСКИХ КОРПОРАЦИЙ

2.1. Анализ факторов изменения уровня агентских издержек на примере выборки частных российских корпораций

Наличие агентских конфликтов в корпоративных образованиях объясняется природой агентских отношений, а акционерная форма собственности предполагает столкновение интересов собственников и менеджеров. Если само существование факта агентских конфликтов в компаниях, где менеджеры наделены управленческими полномочиями, не вызывает сомнения, то характер и масштаб последствий разногласий агентов-принципалов не столько однозначен.

В первой главе нами было отмечено, что агентские издержки неотъемлемо связаны с агентскими конфликтами и являются их следствием. Таким образом, анализ факторов, позволяющих сделать выводы об изменении уровня косвенных агентских издержек, а именно: уровня операционных издержек, свободных денежных потоков, коэффициента Тобина, использования активов¹¹⁰, на примере корпоративных образований послужит практическим базисом в рамках обозначенной проблемы. Также, исследование совокупности прокси-переменных агентских издержек в динамике позволит оценить, как отражается фон отношений между акционерами и менеджерами на результатах деятельности компаний.

В целях обоснования теоретической гипотезы о существенности проблемы агентских отношений в корпорациях проведем исследование в практической плоскости. Для этого проанализируем абсолютные и

¹¹⁰ *Ang, J.S., Cole R.A., Lin, J. Wuh Agency costs and ownership structure // Journal of Finance . - 2000. - №55. - С. 89-106.*

относительные показатели финансово-хозяйственной деятельности крупных корпораций. В качестве базы исследования выбраны 45 российских предприятий рейтинга «Forbes» «200 крупнейших частных компаний России — 2013»¹¹¹. Среди данной выборки исключены компании, участие государства в капитале которых превышает 50%, а также отсутствуют банковские учреждения, страховые, лизинговые, инвестиционные хозяйствующие субъекты по причине различий в бухгалтерском учете. Таким образом, объектом исследования агентских конфликтов выступили 45 крупнейших по абсолютному значению выручки за 2012 год российских торговых и промышленных корпораций, консолидированная финансовая отчетность которых представлена на официальных сайтах компаний и общедоступна для пользования (Таблица 2.1.).

Таблица 2.1

Отраслевая принадлежность и динамика выручки выборки российских корпораций, млрд р.

Отрасль	Наименование	Выручка			
		2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
1	2	3	4	5	6
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	2 576.94	3 188.20	3 276.00	3 617.90
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	503.31	596.91	795.20	849.60
Телекоммуникации и связь	Vimpelcom	358.51	264.80	595.60	717.20
Розничная торговля	X5 RetailGroup	358.51	264.80	454.50	491.40
Черная металлургия	Evrax	307.47	440.93	482.20	457.60
Розничная торговля	Магнит	170.17	236.25	335.80	448.70
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	380.65	468.03	417.60	444.10
Черная металлургия	Северсталь	288.46	389.40	457.80	432.80
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	213.17	355.52	362.00	388.20
Телекоммуникации и связь	МТС	199.65	199.43	362.20	386.80
Черная металлургия	НЛМК	195.14	253.67	344.80	377.90
Цветная металлургия	Норильский никель	271.48	388.06	415.20	374.90
Черная металлургия	Мечел	182.88	296.05	342.10	350.30
Цветная металлургия	UC Rusal	259.50	333.50	361.40	338.40
Черная металлургия	ММК	161.48	234.48	273.30	289.90
Телекоммуникации и связь	Мегафон	181.88	215.33	242.40	272.30

¹¹¹ 200 крупнейших частных компаний России — 2013 // URL: <http://www.forbes.ru/rating/200-krupneishikh-chastnykh-kompanii-rossii-2013/2013> (дата обращения: 04.02.2013).

Окончание табл. 2.1

1	2	3	4	5	6
Химическая и нефтехимическая промышленность	Сибур	127.80	188.56	248.70	271.30
Черная металлургия	Металлоинвест	150.37	219.67	291.60	254.60
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Русснефть	116.14	139.08	160.60	162.80
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	X	117.02	175.30	211.00
Черная металлургия	ТМК	110.00	169.46	198.60	208.00
Угольная промышленность	СУЭК	148.98	165.24	167.00	175.20
Химическая и нефтехимическая промышленность	Еврохим	73.58	97.79	131.30	166.50
Розничная торговля	Рольф	62.11	61.84	67.63	82.01
Розничная торговля	М.Видео	72.51	86.57	111.90	133.60
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижнекамскнефтех им	62.99	96.52	126.00	130.50
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ТАИФ-НК	93.53	74.39	124.30	128.60
Машиностроение	Группа ГАЗ	65.77	96.72	132.40	127.00
Оптовая торговля	Протек	91.58	99.84	107.10	125.50
Строительство	Мостотрест	32.39	60.28	98.30	123.70
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	33.81	51.59	102.80	122.80
Розничная торговля	О'кей	67.88	82.67	93.10	117.30
Черная металлургия	ЧТПЗ	56.08	85.40	113.90	116.80
Электроэнергетика	Русэнергосбыт	65.79	89.20	100.90	114.50
Розничная торговля	Лента	X	70.63	89.70	109.90
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Alliance Oil Company	54.87	66.70	90.61	107.06
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	60.79	79.95	100.50	105.30
Оптовая торговля	ГК Катрен	65.75	77.06	92.29	118.77
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Eurasia Drilling Company	43.93	55.35	81.34	100.60
Транспорт	Трансаэро	38.65	60.87	68.20	91.80
Цветная металлургия	Polyus Gold	38.94	53.12	61.00	85.55
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралхим	30.16	42.19	52.88	72.71
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	37.54	46.74	65.40	71.10
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	41.18	38.09	46.00	66.10
Машиностроение	Соллерс	34.74	55.27	69.50	65.60

На общую выборку суммарно приходится 14004,2 млрд. руб. выручки по итогам за 2012 финансовый год. Безусловным лидером по доходам из

рассматриваемой совокупности является ОАО «Лукойл», положительные финансовые результаты которого составляют 26% от суммарной выручки. На Рисунках 2.1., 2.2. представлено распределение исследуемой выборки по отраслям экономики. Так, в рассматриваемую совокупность попали представители нефтегазовой, телекоммуникационной, угольной, химической отраслей, машиностроения, оптовой и розничной торговли, строительства, транспорта, электроэнергетики, цветной и черной металлургии. В рассматриваемой выборке из 45 компаний, 9 предприятий пришлось на нефтяную и нефтегазовую промышленность, что составило 20% от общего количества, 11 – на металлургию, что эквивалентно 21%, 7 компаний – на химическую промышленность (16 %).



Рис. 2.1. Количество компаний в выборке по отраслям

Обратимся к тому, как распределяются веса исследуемой совокупности по критерию выручки (рис. 2.2).



Рис. 2.2. Отраслевая составляющая выборки по критерию выручки

На нефтяную промышленность по состоянию на 2012 год приходится 43% дохода или 6010 млрд.руб. Второе, третье и четвертое места делят черная, цветная металлургия, телекоммуникации соответственно, которые суммарно достигли показателя выручки, равного 4663 млрд.руб.

Как было отмечено выше, в качестве анализируемых факторов будем использовать коэффициент использования активов, уровень операционных издержек, соотношение свободных потоков денежных средств и активов, коэффициент Тобина, а также финансовый леверидж. Данные переменные агентских издержек фигурируют как в исследованиях зарубежных авторов (Синх, Дэвидсон, 2003; Блэк, Янг, Ким, 2006; Анг, Коул, Лин, 2000), так и выступают в качестве независимых величин при построении линейных регрессий зависимости агентских издержек от параметров корпоративного управления в работе Пирогова Н.К., Бобрышева Н.А.

Интерпретация каждого из перечисленных индикаторов позволяет сделать вывод о векторе изменения косвенных агентских издержек. Так, коэффициент использования активов, рассчитываемый как отношение

выручки к активам, указывает на то, насколько эффективно принимаются инвестиционные решения, что отражается на максимизации полезности используемых в корпорации активов. Следовательно, данный показатель имеет отрицательную корреляцию с агентскими издержками, и, чем он выше, тем менеджеры менее склонны к осуществлению неэффективных капиталовложений и генерации агентских затрат¹¹².

В расчет уровня операционных издержек входят коммерческие, административные и управленческие затраты, что напрямую связано с величиной агентских затрат. Именно эти статьи формирования расходов наиболее уязвимы в отношении агентских издержек, и их рост будет свидетельствовать об увеличении в том числе косвенных издержек конфликта акционеров-менеджеров. Однако, заметим, что рост абсолютных величин коммерческих, административных и управленческих затрат в динамике не совсем корректно связывать с одновременным увеличением агентских затрат. В этой связи, уровень операционных издержек, определяемый соотношением операционных расходов и выручки, более информативен и релевантен.

Соотношение свободных потоков денежных средств и активов является косвенным индикатором агентских затрат, т.к. положительное сальдо денежных средств после осуществления инвестиционной деятельности сигнализирует о том, что выгодные капиталовложения реализованы не в полной мере, о чем свидетельствует избыток денежных средств. Соответственно, свободный денежный поток провоцирует менеджмент использовать капитал не по необходимому назначению, в ущерб интересов собственников¹¹³.

Коэффициент Тобина в приводимом нами исследовании рассчитывается как отношение рыночной капитализации корпорации к

¹¹² Пирогов Н.К., Бобрышев Н.А. Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на // Корпоративные финансы. - 2009. - №2(10). С.40-45.

¹¹³ Пирогов Н.К., Бобрышев Н.А. Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на // Корпоративные финансы. - 2009. - №2(10). С.40-45.

совокупной стоимости ее активов. Значение данной величины принято рассматривать по шкале меньше единицы и больше единицы. Показатель, по результатам которого рыночная капитализация превышает стоимость ее имущества, указывает на отсутствие или незначительное влияние агентских конфликтов на деятельность компании, и наоборот, коэффициент Тобина, равный менее единицы, говорит о наличии агентских затрат, т.к. управленческие решения менеджеров не приводят к увеличению стоимости акционерного капитала¹¹⁴.

Изменение финансового левериджа в сторону увеличения зачастую становится стимулом для более рационального, эффективного управления, т.к. угроза потери финансовой устойчивости заставляет менеджеров осуществлять инвестиции осознанно с наибольшей отдачей в виде периодических поступлений при наименьших затратах, что естественным образом положительно сказывается на сокращении агентских затрат. Одновременно, снижение показателя финансового рычага либо его значение меньше единицы, означает преобладание собственного капитала над заемным, несет угрозу риска использования агентами денежных средств компании не по назначению.

Ниже в таблице приведены расчетные данные по коэффициенту использования активов согласно выбранной совокупности корпораций. Среднее значение показателя по группе компаний в 2009, 2010, 2011 гг. составляло 1,44; в 2012 году – 1,31, показав уменьшение на 9%. Обратимся к тому, как меняется коэффициент по отраслям и, если ли взаимосвязь между значениями внутри отрасли.

¹¹⁴Abe de Jong, Ronald van Dijk Determinants of leverage and agency problems: A regression approach with survey data // European Journal of Finance. - 2007. - №13 (6). - С. 565-573.

Коэффициенты использования активов выборки компаний¹¹⁵

Отрасль	Наименование	Коэффициент использования активов			
		2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
1	2	3	4	5	6
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	1.03	1.25	1.22	1.18
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	0.38	0.37	0.42	0.41
Телекоммуникации и связь	Vimpelcom	0.77	0.44	1.13	1.10
Розничная торговля	X5 Retail Group	1.83	1.00	1.76	1.65
Черная металлургия	Evraz	0.42	0.76	0.84	0.83
Розничная торговля	Магнит	2.12	2.11	2.10	1.99
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	0.77	0.83	0.69	0.70
Черная металлургия	Северсталь	0.46	0.66	0.87	0.89
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	0.67	0.78	0.83	0.84
Телекоммуникации и связь	МТС	0.51	0.55	0.80	0.83
Черная металлургия	НЛМК	0.49	0.60	0.68	0.66
Цветная металлургия	Норильский никель	0.38	0.53	0.75	0.58
Черная металлургия	Мечел	0.44	0.62	0.60	0.64
Цветная металлургия	UC Rusal	0.34	0.41	0.49	0.43
Черная металлургия	ММК	0.34	0.46	0.71	0.71
Телекоммуникации и связь	Мегафон	0.74	0.68	0.64	0.77
Химическая и нефтехимическая промышленность	Сибур	0.74	0.82	0.77	0.72
Черная металлургия	Металлоинвест	0.58	0.88	0.95	0.79
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Русснефть	0.44	0.52	0.61	0.65
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	X	0.41	0.46	0.46
Черная металлургия	ТМК	0.52	0.81	0.86	0.90
Угольная промышленность	СУЭК	0.69	0.78	1.08	0.94
Химическая и нефтехимическая промышленность	Еврохим	0.57	0.65	0.64	0.70
Розничная торговля	Рольф	1.63	1.62	1.60	2.34
Розничная торговля	М.Видео	2.23	2.13	2.10	2.31
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижекамскнефтехим	1.14	1.67	1.78	1.68
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ТАИФ-НК	2.46	2.04	2.43	1.91

¹¹⁵ Составлено автором

1	2	3	4	5	6
Машиностроение	Группа ГАЗ	1.46	2.14	2.29	1.75
Оптовая торговля	Протек	2.02	2.10	1.94	1.99
Строительство	Мостотрест	1.30	0.85	1.00	1.25
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	0.54	0.69	0.25	0.28
Розничная торговля	О'кей	2.00	2.18	2.13	2.20
Черная металлургия	ЧТПЗ	0.63	0.76	0.93	0.93
Электроэнергетика	Русэнергосбыт	22.23	19.76	16.23	10.94
Розничная торговля	Лента	X	2.30	2.37	2.00
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Alliance Oil Company	0.63	0.66	0.73	0.57
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	0.75	0.83	0.92	0.91
Оптовая торговля	ГК Катрен	2.77	2.84	2.61	2.42
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Eurasia Drilling Company	0.91	0.93	1.06	1.07
Транспорт	Трансаэро	1.46	1.41	0.73	0.93
Цветная металлургия	PolyusGold	0.34	0.44	0.49	0.49
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралхим	0.60	0.92	1.03	1.08
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	0.44	0.48	0.56	0.45
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	0.37	0.32	0.36	0.54
Машиностроение	Соллерс	0.66	1.03	1.42	1.42

Среди рассматриваемых представителей нефтяной отрасли показали «Лукойл», «ТАИФ-НК», «Eurasia Drilling Company» в 2012 году находились на уровне выше единицы, остальные предприятия нефтяной промышленности имели менее удовлетворительные значения, колеблющиеся от 0,41 («Сургутнефтегаз») до 0,84 пунктов («Башнефть»). В виду отраслевой специфики у представителей розничной и оптовой торговли коэффициент использования активов стремится к 2, либо превышает этот порог. Отдача активов телекоммуникационных компаний существенно ниже аналогичного показателя торговых предприятий и не превысила за исследуемый временной промежуток 1,13 пункта («ВымпелКом»). Представителей химической

промышленности из исследуемой совокупности отличает наибольший разброс значений в 2012 году. Так, например, в 2012 году коэффициент использования активов «Нижнекамскнефтехим» составил 1,68, в то время как показатель «Уралкалия» равнялся 0,28. Если предприятиям оптовой и розничной торговли свойственны высокие значения отдачи активов, то для всех попавших в выборку компаний черной и цветной металлургии характерны значения, не превышающие 1 пункта.

Таблица 2.3

Динамика коэффициентов использования активов изучаемой выборки компаний за 2009-2012 гг.¹¹⁶

Отрасль	Наименование	Динамика коэффициента использования активов			
		2010/ 2009	2011/ 2010	2012/ 2011	2012/ 2009
1	2	3	4	5	6
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	22%	-2%	-4%	15%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	-2%	12%	-2%	7%
Телекоммуникации и связь	Vimpelcom	-43%	158%	-2%	44%
Розничная торговля	X5 RetailGroup	-45%	76%	-6%	-10%
Черная металлургия	Evgaz	82%	10%	-1%	99%
Розничная торговля	Магнит	0%	-1%	-5%	-6%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	7%	-17%	2%	-8%
Черная металлургия	Северсталь	43%	32%	2%	92%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	17%	6%	1%	26%
Телекоммуникации и связь	МТС	9%	46%	3%	63%
Черная металлургия	НЛМК	22%	13%	-3%	34%
Цветная металлургия	Норильский никель	42%	40%	-23%	53%
Черная металлургия	Мечел	42%	-2%	6%	46%
Цветная металлургия	UC Rusal	21%	17%	-12%	25%
Черная металлургия	ММК	35%	55%	-1%	107%
Телекоммуникации и связь	Мегафон	-8%	-7%	22%	4%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Сибур	10%	-6%	-7%	-3%
Черная металлургия	Металлоинвест	51%	8%	-17%	36%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Русснефть	17%	19%	6%	47%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	X	11%	0%	X
Черная металлургия	ТМК	55%	6%	4%	72%
Угольная промышленность	СУЭК	13%	39%	-13%	37%

¹¹⁶ Составлено автором

1	2	3	4	5	6
Химическая и нефтехимическая промышленность	Еврохим	15%	-2%	9%	23%
Розничная торговля	Рольф	-1%	-1%	46%	43%
Розничная торговля	М.Видео	-4%	-1%	10%	4%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижнекамскнефтехим	47%	7%	-6%	48%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ТАИФ-НК	-17%	19%	-21%	-22%
Машиностроение	Группа ГАЗ	47%	7%	-23%	20%
Оптовая торговля	Протек	4%	-7%	3%	-1%
Строительство	Мостотрест	-35%	17%	26%	-4%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	28%	-63%	12%	-48%
Розничная торговля	О'кей	9%	-2%	3%	10%
Черная металлургия	ЧТПЗ	21%	23%	0%	48%
Электроэнергетика	Русэнергосбыт	-11%	-18%	-33%	-51%
Розничная торговля	Лента	X	3%	-16%	X
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Alliance Oil Company	4%	11%	-21%	-9%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	11%	10%	-1%	21%
Оптовая торговля	ГК Катрен	2%	-8%	-8%	-13%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Eurasia Drilling Company	3%	14%	0%	18%
Транспорт	Трансаэро	-4%	-48%	27%	-37%
Цветная металлургия	Polyus Gold	30%	12%	1%	47%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралхим	53%	11%	5%	78%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	8%	17%	-19%	3%
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	-13%	12%	50%	47%
Машиностроение	Соллерс	57%	37%	0%	116%

Для того чтобы дать оценку коэффициенту использования активов, как фактору, указывающему на изменение косвенных агентских издержек, необходимо проанализировать его в динамике. В Таблице 2.3. указано изменение коэффициента в течение периода с 2009 по 2012 гг. Следует отметить, что за указанный временной промежуток 33 компаниям из 45 (73% от суммарной выборки) удалось нарастить коэффициент использования активов. Из них 70% или 23 корпорациям удалось улучшить показатель более, чем на 20%. Лидерами по положительной динамике использования активов стали «Евраз», «Северсталь», «ММК» (черная металлургия) и «Соллерс» (машиностроение). Среди представителей нефтегазовой отрасли 6 компаний из 9 достигли увеличения отдачи активов. Колебания

коэффициента использования активов внутри оптовой и розничной торговли невысоки и составили в среднем 2%. Отсюда следует вывод, что данные компании стараются удерживать данный показатель на высоком уровне, управляя эффективно активами и доходами. Среди большой тройки телекоммуникационных компаний прослеживается тенденция к наращиванию отдачи активов, однако, следует отметить, что скорость роста при этом у каждой из корпораций разная. Наибольшее внимание привлекают корпорации цветной и черной металлургии, в которых на протяжении исследуемого периода отразилась положительная динамика коэффициента использования активов, что свидетельствует о повышении эффективности их использования и снижении агентских издержек.

Обратимся к рассмотрению следующего фактора, влияющего на наличие и динамику агентских затрат – уровню операционных издержек (Таблица 2.4.).

Таблица 2.4

Уровень операционных издержек выборки компаний за 2009-2012 гг.¹¹⁷

Отрасль	Наименование	Уровень операционных издержек			
		2009	2010	2011	2012
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	0.13	0.11	0.12	0.11
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	0.08	0.08	0.07	0.07
Телекоммуникации и связь	Vimpelcom	0.21	0.35	0.16	0.14
Розничная торговля	X5 RetailGroup	0.15	0.26	0.24	0.24
Черная металлургия	Evgaz	0.13	0.11	0.15	0.10
Розничная торговля	Магнит	0.16	0.16	0.19	0.19
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	0.07	0.06	0.08	0.09
Черная металлургия	Северсталь	0.05	0.05	0.05	0.05
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	0.07	0.03	0.04	0.04
Телекоммуникации и связь	МТС	0.23	0.24	0.20	0.21
Черная металлургия	НЛМК	0.05	0.03	0.05	0.04
Цветная металлургия	Норильский никель	0.09	0.09	0.12	0.13
Черная металлургия	Мечел	0.25	0.20	0.20	0.21
Цветная металлургия	UC Rusal	0.16	0.12	0.11	0.11

¹¹⁷ Составлено автором

1	2	3	4	5	6
Черная металлургия	ММК	0.15	0.14	0.11	0.12
Телекоммуникации и связь	Мегафон	0.31	0.32	0.34	0.32
Химическая и нефтехимическая промышленность	Сибур	0.83	0.73	0.68	0.74
Черная металлургия	Металлоинвест	0.27	0.20	0.21	0.22
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Русснефть	0.14	0.15	0.13	0.10
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	X	0.06	0.05	0.05
Черная металлургия	ТМК	0.15	0.11	0.10	0.11
Угольная промышленность	СУЭК	0.03	0.03	0.03	0.02
Химическая и нефтехимическая промышленность	Еврохим	0.04	0.04	0.04	0.03
Розничная торговля	Рольф	0.12	0.12	0.09	0.08
Розничная торговля	М.Видео	0.23	0.23	0.22	0.22
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижнекамскнефтехим	0.12	0.10	0.09	0.10
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ТАИФ-НК	0.08	0.11	0.08	0.09
Машиностроение	Группа ГАЗ	0.15	0.11	0.11	0.11
Оптовая торговля	Протек	0.04	0.04	0.04	0.03
Строительство	Мостотрест	0.12	0.08	0.06	0.05
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	0.11	0.10	0.06	0.06
Розничная торговля	О'кей	0.15	0.15	0.17	0.17
Черная металлургия	ЧТПЗ	0.10	0.07	0.07	0.07
Электроэнергетика	Русэнергосбыт	0.01	0.01	0.01	0.01
Розничная торговля	Лента	X	0.13	0.13	0.12
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Alliance Oil Company	0.15	0.14	0.12	0.12
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	0.15	0.15	0.12	0.14
Оптовая торговля	ГК Катрен	0.07	0.06	0.06	0.06
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Eurasia Drilling Company	0.07	0.06	0.05	0.05
Транспорт	Трансаэро	0.08	0.07	0.03	0.03
Цветная металлургия	PolyusGold	0.13	0.11	0.11	0.10
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралхим	0.39	0.32	0.31	0.27
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	0.09	0.09	0.07	0.08
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	0.11	0.10	0.09	0.06
Машиностроение	Соллерс	0.17	0.12	0.11	0.12

В качестве операционных издержек нами были приняты коммерческие, административные, общехозяйственные, управленческие затраты. Отметим, что самый низкий уровень операционных издержек наблюдался у компании «Русэнергосбыт». Также в пятерку лидеров по минимальному значению данного показателя вошли «СУЭК», «Еврохим», «PolyusGold». Среди

компаний с самым большим соотношением операционных издержек к выручке оказались: «X5 Retail Group», «Башнефть», «МТС», «Мечел», «МегаФон», «Сибур», «Уралхим». Исходя из этого, очевидно, что зависимости между отраслевой принадлежностью компании и ее уровнем операционных издержек не прослеживается.

У 12 корпораций из исследуемой выборки или 27% компаний на протяжении 2009-2012гг. наблюдался неизменный уровень операционных расходов по отношению к выручке, что свидетельствует о том, что величина агентских издержек также не была подвержена колебаниям. Отрицательная динамика веса операционных расходов в доходах за исследуемый период наблюдалась по 29 корпорациям или 65% от общей совокупности, что в виду положительной корреляции рассматриваемого показателя с агентскими издержками указывает на снижение косвенных потерь, связанных с агентскими конфликтами. Рост уровня операционных расходов у 4 компаний выборки свидетельствует об увеличении агентских издержек.

На примере рассматриваемой совокупности предприятий видно, что в целом по совокупности компаний за временной промежуток 2009-2012 гг. уровень операционных издержек показывает четкую тенденцию падения от 15% коммерческих, административных затрат в выручке в 2009 году до 12% - в 2012 году.

Таблица 2.5

Темп роста уровня операционных издержек выборки компаний за 2009-2012 гг.¹¹⁸

Отрасль	Наименование	Темп роста уровня операционных издержек			
		2010/ 2009	2011/ 2010	2012/ 2011	2012/ 2009
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	88%	102%	97%	88%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	97%	94%	106%	96%
Телекоммуникации и связь	Vimpelcom	166%	46%	83%	64%
Розничная торговля	X5 RetailGroup	165%	93%	99%	153%
Черная металлургия	Evrax	89%	127%	70%	79%

¹¹⁸ Составлено автором

Окончание табл. 2.5

1	2	3	4	5	6
Розничная торговля	Магнит	102%	115%	99%	116%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	91%	127%	113%	131%
Черная металлургия	Северсталь	86%	102%	116%	102%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	44%	126%	103%	58%
Телекоммуникации и связь	МТС	107%	82%	105%	92%
Черная металлургия	НЛМК	65%	150%	78%	76%
Цветная металлургия	Норильский никель	99%	138%	108%	148%
Черная металлургия	Мечел	79%	101%	104%	83%
Цветная металлургия	UC Rusal	76%	93%	103%	73%
Черная металлургия	ММК	90%	83%	106%	79%
Телекоммуникации и связь	Мегафон	104%	106%	95%	104%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Сибур	87%	94%	108%	88%
Черная металлургия	Металлоинвест	73%	107%	104%	81%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Русснефть	109%	85%	82%	76%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	X	81%	111%	X
Черная металлургия	ТМК	76%	90%	106%	73%
Угольная промышленность	СУЭК	92%	116%	76%	80%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Еврохим	87%	92%	95%	76%
Розничная торговля	Рольф	94%	79%	85%	64%
Розничная торговля	М.Видео	101%	95%	101%	96%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижнекамскнефтехим	83%	98%	106%	86%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ТАИФ-НК	124%	72%	113%	102%
Машиностроение	Группа ГАЗ	75%	97%	105%	76%
Оптовая торговля	Протек	86%	97%	91%	76%
Строительство	Мостотрест	64%	77%	86%	42%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	84%	66%	93%	52%
Розничная торговля	О'кей	99%	113%	103%	114%
Черная металлургия	ЧТПЗ	66%	106%	99%	69%
Электроэнергетика	Русэнергосбыт	71%	131%	128%	119%
Розничная торговля	Лента	X	96%	98%	X
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Alliance Oil Company	89%	86%	101%	77%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	95%	85%	109%	89%
Оптовая торговля	ГК Катрен	88%	93%	94%	77%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Eurasia Drilling Company	85%	89%	95%	73%
Транспорт	Трансаэро	82%	44%	117%	42%
Цветная металлургия	PolyusGold	88%	98%	90%	77%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралхим	82%	98%	87%	70%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	102%	75%	110%	84%
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	96%	88%	72%	61%
Машиностроение	Соллерс	73%	90%	109%	71%

Темпы роста уровня операционных издержек, представленные в Таблице 2.5. являются тому подтверждением. Так, из 45 российских крупнейших корпораций всего 4 компании или 9% увеличили данный показатель в 2012 году по отношению к 2009 году. Сопоставляя динамику абсолютных значений выручки и операционных издержек исследуемых предприятий, следует отметить, что по большинству компаний темп роста доходов опережал прирост затрат, связанных с операционной деятельностью.

Несмотря на то, что в выборке фигурируют крупнейшие по выручке в 2012 году российские компании, среди них присутствуют предприятия, имеющие отрицательное значение собственного капитала, т.е. функционирующие только за счет заемных средств (Таблица 2.6.).

Таблица 2.6

Финансовый леверидж выборки компаний за 2009-2012гг.¹¹⁹

Отрасль	Наименование	Финансовый леверидж			
		2009	2010	2011	2012
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	0.40	0.46	0.43	0.35
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	0.06	0.12	0.13	0.14
Телекоммуникации и связь	Vimpelcom	1.88	0.88	1.91	1.70
Розничная торговля	X5 RetailGroup	2.40	4.90	6.63	3.94
Черная металлургия	Evraz	0.83	0.52	0.52	0.38
Розничная торговля	Магнит	0.76	1.37	1.76	1.32
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	0.58	0.62	0.58	0.41
Черная металлургия	Северсталь	0.73	0.70	0.84	0.91
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	0.72	0.88	0.93	0.87
Телекоммуникации и связь	МТС	2.79	2.60	7.46	3.37
Черная металлургия	НЛМК	0.45	0.51	0.92	0.70
Цветная металлургия	Норильский никель	0.54	0.33	0.69	0.62
Черная металлургия	Мечел	2.04	2.19	2.60	4.00
Цветная металлургия	UC Rusal	2.77	1.32	1.40	1.33
Черная металлургия	ММК	0.44	0.57	0.38	0.34
Телекоммуникации и связь	Мегафон	0.34	0.36	0.39	1.98
Химическая и нефтехимическая промышленность	Сибур	1.02	1.02	0.95	0.93
Черная металлургия	Металлоинвест	4.37	2.24	2.14	3.64

¹¹⁹ Составлено автором

1	2	3	4	5	6
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Русснефть	7.05	6.76	7.49	5.91
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	X	0.70	0.59	0.59
Черная металлургия	ТМК	3.54	3.19	2.91	2.65
Угольная промышленность	СУЭК	2.01	2.06	8.42	2.98
Химическая и нефтехимическая промышленность	Еврохим	0.76	0.58	1.27	1.22
Розничная торговля	Рольф	3.68	4.35	3.16	2.11
Розничная торговля	М.Видео	2.72	3.04	3.16	4.42
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижекамскнефтехим	1.01	0.60	0.45	0.31
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ТАИФ-НК	1.58	0.83	0.72	0.85
Машиностроение	Группа ГАЗ	- 3.27	- 3.53	- 7.15	- 41.56
Оптовая торговля	Протек	2.56	1.46	1.60	1.73
Строительство	Мостотрест	1.69	3.35	4.28	3.62
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	0.43	0.32	0.57	0.63
Розничная торговля	О'кей	3.76	2.03	2.06	1.95
Черная металлургия	ЧТПЗ	39.97	22.94	- 13.41	- 15.37
Электроэнергетика	Русэнергосбыт	2.99	1.84	1.45	1.32
Розничная торговля	Лента	X	10.45	- 6.93	- 58.16
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Alliance Oil Company	0.70	0.85	1.12	0.98
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	0.21	0.31	0.80	0.87
Оптовая торговля	ГК Катрен	18.65	23.85	30.12	8.16
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Eurasia Drilling Company	0.52	0.65	1.00	0.83
Транспорт	Трансаэро	- 45.27	27.89	0.46	27.13
Цветная металлургия	PolyusGold	0.22	0.24	0.49	0.25
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралхим	- 16.89	- 11.45	4.42	1.35
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	1.00	0.96	1.21	0.98
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	64.89	- 27.07	589.71	- 37.82
Машиностроение	Соллерс	4.14	4.96	2.62	1.32

К ним относится: группа компаний «ПИК», в течение всего отчетного периода балансирующая на стыке положительного и отрицательного значения собственного капитала; «Уралхим», с минусовыми значениями собственного капитала в 2009-2010гг.; «Лента», «ЧТПЗ», с отрицательной величиной собственных средств в 2011-2012гг.; группа компаний «ГАЗ№», чье финансовое положение в целом, и финансовую устойчивость можно охарактеризовать как неудовлетворительную в течение всего

рассматриваемого временного промежутка. Самые высокие значения финансового рычага были выявлены у следующих корпораций: ГК «Катрен», «Мостотрест», «М.Видео», «Рольф», «ТМК», «Металлоинвест», «МТС», «X5 RetailGroup». Самые низкие показатели финансового левиреджа были обнаружены у компаний «Лукойл», «Сургутнефтегаз», «ММК», равные 0,41; 0,11; 0,43 пункта соответственно.

Таблица 2.7

Прирост финансового рычага выборки компаний за 2009-2012гг.¹²⁰

Отрасль	Наименование	Прирост финансового рычага			
		2010/ 2009	2011/ 2010	2012/ 2011	2012/ 2009
1	2	3	4	5	6
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	16%	-6%	-19%	-12%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	100%	13%	6%	138%
Телекоммуникации и связь	Vimpelcom	-53%	118%	-11%	-9%
Розничная торговля	X5 RetailGroup	104%	35%	-41%	64%
Черная металлургия	Evrast	-38%	0%	-26%	-54%
Розничная торговля	Магнит	80%	29%	-25%	74%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	6%	-7%	-28%	-29%
Черная металлургия	Северсталь	-5%	21%	8%	24%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	22%	6%	-6%	21%
Телекоммуникации и связь	МТС	-7%	187%	-55%	21%
Черная металлургия	НЛМК	15%	80%	-24%	58%
Цветная металлургия	Норильский никель	-39%	108%	-9%	14%
Черная металлургия	Мечел	7%	19%	54%	96%
Цветная металлургия	UC Rusal	-53%	7%	-6%	-52%
Черная металлургия	ММК	29%	-33%	-9%	-22%
Телекоммуникации и связь	Мегафон	6%	7%	410%	476%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Сибур	0%	-6%	-2%	-8%
Черная металлургия	Металлоинвест	-49%	-5%	70%	-17%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Русснефть	-4%	11%	-21%	-16%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	X	-16%	1%	X
Черная металлургия	ТМК	-10%	-9%	-9%	-25%
Угольная промышленность	СУЭК	2%	309%	-65%	48%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Еврохим	-23%	118%	-4%	61%
Розничная торговля	Рольф	18%	-28%	-33%	-43%

¹²⁰ Составлено автором

Окончание табл. 2.7

1	2	3	4	5	6
Розничная торговля	М.Видео	12%	4%	40%	63%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижнекамскнефтехим	-41%	-26%	-31%	-69%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ТАИФ-НК	-48%	-13%	18%	-46%
Машиностроение	Группа ГАЗ	8%	103%	481%	1173%
Оптовая торговля	Протек	-43%	9%	8%	-32%
Строительство	Мостотрест	98%	28%	-16%	113%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	-27%	80%	10%	46%
Розничная торговля	О'кей	-46%	1%	-5%	-48%
Черная металлургия	ЧТПЗ	-43%	-158%	15%	-138%
Электроэнергетика	Русэнергосбыт	-38%	-21%	-9%	-56%
Розничная торговля	Лента	X	-166%	739%	X
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	AllianceOilCompany	23%	31%	-13%	40%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	47%	159%	9%	315%
Оптовая торговля	ГК Катрен	28%	26%	-73%	-56%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	EurasiaDrillingCompany	25%	53%	-17%	59%
Транспорт	Трансаэро	-162%	-98%	5761%	-160%
Цветная металлургия	PolyusGold	8%	108%	-49%	15%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралхим	-32%	-139%	-69%	-108%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	-5%	27%	-19%	-2%
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	-142%	-2278%	-106%	-158%
Машиностроение	Соллерс	20%	-47%	-50%	-68%

Изучая показатели финансового рычага 45 корпораций в динамике, следует заметить, что никаких определенных тенденций в разрезе предприятий в изменении соотношения заемного и собственного капитала не прослеживается. Так, значения рычага из года в год варьируются, и усиление финансового левеиджа стимулирует менеджеров предпринимать управленческие решения, способствующие росту доходов от основной деятельности и повышению операционной эффективности. Исходя из рассчитанных по совокупности данных видно, что большинство компаний, нарастив финансовый левеидж в текущем финансовом году, в последующих отчетных периодах стремятся сократить разрыв между собственными и заемными средствами для улучшения показателей финансовой устойчивости

с одной стороны, и исходя из предпочтений менеджеров в использовании акционерного капитала по сравнению долговыми обязательствами с другой.

Коэффициент Тобина, отражающий соотношение рыночной капитализации к совокупным активам в виду отсутствия официальных данных рассчитан по 16 компаниям из исследуемой выборки за 2012 год (Таблица 2.8.). Безусловным лидером по данному показателю являлся ОАО «Магнит», чья рыночная стоимость акций превысила стоимость всего имущества корпорации более, чем в три раза по состоянию на 2012 год. Данный факт косвенно указывает о том, что агентские затраты ОАО «Магнит» ниже прочих рассматриваемых предприятий. В подтверждение этого суждения свидетельствует факт главенствующего управления компанией ее мажоритарным акционером, что в агентской теории расценивается как фактор, отрицательно коррелируемый с агентскими затратами.

Таблица 2.8

Q-Тобина выборки компаний за 2012 год (составлено автором)

Отрасль	Наименование	Q-Тобина	Q-Тобина, бинарная величина
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	0.55	0
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	0.53	0
Розничная торговля	Магнит	3.17	1
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	0.74	0
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	0.88	0
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	2.38	1
Розничная торговля	М.Видео	0.85	0
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижнекамскнефтехим	0.50	0
Оптовая торговля	Протек	0.33	0
Строительство	Мостотрест	0.40	0
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	1.06	1
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	1.00	1
Транспорт	Трансаэро	0.21	0
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	0.26	0
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	0.34	0
Машиностроение	Соллерс	0.49	0

«Новатэк», «Уралкалий», «Фосагро» также попали в список предприятий, чья рыночная стоимость превышает либо равна стоимости активов. 7 корпораций из 16, что эквивалентно 44%, недооценены рынком менее, чем в половину накопленного капитала хозяйствующего субъекта, что позволяет сделать вывод о низком качестве принимаемых управленческих решений, не способствующих росту акционерной стоимости.



Рис. 2.3. Q-Тобина выборки компаний за 2012 год

Исходя из динамики рассмотренных коэффициентов за временной отрезок с 2009 по 2012гг. можно сделать вывод о том, что большинство корпораций из изучаемой выборки подвержены росту агентских затрат вследствие ухудшения одного или одновременно нескольких значений количественных показателей: уровня операционных издержек, коэффициента использования активов, финансового рычага, Q-Тобина.

В Таблицах 2.9. и 2.10. представлены значения соотношения свободных потоков денежных потоков к суммарным активам исследуемой выборки компаний в абсолютных значениях и в виде темпов прироста за 2009-2012 гг. Как нами было отмечено выше, данный показатель характеризуется высокой

степенью влияния на динамику агентских затрат¹²¹, что свидетельствует о необходимости его рассмотрения среди прочих финансово-экономических показателей.

Семь из 45 компаний, а именно: «Лукойл», «Евраз», «Норильский никель», «Русал», «Нижнекамскнефтехим», «М-Видео», «Мостотрест», - за весь временной промежуток имели положительные значения свободных денежных потоков, что можно охарактеризовать как недостаток инвестирования и непринятие риска в отношении новых капиталовложений.

Таблица 2.9

Соотношение свободных потоков денежных потоков к активам за 2009-2012 гг.¹²²

Отрасль	Наименование	Соотношение свободных потоков денежных потоков к активам			
		2009	2010	2011	2012
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	3%	10%	10%	9%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	н/д	0%	2%	3%
Телекоммуникации и связь	Vimpelcom	0%	4%	-18%	13%
Розничная торговля	X5 RetailGroup	5%	-14%	0.04%	-2%
Черная металлургия	Evraz	0%	5%	7%	0%
Розничная торговля	Магнит	-3%	-24%	-16%	-5%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	-5%	-2%	9%	14%
Черная металлургия	Северсталь	7%	-2%	4%	4%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	-7%	-4%	8%	7%
Телекоммуникации и связь	МТС	-18%	-5%	1%	10%
Черная металлургия	НЛМК	-3%	-3%	0%	2%
Цветная металлургия	Норильский никель	14%	24%	15%	2%
Черная металлургия	Мечел	-2%	-8%	-9%	3%
Цветная металлургия	UC Rusal	6%	4%	6%	4%
Черная металлургия	ММК	-6%	-5%	-4%	4%
Телекоммуникации и связь	Мегафон	7%	-1%	-2%	27%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Сибур	7%	0%	-134%	-367%
Черная металлургия	Металлоинвест	10%	15%	-4%	18%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Русснефть	-32%	-3%	8%	14%

¹²¹ Пирогов Н.К., Бобрышев Н.А. Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на // Корпоративные финансы. - 2009. - №2(10). С.40-45.

¹²² Составлено автором

1	2	3	4	5	6
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	0%	-8%	7%	-2%
Черная металлургия	ТМК	-1%	2%	5%	6%
Угольная промышленность	СУЭК	3%	5%	-4%	0%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Еврохим	-6%	8%	-8%	-3%
Розничная торговля	Рольф	-5%	1%	8%	-13%
Розничная торговля	М.Видео	26%	4%	13%	0%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижнекамскнефтехим	10%	6%	14%	10%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ТАИФ-НК	-17%	11%	39%	1%
Машиностроение	Группа ГАЗ	5%	5%	8%	-16%
Оптовая торговля	Протек	12%	-1%	-1%	7%
Строительство	Мостотрест	15%	19%	0%	0%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	-17%	22%	1%	9%
Розничная торговля	О'кей	-1%	5%	-5%	1%
Черная металлургия	ЧТПЗ	-6%	-20%	7%	-7%
Электроэнергетика	Русэнергосбыт	18%	25%	164%	50%
Розничная торговля	Лента	0%	9%	8%	-5%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Alliance Oil Company	3%	-15%	-15%	-6%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	-1%	-2%	23%	11%
Оптовая торговля	ГК Катрен	2%	-2%	3%	4%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Eurasia Drilling Company	19%	-1%	-18%	0%
Транспорт	Трансаэро	0%	-14%	-17%	-3%
Цветная металлургия	Polyus Gold	-5%	7%	12%	4%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралхим	-12%	9%	27%	16%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	3%	-2%	8%	-7%
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	0%	-3%	-5%	5%
Машиностроение	Соллерс	-1%	4%	16%	12%

Следует отметить, что отрицательные значения соотношения свободных денежных потоков к суммарным активам можно трактовать как фактор, благоприятствующий снижению косвенных агентских издержек и использованию денежных средств компании со стороны ее управленцев по назначению. В то же время устойчивая нехватка свободных денежных потоков в долгосрочном периоде, когда операционные потоки не покрывают реализуемых капитальных вложений, отражает негативную тенденцию

потери возможности генерировать достаточный уровень доходов для покрытия инвестиций и роста благосостояния собственников.

Таблица 2.10

Темпы прироста соотношения свободных денежных потоков к активам за 2009-2012 гг.¹²³

Отрасль	Наименование	Темп прироста		
		2010/ 2009	2011/ 2010	2012/ 2011
1	2	3	4	5
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	213%	-5%	-10%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	н/д	890%	68%
Телекоммуникации и связь	Vimpelcom	1996%	-574%	177%
Розничная торговля	X5 RetailGroup	-359%	100%	-4970%
Черная металлургия	Evgaz	н/д	40%	-96%
Розничная торговля	Магнит	-625%	33%	69%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	67%	625%	59%
Черная металлургия	Северсталь	-128%	304%	10%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	42%	300%	-16%
Телекоммуникации и связь	МТС	74%	116%	1220%
Черная металлургия	НЛМК	-9%	87%	602%
Цветная металлургия	Норильский никель	70%	-37%	-83%
Черная металлургия	Мечел	-398%	-13%	127%
Цветная металлургия	UC Rusal	-37%	52%	-33%
Черная металлургия	ММК	10%	15%	206%
Телекоммуникации и связь	Мегафон	-110%	-163%	1570%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Сибур	-95%	-39967%	-174%
Черная металлургия	Металлоинвест	45%	-129%	504%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Русснефть	90%	370%	70%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	н/д	178%	-126%
Черная металлургия	ТМК	439%	175%	22%
Угольная промышленность	СУЭК	60%	-180%	97%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Еврохим	230%	-209%	65%
Розничная торговля	Рольф	110%	1300%	-263%
Розничная торговля	М.Видео	-83%	195%	-100%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижнекамскнефтехим	-35%	118%	-26%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ТАИФ-НК	167%	240%	-98%
Машиностроение	Группа ГАЗ	-10%	76%	-291%
Оптовая торговля	Протек	-109%	-37%	597%
Строительство	Мостотрест	24%	-100%	0%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	228%	-97%	1148%

¹²³ Составлено автором

Окончание табл. 2.10

1	2	3	4	5
Розничная торговля	О'кей	469%	-216%	116%
Черная металлургия	ЧТПЗ	-227%	137%	-196%
Электроэнергетика	Русэнергосбыт	39%	561%	-70%
Розничная торговля	Лента	#ДЕЛ/ 0!	-16%	-159%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	AllianceOilCompany	-657%	4%	56%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	-148%	1322%	-52%
Оптовая торговля	ГК Катрен	-196%	221%	65%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	EurasiaDrillingCompany	-103%	-3255%	99%
Транспорт	Трансаэро	0%	-21%	81%
Цветная металлургия	PolyusGold	244%	74%	-66%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралхим	178%	188%	-38%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	-166%	542%	-188%
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	-749%	-64%	201%
Машиностроение	Соллерс	556%	278%	-23%

Дефицит свободных денежных потоков на протяжении исследуемого временного периода наблюдался у большинства корпораций рассматриваемой выборки (69%), остальные 31% предприятий показывали профицит свободных денежных потоков. В этой связи гипотеза об увеличении косвенных агентских издержек на примере данного показателя подтвердилась для трети рассматриваемой выборки корпораций.

Для выявления корреляции между исследуемыми величинами уровня операционных издержек, соотношения свободных денежных потоков и активов, финансового левериджа, коэффициента использования активов совокупности крупнейших по выручке российских компаний соискателем был проведен регрессионный анализ, целью которого стало нахождение потенциальных взаимосвязей между прокси-переменными агентских издержек. По итогам реализованного анализа различных комбинаций рассчитанных операционных коэффициентов были получены результаты, свидетельствующие в пользу отсутствия статистически значимых зависимостей между рассчитанными значениями финансовых показателей. В конечном итоге, разнонаправленность динамики финансовых переменных, указывающих на изменение косвенных агентских издержек, позволила

сделать выводы об одновременном увеличении уровня потерь вследствие агентских конфликтов по одним признакам, и их снижении – по другим.

В первой главе настоящей работы нами было отмечено, что управление агентскими конфликтами в том числе затрагивает вопросы мотивации менеджеров для содействия сосредоточению усилий на интересах собственников и улучшения результативности деятельности компании. В этой связи представляется релевантным провести исследование динамики вознаграждения управленцев в сопоставлении с переменными величинами, указывающими на изменение косвенных агентских издержек.

На Рисунках 2.4.; 2.5.; 2.6.; 2.7. отражена динамика обозначенных выше финансовых показателей и зарплат руководителей в разрезе четырех наиболее многочисленных отраслей согласно рассматриваемой выборки корпораций: нефтегазовой, тяжелой индустрии, телекоммуникаций и торговых сетей на основании опубликованных на сайте журнала «Forbes» данных по выплатам топ-менеджерам за 2006-2012гг.¹²⁴

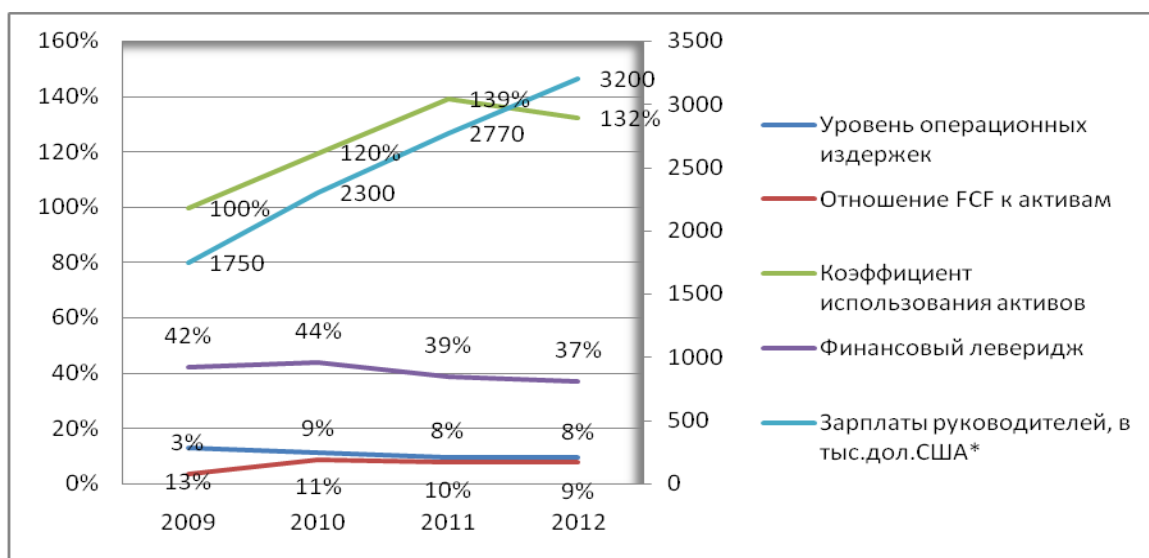


Рис. 2.4. Динамика финансовых показателей и зарплат руководителей нефтегазовой отрасли¹²⁵

¹²⁴ Как росли зарплаты топ-менеджеров в разных отраслях // URL: <http://www.forbes.ru/sp/dinamika-zarplat-2013> (дата обращения: 28.11.2013).

¹²⁵ Составлено автором

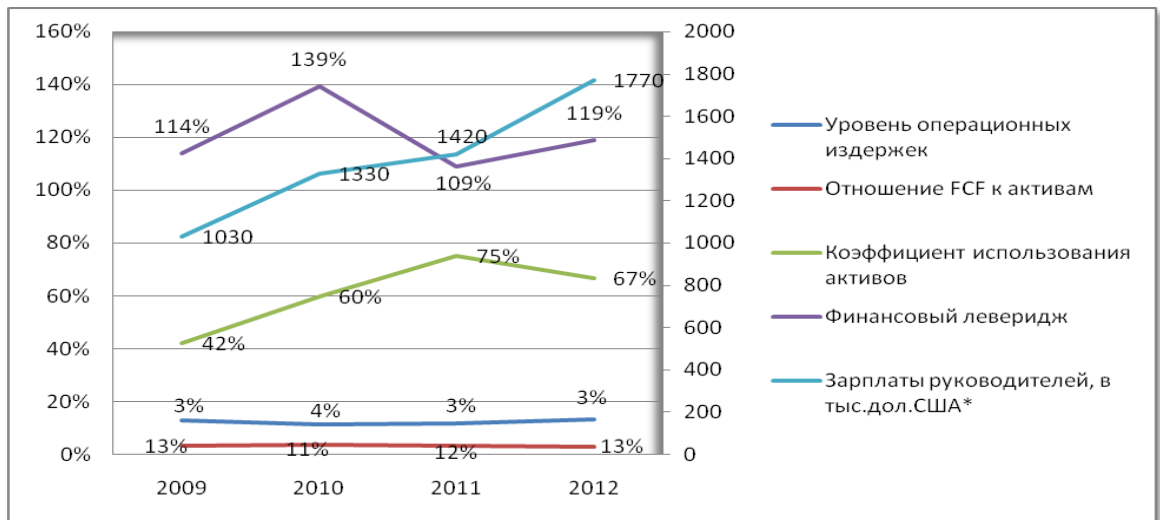


Рис. 2.5. Динамика финансовых показателей и зарплат руководителей тяжелой индустрии¹²⁶

Исходя из Рисунка 2.4. видно, что за период с 2009 по 2012 гг. в нефтегазовой отрасли наблюдался устойчивый рост зарплат руководителей, в то время как тренд коэффициента использования активов отражал позитивный рост до 2011 года, после чего в 2012 году наблюдалось падение данного показателя. В целом, высокий уровень соотношения свободного денежного потока к активам (отношение FCF к активам), а также падение финансового рычага на фоне роста вознаграждения управленцев позволяет утверждать об увеличении уровня агентских издержек.

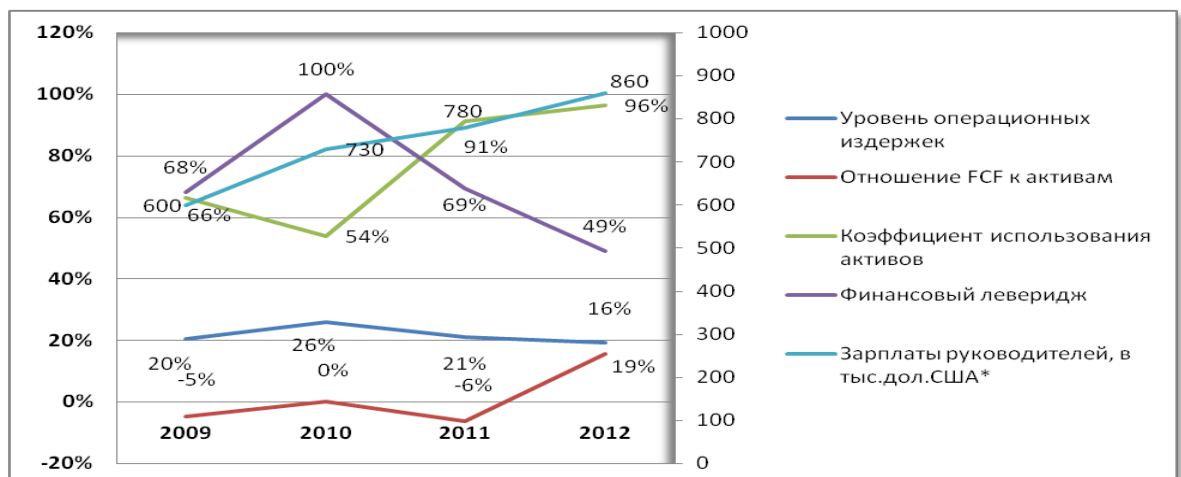


Рис. 2.6. Динамика финансовых показателей и зарплат руководителей телекоммуникаций¹²⁷

¹²⁶ Составлено автором

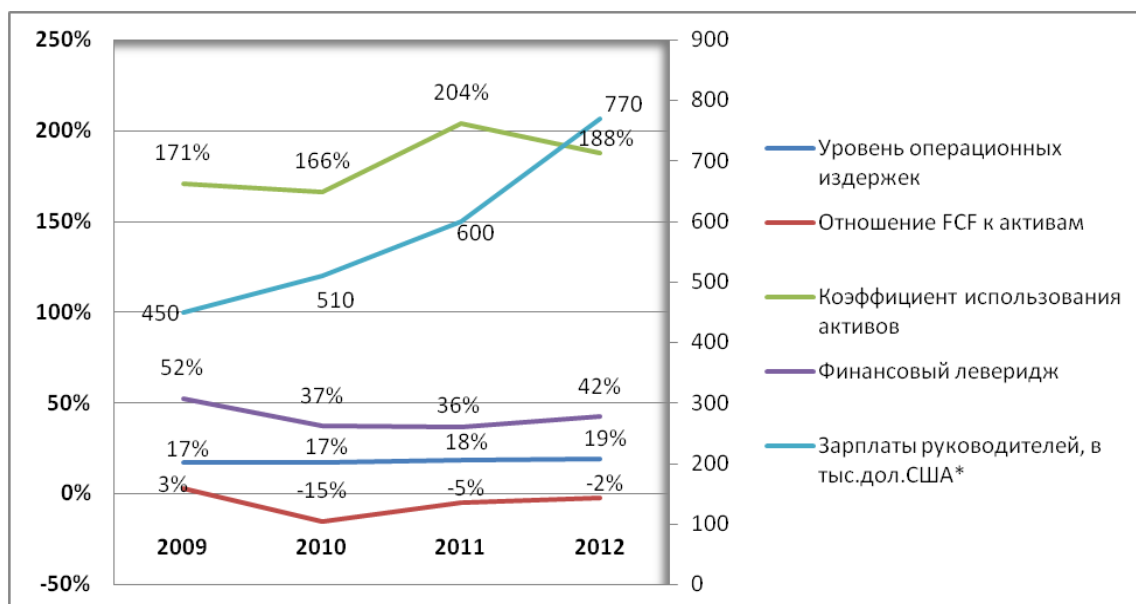


Рис. 2.7. Динамика финансовых показателей и зарплат руководителей торговых сетей¹²⁸

Непропорциональный рост зарплат руководителей для корпораций отраслевой направленности тяжелой индустрии, куда вошли компании черной и цветной металлургии, а также угольной промышленности рассматриваемой выборки, при значительных флуктуациях финансового левериджа, высокого процента соотношения свободного денежного потока к активам, улучшения коэффициента использования активов за счет снижения капитальных затрат указывают на повышение связанных с агентскими конфликтами потерь в неявной форме.

Ситуацию в отношении изменения уровня косвенных агентских издержек на примере телекоммуникационных корпораций за исследуемый период можно оценить как более позитивную по сравнению с нефтегазовой промышленностью и тяжелой индустрией, поскольку замедление темпов роста зарплат руководителей согласуется с коэффициентом использования активов, а скачкообразное увеличение свободных денежных потоков в 2012 году объясняется значительными капитальными вложениями, осуществленными на протяжении нескольких предыдущих периодов.

¹²⁷ Составлено автором

¹²⁸ Составлено автором

Динамика финансовых показателей и зарплат руководителей торговых сетей (компании изучаемой выборки с принадлежностью к оптовой и розничной торговле) свидетельствуют в пользу увеличения косвенных агентских издержек в виду существенной диспропорции между вознаграждением менеджеров и приростом за исследуемый временной промежуток коэффициента использования активов, роста операционных расходов и снижения финансового левериджа.

Таким образом, устойчивый рост выплат управленцам, не обеспечивающий равнозначного улучшения финансовых показателей, сопровождаемый индикаторами увеличения косвенных агентских издержек, подтверждает выдвинутую гипотезу об актуальности проблемы корпоративных агентских конфликтов интересов собственников и менеджеров и необходимости ее дальнейшего изучения.

2.2. Оценка показателя экономической добавленной стоимости на примере рассматриваемой выборки корпораций

Неоднозначность трактовки коэффициента использования активов, уровня операционных издержек, финансового левериджа, соотношения потоков свободных денежных средств к общей величине активов, как индикаторов агентских затрат, по причине отсутствия корреляции между ними указывает на необходимость дальнейшего анализа финансовой отчетности, исследуемой выборки корпораций. Вышеупомянутые показатели сами по себе не отражают полной картины результатов деятельности компании и ее уязвимости в отношении агентских конфликтов и издержек. При этом, рассмотрение указывающих на изменение уровня косвенных агентских издержек в большую или меньшую сторону качественных факторов, таких как элементы корпоративного управления: размер совета директоров, состав независимых директоров; структура собственности; доля пакета акций на руках у менеджмента компании и других, - представляется

нам нецелесообразным в виду специфики изучаемой в настоящей работе темы, а именно в виду невозможности влияния сложившейся на предприятии системы финансового менеджмента и контроля на данные факторы.

В поиске объективной оценки измерения и способов влияния на косвенные агентские издержки с помощью инструментария финансового менеджмента и средств финансового контроля, обратимся к тому, какие показатели помимо рассчитанных, могли бы стать одновременно и индикаторами издержек, связанных с агентскими конфликтами, и могли бы быть адаптированы в качестве корпоративных целей для мотивации менеджеров в принятии управленческих решений, направленных на создание акционерной стоимости вместо действий, которые способствуют ее разрушению.

В первой главе настоящей диссертационной работы нами была отмечена значимость управления на основе стоимости (VBM) в решении внутрикорпоративных агентских конфликтов, а также полезность использования данного подхода, который подразумевает принятие и реализацию решений с учетом влияющих на стоимость бизнеса факторов, в менеджменте агентских конфликтов.

В этой связи, мы полагаем, что показателем, использование которого на практике позволит сконцентрировать усилия на создании и росте акционерной стоимости, что свою очередь, позволяет сонаправить интересы менеджеров и акционеров является EVA - экономическая добавленная стоимость. Формула расчета данной величины отличается от многих используемых в финансовом анализе показателей. Так, зачастую, результаты деятельности компании оцениваются по полученным результатам и, как правило, сравниваются с итогами деятельности аналогичных по профилю риска предприятий. Наиболее распространенные в современных финансах метрики результатов деятельности корпорации базируются на оценке возврате вложений, генерируемых отдельной бизнес единицей. Для получения значимых выводов в этом отношении, результаты деятельности

компании должны быть сравнены с итогами за одинаковый временной период схожих по уровню риска вложений компаний.

Заметим, что одним из критериев создания дополнительной стоимости фирмой является превышение отдачи от использования активов в виде чистой прибыли по сравнению с ценой вложенного капитала. Цену капитала в данном случае определяет WACC (средневзвешенная стоимость капитала), которая лежит в основе расчета экономической добавленной стоимости.

Таким образом, индикатор EVA является измерителем, охватывающим ряд основных принципов оценки результатов деятельности компании, привлекательность которого состоит в учете значения стоимости капитала.

На изучаемой выборке из 45 российских крупнейших по выручке корпораций произведем расчет EVA¹²⁹. Перед непосредственным представлением полученных результатов мы считаем необходимым отобразить, согласно каким формулам и методике рассчитывался данный показатель. Для расчета EVA использовалась следующая формула¹³⁰:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C; (2.1.)$$

где NOPAT – операционная прибыль после уплаты налогов;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

C – вложенный в предприятие капитал¹³¹. NOPAT рассчитывалась как чистая прибыль корпорации без учета процентов к уплате по займам и кредитам. Полученные значения данного показателя согласно исследуемой выборке приведены в Таблице 2.11.

Отрицательные значения NOPAT за весь исследуемый период получены только у двух корпораций – Мечел и ММК, у которых в 2012 году операционный убыток составил 996 млн. долларов США и в 2011 году 463 млн. долларов США соответственно.

¹²⁹ Курузов М.В. Расчет экономической добавленной стоимости на примере российских корпораций // Экономика и социум. - 2014. - №1(10). - С. 1-7.

¹³⁰ Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. - М.: Финансы и статистика, 2009. - С. 178-183.

¹³¹ Корпоративные финансы: Учебник для вузов / Под ред. М.В. Романовского, А.И. Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. – СПб.: Питер, 2011. – С. 503-505.

Таблица 2.11

НОРАТ выборки компаний за 2009-2012гг.

Наименование	НОРАТ, млрд.руб.				Темп прироста НОРАТ, %		
	2009	2010	2011	2012	2010/2009	2011/2010	2012/2011
Лукойл, млн.дол.США	7736.0	9721.0	11051.0	11542.0	25.7%	13.7%	4.4%
Сургутнефтегаз	113.5	131.5	278.1	182.8	15.9%	111.6%	-34.3%
Vimpelcom, млн.дол.США	73.1	44.9	50.1	98.6	-38.6%	11.7%	96.7%
X5 RetailGroup	467.3	608.2	456.3	19.7	30.2%	-25.0%	-95.7%
Evraz, млн.дол.США	385.0	1260.0	1161.0	310.0	227.3%	-7.9%	-73.3%
Магнит, млн.дол.США	300.5	355.4	535.1	938.2	18.3%	50.6%	75.3%
Татнефть	57.6	51.1	70.1	85.4	-11.2%	37.0%	21.9%
Северсталь, млн.дол.США	1559.7	1132.4	2609.9	1260.7	-27.4%	130.5%	-51.7%
Башнефть	15.5	62.6	68.2	68.5	303.0%	8.9%	0.3%
МТС	48.9	47.0	66.4	63.7	-3.8%	41.4%	-4.1%
НЛМК	583.9	1347.2	1261.1	678.6	130.7%	-6.4%	-46.2%
Норильский никель	2678.0	5372.0	3777.0	2437.0	100.6%	-29.7%	-35.5%
Мечел, млн.дол.США	575.3	1250.4	1364.1	-995.6	117.3%	9.1%	-173.0%
UC Rusal, млн.дол.США	2808.0	4396.0	1573.0	583.0	56.6%	-64.2%	-62.9%
ММК, млн.дол.США	365.0	655.0	-463.0	698.0	79.5%	-170.7%	-250.8%
Мегафон	46.9	50.1	44.5	52.2	6.8%	-11.2%	17.2%
Сибур	25.6	45.0	70.1	61.6	75.9%	55.8%	-12.1%
Металлоинвест	28.4	50.5	49.7	86.9	77.5%	-1.6%	75.0%
Русснефть	34.9	23.7	11.7	22.0	-32.0%	-50.8%	88.5%
Новатэк	0.0	40.7	121.4	72.7	0%	198.3%	-40.2%
ТМК	3.9	17.6	20.2	18.0	354.3%	15.0%	-11.0%
СУЭК	11.9	15.6	31.3	34.5	31.1%	100.9%	10.1%
Еврохим	14.1	29.7	35.2	36.9	109.7%	18.5%	4.9%
Рольф	-4.1	2.0	5.6	5.0	-148.9%	176.8%	-10.2%
М.Видео	1.6	2.2	3.4	4.1	42.6%	50.0%	22.7%
Нижнекамскнефтехим	1.1	10.2	16.7	15.5	833.8%	64.1%	-7.5%
ТАИФ-НК	1.2	7.7	15.9	10.8	546.9%	107.7%	-31.9%
Группа ГАЗ	-4.5	7.6	10.8	12.4	-267.4%	43.4%	14.7%
Протек	4.1	1.2	1.9	2.8	-71.3%	64.3%	48.5%
Мостотрест	3.8	3.1	4.6	7.1	-18.4%	48.5%	54.4%
Уралкалий	10.4	17.5	45.9	52.1	67.9%	161.5%	13.6%
О'кей	2.4	5.2	4.1	5.7	115.8%	-20.7%	37.3%
ЧТПЗ	13.6	13.8	11.2	13.4	1.6%	-18.8%	19.6%
Русэнергосбыт	1.3	6.2	9.2	9.2	385.1%	49.7%	-0.3%
Лента	0.0	3.2	3.0	8.4	0%	-5.9%	177.8%
AllianceOilCompany	388.0	255.8	387.4	515.8	-34.1%	51.4%	33.1%
Фосагро	11.0	12.3	23.8	26.0	11.4%	93.6%	9.1%
ГК Катрен, млн.дол.США	53.5	19.8	37.9	94.9	-63.1%	91.8%	150.4%
Eurasia Drilling Company	179.0	221.9	335.7	435.7	24.0%	51.3%	29.8%
Трансаэро	1.9	2.3	8.6	8.8	22.5%	266.2%	2.8%
PolyusGold	205.5	399.2	644.6	1015.3	94.3%	61.5%	57.5%
Уралхим	-78.3	179.9	560.0	742.6	-329.6%	211.3%	32.6%
Акрон	7.6	7.0	21.6	16.6	-8.5%	209.3%	-23.0%
Группа компаний ПИК	-1.1	0.2	11.4	9.9	-123.1%	4538.0%	-12.9%
Соллерс	-0.8	1.8	7.0	6.7	-313.8%	297.9%	-4.1%

Положительный тренд данной величины на протяжении всего исследуемого периода наблюдался у таких компаний, как Магнит, СУЭК, Еврохим, М-Видео, Уралкалий, Фосагро, Трансаэро, ПолиусГолд, Eurasia Drilling Company. Значения показателя NOPAT остальных компаний не показали четко выраженного тренда в динамике за четыре года.

Обратимся к кому, согласно какой модели рассчитывалась стоимость собственного капитала, как самый сложный в части исчисления компонент в формуле WACC¹³². При оценке стоимости собственного капитала использовалась модель ценообразования долгосрочных активов CAPM¹³³:

$$\text{СКК} = \text{СДб} + \beta \times (\text{СДр} - \text{СДб}); \text{ (2.2.)}$$

где (СДр – СДб) – премия за риск;

СДб – безрисковая ставка доходности;

СДр – доходность или рентабельность собственного капитала;

β – бета-коэффициент, характеризующий риск инвестиций в компанию.

В качестве безрисковой ставки доходности приняты процентные ставки по государственным краткосрочным обязательствам (обязательства федерального займа – ГКО-ОФЗ), размещенные на официальном сайте Министерства финансов РФ¹³⁴. По ставкам рынка ГКО-ОФЗ был произведен расчет средней рыночной цены по государственным краткосрочным обязательствам за 2009-2012гг., равные 8,78%; 4,72%; 4,97%; 6,17% соответственно.

Рентабельность собственного капитала в виде соотношения чистой прибыли и среднегодовой стоимости активов также была рассчитана в целях промежуточных расчетов. Результаты по показателю ROE представлены в Таблице 2.12. В виду наличия убытка по некоторым корпорациям, в частности X5 RetailGroup, Евраз, Мечел, Русал, ММК, Русснефть, Рольф,

¹³² Shannon P.Pratt, Roger J. Granbowski Cost of capital: applications and examples. - 4 изд. - New Jersey: John Wiley & Sons, 2010. - С. 384-387.

¹³³ Расчет стоимости собственного капитала // Финансовый директор URL: <http://fd.ru/articles/37602-raschet-stoimosti-sobstvennogo-kapitala-kompanii> (дата обращения: 13.10.2013).

¹³⁴ Ставки рынка ГКО-ОФЗ // Центральный банк Российской Федерации URL: http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?prtid=gkoofz_mr (дата обращения: 21.07.2013).

группа компаний ГАЗ, ЧТПЗ, Лента, значение рентабельности собственного капитала имеет отрицательный знак и требует корректировки для расчета средневзвешенной стоимости капитала во избежание получения ошибочных результатов (отрицательного значения стоимости собственного капитала).

Таблица 2.12

ROE выборки компаний за 2009-2012гг.

Наименование	ROE				Темп прироста ROE		
	2009	2010	2011	2012	2010/2009	2011/2010	2012/2011
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>
Лукойл	13%	15%	15%	15%	3%	0%	-1%
Сургутнефтегаз	9%	9%	16%	10%	0%	7%	-7%
Vimpelcom	33%	9%	17%	31%	-24%	8%	14%
X5 RetailGroup	9%	13%	14%	-6%	4%	1%	-20%
Evraz	-2%	4%	3%	-3%	7%	-1%	-6%
Магнит	17%	22%	25%	27%	5%	2%	2%
Татнефть	18%	14%	17%	18%	-4%	2%	1%
Северсталь	10%	5%	26%	10%	-5%	21%	-16%
Башнефть	8%	21%	23%	23%	13%	3%	-1%
МТС	32%	27%	51%	36%	-5%	24%	-15%
НЛМК	5%	16%	16%	6%	11%	1%	-10%
Норильский никель	17%	29%	32%	17%	12%	3%	-16%
Мечел	2%	14%	15%	-47%	12%	1%	-62%
UC Rusal	13%	25%	2%	-3%	12%	-23%	-5%
ММК	3%	5%	-7%	5%	2%	-12%	12%
Мегафон	25%	21%	16%	38%	-4%	-5%	22%
Сибур	19%	35%	38%	31%	17%	3%	-7%
Металлоинвест	29%	46%	38%	103%	17%	-8%	65%
Русснефть	48%	6%	-12%	22%	-42%	-18%	35%
Новатэк	н/д	24%	49%	24%	н/д	25%	-26%
ТМК	-22%	7%	19%	14%	29%	12%	-6%
СУЭК	5%	13%	151%	64%	8%	138%	-87%
Еврохим	17%	29%	35%	30%	13%	6%	-5%
Рольф	-89%	-14%	43%	32%	75%	57%	-11%
М.Видео	9%	22%	26%	39%	13%	4%	12%
Нижнекамскнефтехим	-1%	25%	32%	26%	26%	8%	-7%
ТАИФ-НК	4%	37%	53%	30%	33%	16%	-24%
Группа ГАЗ	53%	-12%	-90%	-487%	-65%	-78%	-397%
Протек	26%	5%	9%	12%	-21%	4%	3%
Мостотрест	29%	11%	20%	20%	-18%	9%	1%
Уралкалий	21%	29%	13%	19%	9%	-16%	5%
О'кей	10%	31%	23%	26%	21%	-7%	2%
ЧТПЗ	204%	100%	-5%	-14%	-104%	-105%	-9%
Русэнергосбыт	168%	388%	363%	204%	220%	-24%	-160%
Лента	н/д	82%	-27%	-533%	н/д	-109%	-507%
AllianceOilCompany	21%	13%	16%	14%	-9%	4%	-3%

Окончание табл. 2.12

1	2	3	4	5	6	7	8
Фосагро	15%	16%	37%	40%	1%	21%	3%
ГК Катрен	111%	20%	49%	49%	-91%	29%	-1%
EurasiaDrillingCompany	17%	17%	22%	23%	1%	4%	1%
Трансаэро	-117	41%	19%	-6%	158%	-21%	-26%
PolyusGold	6%	11%	20%	22%	5%	9%	2%
Уралхим	95%	-20%	137%	72%	-115%	158%	-65%
Акрон	17%	13%	38%	20%	-5%	26%	-19%
Группа компаний ПИК	-671%	132%	2204%	-93%	803%	2072%	-2298%
Соллерс	-49%	-14%	35%	30%	35%	48%	-5%

Для этого, в случае, если среднее значение коэффициентов доходности собственного капитала компаний за исследуемые четыре года с 2009 по 2012 оказывалось меньше 0, то вместо ROE использовалась средневзвешенная процентная ставка по кредитам¹³⁵ нефинансовым организациям сроком до одного года¹³⁶.

Таблица 2.13

ROE средневзвешенная и скорректированная для расчета WACC
выборки компаний за 2009-2012гг.

Наименование	ROE (средневзвешенное)	ROE (скорректированное)
1	2	3
Лукойл	14.6%	14.6%
Сургутнефтегаз	11.4%	11.4%
Vimpelcom	21.4%	21.4%
X5 RetailGroup	7.5%	7.5%
Evraz	0.7%	0.7%
Магнит	23.6%	23.6%
Татнефть	16.7%	16.7%
Северсталь	12.0%	12.0%
Башнефть	19.4%	19.4%
МТС	36.6%	36.6%
НЛМК	10.2%	10.2%
Норильский никель	23.7%	23.7%
Мечел	-0.5%	10.9%
UC Rusal	9.1%	9.1%
ММК	1.5%	1.5%

¹³⁵ Расчет стоимости собственного капитала // Финансовый директор URL: <http://fd.ru/articles/37602-raschet-stoimosti-sobstvennogo-kapitala-kompanii> (дата обращения: 13.10.2013).

¹³⁶ Средневзвешенные процентные ставки по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям в рублях // Центральный банк Российской Федерации URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=b_sector/dii_rates_2-7_12.htm&pid=cdps_46782&sid=ITM_60399 (дата обращения: 27.07.2013).

1	2	3
Мегафон	22.6%	22.6%
Сибур	32.0%	32.0%
Металлоинвест	54.0%	54.0%
Русснефть	16.3%	16.3%
Новатэк	32.7%	32.7%
ТМК	6.1%	6.1%
СУЭК	33.0%	33.0%
Еврохим	28.6%	28.6%
Рольф	-0.6%	10.9%
М.Видео	24.8%	24.8%
Нижнекамскнефтехим	23.0%	23.0%
ТАИФ-НК	34.4%	34.4%
Группа ГАЗ	-17.7%	10.9%
Протек	11.7%	11.7%
Мостотрест	19.0%	19.0%
Уралкалий	17.6%	17.6%
О'кей	24.1%	24.1%
ЧТПЗ	-92.4%	10.9%
Русэнергосбыт	275.2%	275.2%
Лента	-194.1%	10.9%
AllianceOilCompany	15.6%	15.6%
Фосагро	26.3%	26.3%
ГК Катрен	53.6%	53.6%
EurasiaDrillingCompany	20.1%	20.1%
Трансаэро	18.4%	18.4%
PolyusGold	15.5%	15.5%
Уралхим	104.0%	104.0%
Акрон	22.0%	22.0%
Группа компаний ПИК	159.8%	159.8%
Соллерс	8.2%	8.2%

Используя промежуточные данные, рассчитанные и представленные в вышеупомянутых таблицах, приведем итоговые значения средневзвешенной стоимости капитала 45 крупнейших российских корпораций (Таблица 2.14.). Наибольшее значение WACC за исследуемый временной промежуток соответствует компании Русэнергосбыт вследствие высоких показателей рентабельности собственного капитала, превышающих 275%. Наименьший показатель средневзвешенной стоимости капитала наблюдался одновременно у двух предприятий: Евраз и ММК, равный 3%, что меньше средней процентной ставки по безрисковым ценным бумагам (краткосрочным

государственным облигациям) более, чем в два раза. Наибольшие колебания WACC показали СУЭК, Рольф, группа компаний Катрен, Уралхим. Скачкообразная динамика средневзвешенной стоимости капитала данных корпораций объясняется значительными изменениями структуры капитала в разрезе долей источников инвестиций. Стабильность WACC на практически неизменном уровне на протяжении 2009-2012гг. присутствовала у предприятий: Сургутнефтегаз, Лукойл, Татнефть, ММК, Новатэк, - по причине незначительных изменений в ROE и структуре капитала.

Таблица 2.14

WACC выборки компаний за 2009-2012гг.

Наименование	WACC				Темп прироста WACC		
	2009	2010	2011	2012	2010/2009	2011/2010	2012/2011
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>
Лукойл	14%	13%	13%	13%	-7%	1%	3%
Сургутнефтегаз	11%	11%	11%	11%	-2%	0%	0%
Vimpelcom	15%	14%	12%	13%	-3%	-15%	8%
X5 RetailGroup	10%	8%	7%	7%	-21%	-15%	6%
Evraz	5%	4%	3%	3%	-27%	-23%	13%
Магнит	17%	13%	12%	13%	-21%	-11%	10%
Татнефть	16%	16%	16%	16%	-4%	0%	5%
Северсталь	12%	11%	10%	11%	-6%	-9%	1%
Башнефть	12%	9%	8%	9%	-26%	-5%	7%
МТС	16%	14%	14%	15%	-17%	3%	5%
НЛМК	11%	11%	10%	10%	-1%	-10%	3%
Норильский никель	22%	23%	19%	20%	8%	-16%	4%
Мечел	12%	10%	9%	8%	-13%	-14%	-3%
UC Rusal	11%	8%	7%	7%	-26%	-11%	6%
ММК	3%	3%	3%	3%	-2%	-3%	-1%
Мегафон	21%	20%	20%	14%	-2%	-2%	-31%
Сибур	25%	26%	25%	25%	1%	-2%	1%
Металлоинвест	23%	29%	30%	21%	26%	1%	-28%
Русснефть	12%	9%	8%	9%	-24%	-17%	11%
Новатэк	н/д	25%	25%	24%	н/д	0%	-2%
ТМК	10%	8%	6%	7%	-25%	-17%	5%
СУЭК	21%	19%	10%	15%	-9%	-46%	46%
Еврохим	24%	26%	20%	22%	10%	-25%	10%
Рольф	11%	8%	7%	8%	-25%	-15%	11%
М.Видео	19%	18%	18%	18%	-8%	1%	2%
Нижнекамскнефтехим	19%	20%	21%	23%	3%	6%	8%
ТАИФ-НК	24%	24%	32%	32%	1%	33%	-1%
Группа ГАЗ	13%	9%	6%	7%	-32%	-31%	12%
Протек	11%	9%	9%	10%	-15%	1%	3%

1	2	3	4	5	6	7	8
Мостотрест	14%	12%	13%	13%	-12%	5%	0%
Уралкалий	17%	17%	15%	15%	1%	-11%	-1%
О'кей	14%	13%	12%	13%	-6%	-4%	5%
ЧТПЗ	12%	8%	6%	7%	-28%	-28%	9%
Русэнергосбыт	74%	91%	243%	243%	23%	168%	0%
Лента	н/д	8%	6%	7%	н/д	-33%	22%
AllianceOilCompany	14%	12%	11%	12%	-12%	-11%	5%
Фосагро	27%	26%	21%	20%	-3%	-21%	-2%
ГК Катрен	21%	15%	14%	33%	-26%	-10%	140%
EurasiaDrillingCompany	18%	16%	14%	15%	-11%	-11%	7%
Трансаэро	11%	9%	9%	8%	-24%	7%	-17%
PolyusGold	12%	10%	9%	10%	-18%	-6%	10%
Уралхим	12%	9%	28%	56%	-26%	208%	96%
Акрон	17%	16%	14%	15%	-8%	-10%	6%
Группа компаний ПИК	16%	9%	7%	7%	-44%	-24%	8%
Соллерс	11%	8%	7%	8%	-21%	-11%	8%

На рис. 2.8 и 2.9 представлено распределение средневзвешенной стоимости капитала за 2009-2012гг. Исходя из диаграмм видно, в 2009 году 22 компаниям из 45 исследуемых соответствовала стоимость капитала, колеблющаяся в пределах от 10% до 15%, 21 корпорации – свыше 15%. В 2010 году веса перераспределились в пользу более низкой стоимости капитала, при этом 35% компаний вместо 4% в предшествующем году, что эквивалентно 16 предприятиям, имели среднюю цену инвестиций, не превышающую порога в 10%.

Для 2010-2011 гг. характерны незначительные изменения в распределении значений показателя WACC исследуемой выборки компаний. Заметим, что в 2011 году только 29% из общего количества корпораций или 13 компаниям удалось показать высокий WACC, превысивший отметку в 20%.

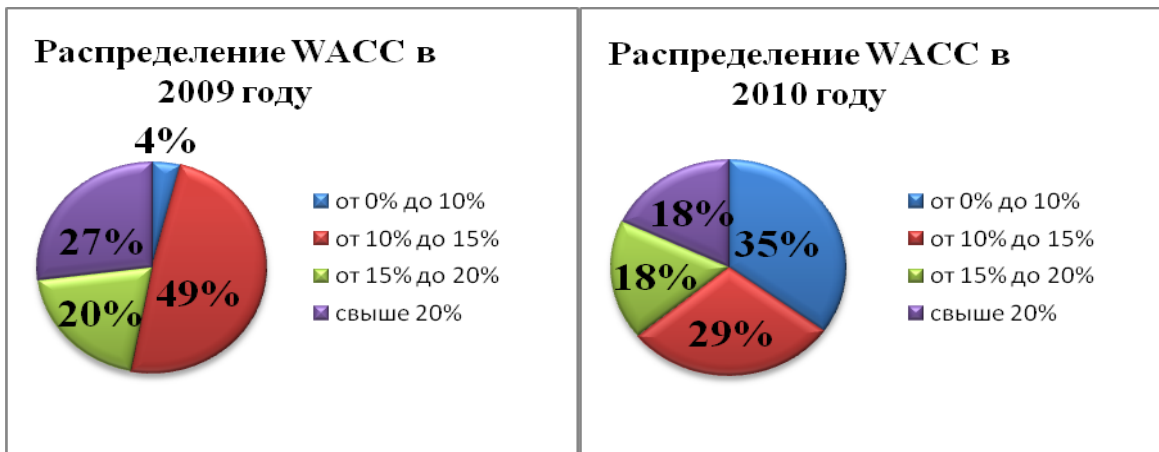


Рис. 2.8. Распределение WACC в процентах в 2009-2010гг.¹³⁷

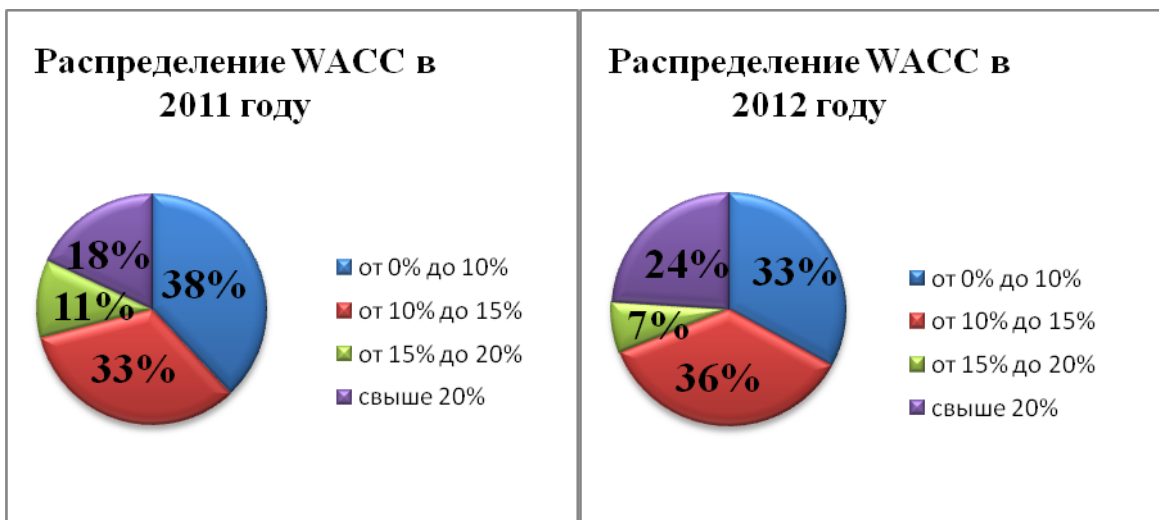


Рис. 2.9. Распределение WACC в процентах в 2011-2012гг.¹³⁸

В 2012 году не было замечено серьезных колебаний в изменении распределения весов средневзвешенной стоимости капитала по сравнению с 2011 и 2010 годами. У 16 корпораций или 36% от общего числа было зафиксировано значение стоимости капитала на уровне от 10% до 15%; 15 хозяйствующим субъектам соответствовали значения от 0% до 10%, оставшиеся 14 предприятий показали результат расчетов WACC свыше 15%.

Совершив необходимые промежуточные итерации для получения основных составляющих компонентов экономической добавленной стоимости, представим значения искомого показателя (Таблица 2.15.).

¹³⁷ Составлено автором

¹³⁸ Составлено автором

Таблица 2.15

EVA выборки компаний за 2009-2012 гг.¹³⁹

Наименование	EVA, млрд.р.				Абсолютное изменение EVA, млрд.р.		
	2009	2010	2011	2012	2010/ 2009	2011/ 2010	2012/ 2011
Лукойл, млн.дол.США	- 1 477	465	1 152	792	1 942	687	- 360
Сургутнефтегаз	- 26	- 25	94	- 17	1	119	- 112
Vimpelcom, млн.дол.США	16	- 26	11	42	- 42	36	31
X5 RetailGroup	105	171	73	- 416	67	- 99	- 489
Evraz, млн.дол.США	- 632	524	602	- 351	1 156	78	- 953
Магнит, млн.дол.США	- 8	31	141	270	39	110	129
Татнефть	- 8	- 22	- 6	1	- 14	16	7
Северсталь, млн.дол.США	- 720	- 779	1 111	- 177	- 59	1 890	- 1 288
Башнефть	- 13	31	40	37	44	9	- 4
МТС	- 7	1	28	20	8	27	- 8
НЛМК	- 625	159	95	- 815	784	- 64	- 909
Норильский никель	- 1 640	567	592	- 1 192	2 206	25	- 1 784
Мечел, млн.дол.США	- 968	15	79	- 2 086	983	65	- 2 166
UC Rusal, млн.дол.США	630	2 530	63	- 1 011	1 900	- 2 467	- 1 074
ММК, млн.дол.США	- 38	200	- 891	279	238	- 1 091	1 169
Мегафон	3	- 4	- 19	16	- 7	- 15	35
Сибур	- 10	1	8	- 12	11	7	- 20
Металлоинвест	- 21	- 9	- 22	29	12	- 13	51
Руснефть	8	2	- 4	6	- 5	- 7	10
Новатэк	н/д	- 20	37	- 31	н/д	57	- 68
ТМК	- 13	5	9	6	18	4	- 3
СУЭК	- 21	- 13	20	13	8	33	- 7
Еврохим	- 13	- 1	2	- 0	11	4	- 3
Рольф	- 8	- 0	3	3	7	4	- 0
М.Видео	- 0	0	1	2	1	1	1
Нижнекамскнефтехим	- 8	0	4	0	8	4	- 4
ТАИФ-НК	- 5	0	6	- 1	5	6	- 7
Группа ГАЗ	- 8	5	9	9	13	3	0
Протек	2	- 1	- 0	1	- 3	1	1
Мостотрест	2	0	2	4	- 1	2	2
Уралкалий	1	6	- 10	- 6	5	- 15	4
О'кей	- 1	2	1	2	3	- 1	1
ЧТПЗ	6	6	5	7	0	- 1	2
Русэнергосбыт	- 1	2	3	- 2	3	1	- 5
Лента	н/д	2	2	6	н/д	- 0	4
AllianceOilCompany	63	- 96	- 12	- 78	- 160	85	- 66
Фосагро	- 8	- 9	5	6	- 1	14	1
ГК Катрен, млн.дол.США	31	- 2	16	30	- 33	18	13
EurasiaDrillingCompany	- 33	- 32	44	76	1	76	32
Трансаэро	1	1	5	6	0	5	1
PolyusGold	- 177	62	309	525	239	246	216
Уралхим	- 243	68	147	- 293	311	79	- 440
Акрон	- 5	- 7	7	- 4	- 1	14	- 12
Группа компаний ПИК	- 8	- 3	8	7	4	11	- 1
Соллерс	- 5	- 1	5	4	4	6	- 0

¹³⁹ Составлено автором

Минимальное значение EVA среди исследуемых предприятий на протяжении рассматриваемого временного промежутка, равное 2086 млн.долл.США было отмечено в 2012 году у корпорации Мечел в виду полученного компанией убытка в 1665 млн.долл.США в данном отчетном периоде. Максимальное значение экономической добавленной стоимости было зафиксировано у компании Русал – 2530 млн.долл.США в 2010 году, что эквивалентно 88% от общей суммы чистой прибыли. Тройку корпораций с минимальными значениями EVA в течение всего наблюдаемого периода, помимо отмеченного выше безусловного минимума составили: НЛМК, Норильский никель и Мечел. Тремя лидирующими по уровню экономической добавленной стоимости стали Лукойл, Магнит и Русал. Следует отметить, что по полученным показателям EVA большинства корпораций видно, что их динамика нестабильна не только по величине относительного и абсолютного прироста, но и меняющегося из года в год знака рассматриваемого индикатора роста акционерной стоимости с плюса на минус и наоборот. Четкий тренд роста наблюдался у следующих корпораций: Магнит, Башнефть, МТС, ТМК, СУЭК, Рольф, ПолиусГолд. Наибольшие колебания экономической добавленной стоимости, заключающиеся в трехкратном и более изменении показателя, отразились у компаний ММК, Уралхим, Мечел, Русал, Норильский никель, Северсталь, Евраз, X5 Ритейл групп, Лукойл.

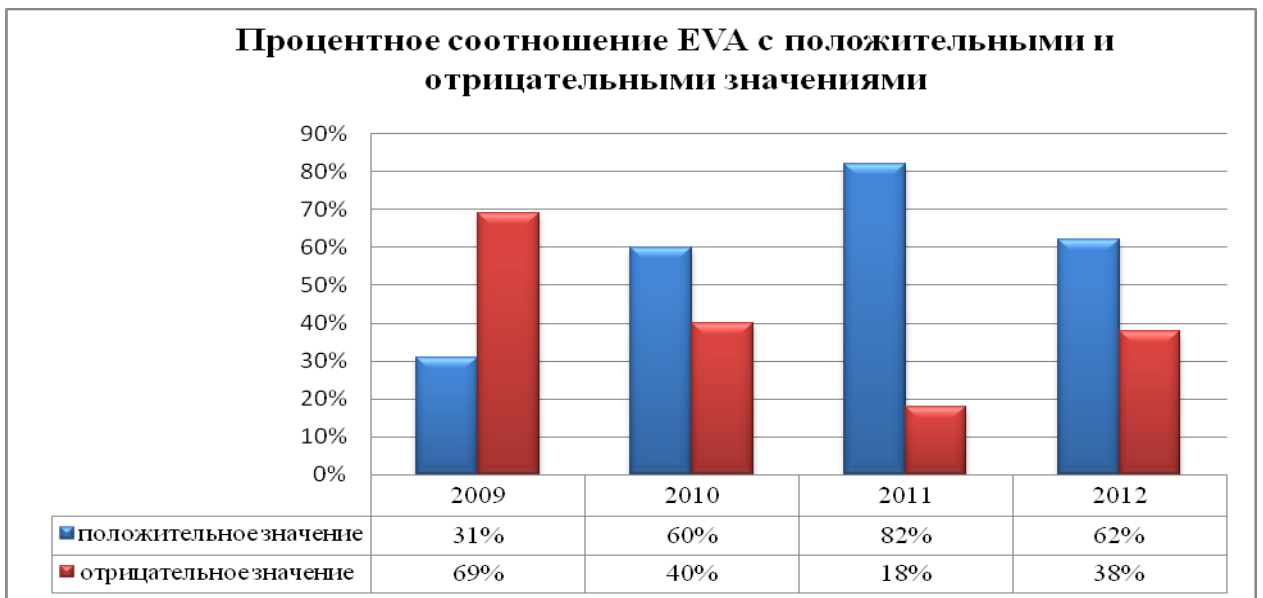


Рис. 2.10. Процентное соотношение EVA с положительными и отрицательными значениями за период с 2009-2012гг.¹⁴⁰

Исходя из представленной на Рисунке 2.10. диаграммы видно, что в целом по исследуемым 45 компаниям в 2012 году произошло улучшение показателя EVA по сравнению с 2009 годом, что выразилось в росте количества компаний с положительной экономической добавленной стоимости в два раза, при этом 28 корпораций показали прирост акционерной стоимости. Наилучшие значения по критерию большего количества предприятий с EVA больше 0 пришлись на 2012 год: 82% приходилось на компании, достигшие прироста стоимости вложенного капитала; оставшиеся 18% хозяйствующих субъектов не создали дополнительной стоимости для их владельцев.

В предыдущем параграфе настоящей главы нами приведено графическое отображение динамики вознаграждения управленцев в сопоставлении с переменными агентских издержек на примере корпораций из выборки, соответствующим четырем отраслям, указывающее на актуальность агентской проблемы в рассматриваемых компаниях. Аналогичное сравнение изменения выплат менеджерам изучаемых корпоративных образований с полученными значениями экономической

¹⁴⁰ Составлено автором

добавленной стоимости также свидетельствует в пользу заключения о существенности агентской проблемы и росте косвенных агентских издержек.

Так, на примере компаний нефтегазовой отрасли выявлено несоответствие между положительной динамикой вознаграждения управленцев, выручки, чистой прибыли и флуктуациями экономической добавленной стоимости (рис. 2.11.). Стабильный рост выплат менеджерам представителей корпораций тяжелой индустрии на фоне падения чистой прибыли и EVA за исследуемый временной промежуток приводит к выводу о повышении уровня агентских издержек (рис. 2.12.).

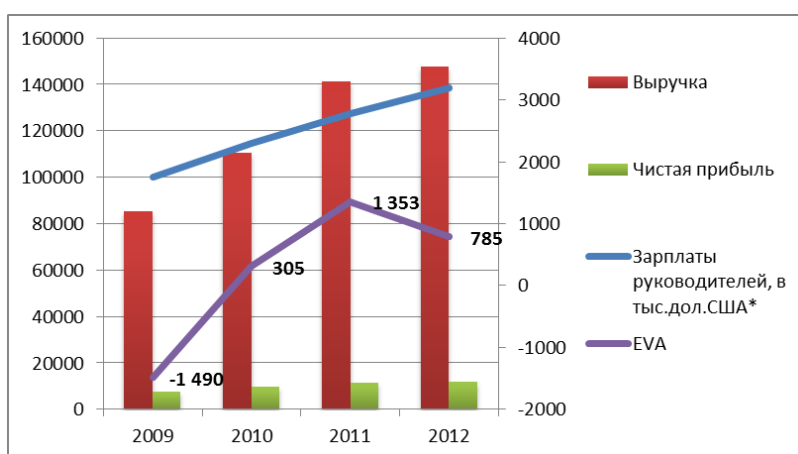


Рис. 2.11. Динамика EVA и зарплат руководителей нефтегазовой отрасли за 2009-2012гг.¹⁴¹

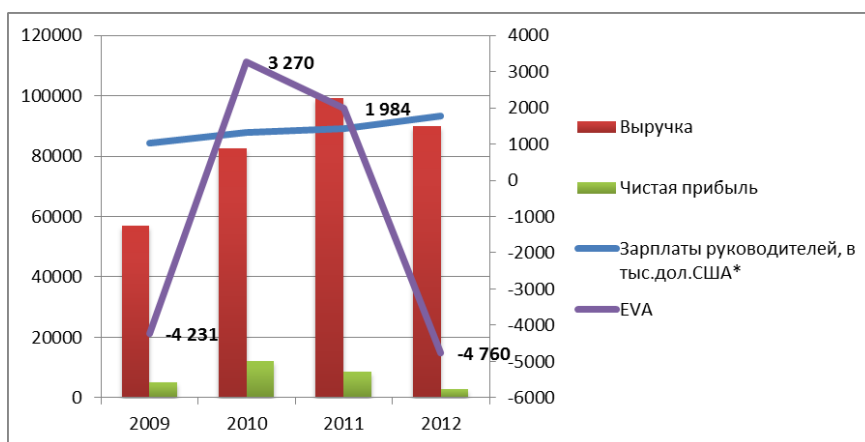


Рис. 2.12. Динамика EVA и зарплат руководителей тяжелой индустрии за 2009-2012гг.¹⁴²

¹⁴¹ Составлено автором

¹⁴² Составлено автором

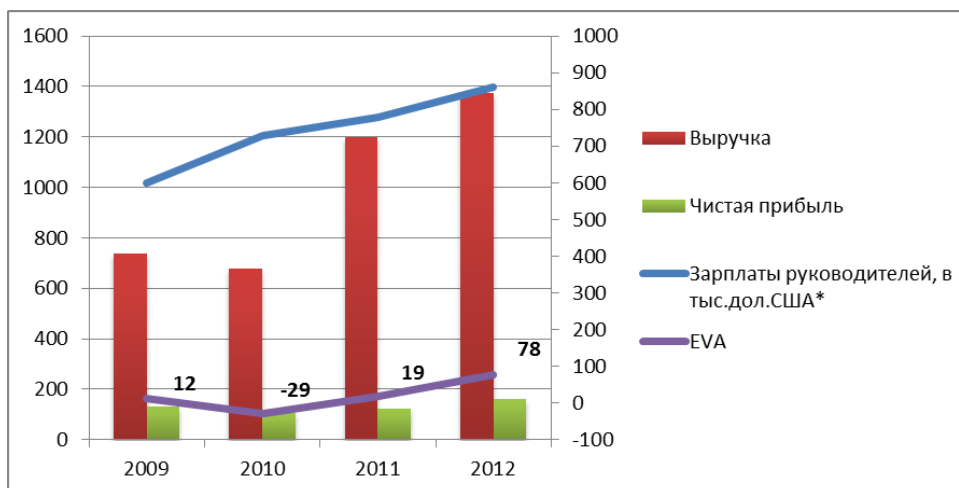


Рис. 2.13. Динамика EVA и зарплат руководителей телекоммуникационной отрасли за 2009-2012гг.¹⁴³

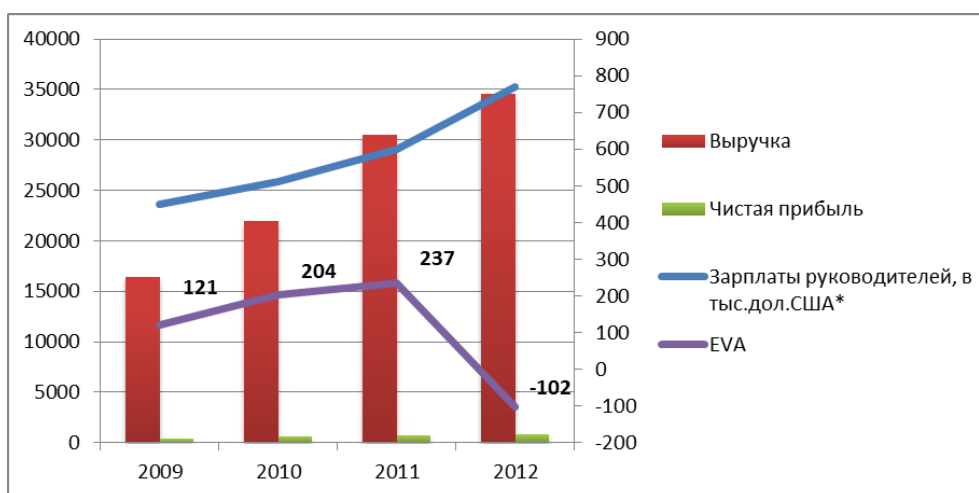


Рис. 2.14. Динамика EVA и зарплат руководителей торговых сетей за 2009-2012гг.¹⁴⁴

Заметим, что органичное одновременное увеличение выручки, чистой прибыли и зарплат руководителей компаний телекоммуникационной отрасли свидетельствует об отсутствии роста уровня агентских издержек (рис. 2.13.). Скачкообразный рост выплат менеджерам корпораций – представителей торговых сетей в 2012 году на фоне падения экономической добавленной стоимости является сигналом увеличения уровня косвенных агентских издержек.

Таким образом, полученные выводы в отношении несоответствия динамики балансовых финансовых величин выручки, чистой прибыли

¹⁴³ Составлено автором

¹⁴⁴ Составлено автором

показателю экономической прибыли с учетом стоимости совокупного вложенного капитала на фоне роста вознаграждения руководителей компаний подтверждают теоретические предположения с одной стороны о значимости корпоративных агентских конфликтов и релевантности использования в финансовом менеджменте индикатора, отражающего результативность инвестиций по сравнению со стоимостью капитала – с другой.

2.3. Влияние финансовых индикаторов изменения агентских затрат на величину экономической добавленной стоимости

Представленные в таблицах и диаграммах рассчитанные значения финансово-экономических показателей позволяют не только дать оценку результативности и эффективности сложившейся в компании системы финансового менеджмента, но и косвенно указывают на то, един ли вектор усилий менеджеров в управлении компанией и цели акционеров в приращении вложенного капитала. Не менее существенным по сравнению с отраженными абсолютными и относительными значениями финансовых величин в рамках заявленной соискателем темы, по нашему мнению, является выявление характера и степени влияния между прокси-переменными, измеряющими косвенные агентские издержки (коэффициент использования активов, финансового левириджа, соотношения свободных потоков денежных средств к активам, уровень операционных издержек), и экономической добавленной стоимостью и ее элементами.

В качестве инструмента для установления указанного влияния нами были использованы средства корреляционно-регрессионного анализа, а именно построены многофакторные линейные регрессионные модели зависимости экономической добавленной стоимости и одного из ее компонентов – NOPAT от обозначенных выше прокси-переменных.

Нам представляется целесообразным осуществить анализ нескольких регрессионных моделей для проверки гипотез влияния факторов: коэффициента использования активов, финансового левириджа, рентабельности собственного капитала, соотношения свободных потоков денежных средств к активам, уровня операционных издержек, - на операционную прибыль без учета процентов к уплате (NOPAT) и экономическую стоимость (EVA), а также провести корреляционно-регрессионный анализ скорости изменения обозначенных независимых факторов на результирующие. Отметим, что все независимые факторы, рассмотренные в моделях, не являются линейно зависимыми, а значит, в приведенных моделях отсутствует явление мультиколлинеарности (явление, характеризующее «приближенное линейное соотношение между объясняющими переменными, приводящее к ненадежным оценкам регрессии»¹⁴⁵).

Вначале рассмотрим линейные регрессионные модели зависимости полученных значений пяти факторов: коэффициента использования активов, финансового левириджа, рентабельности собственного капитала, соотношения свободных потоков денежных средств к активам, уровня операционных издержек и определяющей переменной NOPAT. Основная регрессионная статистика приведена в Таблице 2.16.

Исходя из полученных значений коэффициента корреляции видно, что тесноты связи между операционной прибылью без учета процентов к уплате и линейной комбинацией участвующих в модели независимых факторов – индикаторов изменения косвенных агентских издержек не прослеживается. В этой связи дальнейшее рассмотрение этой модели на предмет стандартной погрешности и адекватности не представляется целесообразным.

¹⁴⁵ Вербик Марно Путеводитель по современной эконометрике. - М.: Научная книга, 2008. - С. 82.

Регрессионная статистика факторов изменения агентских затрат и
NOPAT за 2009-2012гг.¹⁴⁶

Регрессионная статистика	2009	2010	2011	2012
Множественный R	0.21	0.29	0.13	0.08
R-квадрат	0.05	0.08	0.02	0.01
Нормированный R-квадрат	- 0.08	- 0.04	- 0.11	- 0.12
Стандартная ошибка	1 350.44	1 769.24	1 856.17	1 861.18
Наблюдения	43.00	45.00	45.00	45.00

Перейдем к изучению возможного влияния скорости изменения независимых факторов: коэффициента использования активов, финансового левериджа, рентабельности собственного капитала, соотношения свободных потоков денежных средств к активам, уровня операционных издержек, - на скорость изменения NOPAT.

Рисунки 2.15.; 2.16.; 2.17. отображают итоги регрессионной статистики по построенным моделям за исследуемый временной промежуток с 2009 по 2012гг. Проведение корреляционно-регрессионного анализа с использованием независимых факторов (скорости изменения финансово-экономических коэффициентов) и определяющей величины (скорости изменения операционной прибыли за вычетом налогов) в динамике за разные года объясняется стремлением выявить доказательства отсутствия либо наличия стабильных (на протяжении нескольких лет) взаимосвязей на основе оценки линейного коэффициента корреляции.

Множественные коэффициенты корреляции, равные 0,73; 0,96; 0,97 в 2010, 2011, 2012 годах соответственно свидетельствуют о том, что теснота связи между значением зависимого фактора – NOPAT и совокупностью рассмотренных независимых факторов – индикаторов изменения агентских издержек может быть определима (согласно шкале Чеддока¹⁴⁷) как весьма высокая.

¹⁴⁶ Составлено автором

¹⁴⁷ Спирин А.А., Башина О.Э. Общая теория статистики: статистическая методология в изучении коммерческой деятельности. - 5 изд. - М.: Финансы и статистика, 2005. - С. 244.

Регрессионная статистика					
Множественный R	0.72687809				
R-квадрат	0.528351758				
Нормированный R-квадрат	0.467884034				
Стандартная ошибка	0.51590766				
Наблюдения	45				
Дисперсионный анализ					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	5	11.62822685	2.32564537	8.737748471	1.25827E-05
Остаток	39	10.38026784	0.266160714		
Итого	44	22.00849468			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	0.07006284	0.080382439	0.871618736	0.388750706	-0.092525989
Переменная X 1	-2.870119137	0.688029297	-4.171507158	0.00016343	-4.261789748
Переменная X 2	0.099279507	0.025579281	3.881247022	0.000389914	0.047540528
Переменная X 3	0.010407794	0.009531025	1.09199105	0.28153715	-0.008870524
Переменная X 4	-0.607995705	0.483964252	-1.256282261	0.216487086	-1.586905803
Переменная X 5	-0.000248584	0.001630381	-0.15246995	0.879602379	-0.003546341

Рис. 2.15. Итоговые результаты регрессионной статистики модели влияния скорости изменения факторов на NOPAT за 2009-2010гг.

Регрессионная статистика					
Множественный R	0.964033296				
R-квадрат	0.929360197				
Нормированный R-квадрат	0.920303812				
Стандартная ошибка	1.902504521				
Наблюдения	45				
Дисперсионный анализ					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	5	1857.165423	371.4330845	102.6193335	2.30657E-21
Остаток	39	141.1614147	3.619523454		
Итого	44	1998.326837			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	1.023601593	0.419274884	2.441361581	0.019272052	0.175538093
Переменная X 1	1.261677197	1.950920043	0.646708819	0.52160854	-2.68443106
Переменная X 2	0.458241714	0.096143493	4.766227033	2.61139E-05	0.263773144
Переменная X 3	0.001078358	0.004807183	0.224322341	0.823677593	-0.008645086
Переменная X 4	-0.527998559	1.012835786	-0.521307172	0.605100666	-2.576652306
Переменная X 5	-1.479120003	0.089745419	-16.48128703	3.61564E-19	-1.660647246

Рис. 2.16. Итоговые результаты регрессионной статистики модели влияния скорости изменения факторов на NOPAT за 2010-2011гг.

Обратимся к трактовке значений коэффициента детерминации «R-квадрат». Как известно, полученный коэффициент указывает на то, сколько процентов изменения зависимой величины объяснимы с точки зрения участвующих в линейной модели независимых факторов¹⁴⁸. Таким образом,

¹⁴⁸ Статистика: учебник для вузов / Под ред. И.И.Елисейевой. - СПб.: Питер, 2010. - С. 104.

скорость изменения NOPAT в 2010 году на 53% была зависима от изменчивости комбинации из пяти факторов: коэффициента использования активов, финансового левириджа, рентабельности собственного капитала, соотношения свободных потоков денежных средств к активам, уровня операционных издержек. Аналогичный показатель в 2011 году составил 93%, в 2012 году операционная прибыль с учетом налогов на 92% объяснялась индикаторами динамики агентских издержек.

Регрессионная статистика					
Множественный R	0.965870468				
R-квадрат	0.93290576				
Нормированный R-квадрат	0.924303935				
Стандартная ошибка	1.85414449				
Наблюдения	45				
Дисперсионный анализ					
	df	SS	MS	F	Значимость F
Регрессия	5	1864.250617	372.8501235	108.4543913	8.49599E-22
Остаток	39	134.0762199	3.437851791		
Итого	44	1998.326837			
	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение	Нижние 95%
Y-пересечение	0.722605891	0.315824174	2.288000576	0.027641672	0.083791203
Переменная X 1	-2.444942073	1.545924445	-1.58154047	0.121831633	-5.571869411
Переменная X 2	0.482675293	0.094909206	5.085653066	9.55457E-06	0.290703304
Переменная X 3	0.000983987	0.004681207	0.210199427	0.834606354	-0.008484648
Переменная X 4	-0.232415354	0.845559764	-0.274865674	0.784870359	-1.942721412
Переменная X 5	-1.459733701	0.08847277	-16.49924271	3.48337E-19	-1.638686769

Рис. 2.17. Итоговые результаты регрессионной статистики модели влияния скорости изменения факторов на NOPAT за 2011-2012гг.

Согласно критерию Р. Фишера¹⁴⁹ оценим статистическую неслучайность полученных в регрессиях коэффициентов детерминации для того, чтобы оценить адекватность модели. Учитывая, что во всех трех приведенных итоговых данных регрессионной статистики значимость F не превышает заданного уровня значимости $\alpha=0,05$, то коэффициент детерминации можно считать неслучайным и принять выдвинутую гипотезу о влиянии индикаторов динамики агентских издержек на показатель NOPAT.

Следуя логике проведения корреляционно-регрессионного анализа для нахождения взаимосвязи факторов изменения агентских затрат и NOPAT,

¹⁴⁹ Красс М.С., Чупрынов Б.П. Математика для экономистов. - СПб.: Питер, 2010. - С. 229.

осуществим поиск степени влияния коэффициента использования активов, финансового левериджа, рентабельности собственного капитала, соотношения свободных потоков денежных средств к активам, уровня операционных издержек к показателю экономической добавленной стоимости (EVA).

По аналогии с полученными данными регрессионной статистики модели зависимости индикаторов операционных затрат и операционной прибыли без учета процентов к уплате, результаты рассчитанных коэффициента детерминации и множественного R отразили отсутствие влияния указанных выше финансово-экономических показателей на экономическую добавленную стоимость (Таблица 2.17.).

Таблица 2.17

Регрессионная статистика факторов изменения агентских затрат и EVA за 2009-2012гг.¹⁵⁰

Регрессионная статистика	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
Множественный R	0.17	0.21	0.15	0.35
R-квадрат	0.03	0.043	0.02	0.12
Нормированный R-квадрат	-0.10	-0.08	-0.10	0.01
Стандартная ошибка	422.91	432.21	313.95	438.31
Наблюдения	43	45	45	45

Для дальнейшего исследования взаимосвязи величин, используемых в финансовом анализе внутренними и внешними пользователями для различных целей и являющихся индикаторами результативности деятельности компании, построим многофакторную регрессионную модель степени влияния скорости изменения количественных факторов, указывающих на изменение агентских затрат, на скорость изменения EVA.

На рис. 2.18; 2.19; 2.20 представлены итоги регрессионной статистики за 2010, 2011, 2012 гг. Исходя из результатов эконометрического исследования, можно сделать вывод о незначительности влияния скорости изменения факторов, указывающих на динамику агентских издержек, на темп изменения экономической добавленной стоимости.

¹⁵⁰ Составлено автором

<i>Регрессионная статистика</i>					
Множественный R	0.341916108				
R-квадрат	0.116906625				
Нормированный R-квадрат	-0.002430317				
Стандартная ошибка	2.152709295				
Наблюдения	43				
Дисперсионный анализ					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	5	22.69890947	4.539781895	0.979634827	0.443094905
Остаток	37	171.4638204	4.634157309		
Итого	42	194.1627299			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	0.60210168	0.431026772	1.396900886	0.170766033	-0.271241517
Переменная X 1	-2.234294588	2.298504881	-0.972064322	0.337330832	-6.891507855
Переменная X 2	0.084646919	0.104204008	0.812319218	0.421804354	-0.126490458
Переменная X 3	0.024180761	0.093149206	0.259591708	0.796617749	-0.164557457
Переменная X 4	1.078814293	1.416445505	0.761634873	0.451105584	-1.791176914
Переменная X 5	0.649850584	0.614151201	1.058128004	0.29685661	-0.59453795

Рис. 2.18. Итоговые результаты регрессионной статистики модели влияния скорости изменения факторов на EVA за 2009-2010гг.¹⁵¹

Коэффициент корреляции за весь рассматриваемый временной промежуток не превышал 0,7, что свидетельствовало против выдвинутой гипотезы о взаимозависимости индикаторов агентских затрат и EVA. Напротив, величина линейного коэффициента корреляции равнялась 0,34; 0,23; 0,54 пункта в 2010, 2011, 2012 годах соответственно, что можно характеризовать в пользу отсутствия влияния независимых переменных на скорость изменения экономической добавленной стоимости.

Значения индекса детерминации также служат подтверждением в пользу факта, что изменение общей вариации скорости EVA в незначительной степени объясняется в представленной линейной модели изменением коэффициента использования активов, финансового левериджа, рентабельности собственного капитала, соотношения свободных потоков денежных средств к активам, уровня операционных издержек.

¹⁵¹ Составлено автором

Регрессионная статистика					
Множественный R	0.234034341				
R-квадрат	0.054772073				
Нормированный R-квадрат	-0.066410995				
Стандартная ошибка	8.801233308				
Наблюдения	45				
Дисперсионный анализ					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	5	175.0549142	35.01098283	0.451977937	0.809241091
Остаток	39	3021.006602	77.46170774		
Итого	44	3196.061516			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	2.741084163	1.51316197	1.811494221	0.077770834	-0.319574814
Переменная X 1	-8.931815639	7.247017342	-1.232481615	0.225147736	-23.59029181
Переменная X 2	0.248605387	0.490352353	0.506993359	0.615014298	-0.743225866
Переменная X 3	-0.012905595	0.02218743	-0.58166243	0.56414128	-0.057783908
Переменная X 4	1.091246767	4.067861438	0.268260555	0.789912644	-7.136779628
Переменная X 5	0.078408027	0.443656026	0.176731573	0.860633849	-0.818970988

Рисунок 2.19. Итоговые результаты регрессионной статистики модели влияния скорости изменения факторов на EVAза 2010-2011гг.¹⁵²

Регрессионная статистика					
Множественный R	0.541902326				
R-квадрат	0.293658131				
Нормированный R-квадрат	0.203101481				
Стандартная ошибка	4.842648181				
Наблюдения	45				
Дисперсионный анализ					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	5	380.2397574	76.04795147	3.242811336	0.015248446
Остаток	39	914.5984149	23.45124141		
Итого	44	1294.838172			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	-1.065609184	0.754522369	-1.412296346	0.165792983	-2.591774729
Переменная X 1	-17.27904027	6.458294925	-2.675480211	0.010851507	-30.34217478
Переменная X 2	0.484803472	0.240103931	2.019140085	0.050384096	-0.000852569
Переменная X 3	0.033333336	0.089464459	0.372587729	0.711472539	-0.14762559
Переменная X 4	2.683437114	4.542806369	0.590700306	0.558129124	-6.50525608
Переменная X 5	0.009105546	0.015303826	0.594984954	0.555290252	-0.021849364

Рисунок 2.20. Итоговые результаты регрессионной статистики модели влияния скорости изменения факторов на EVAза 2011-2012гг.¹⁵³

¹⁵² Составлено автором

¹⁵³ Составлено автором

Подводя итог проведенному корреляционно-регрессионному анализу, можно свидетельствовать о том, что между независимыми факторами – индикаторами агентских издержек и операционной прибылью с учетом процентов к уплате и за вычетом налога на прибыль существует высокая степень тесноты связи, при этом корреляция между теми же переменными и экономической добавленной стоимостью отсутствует.

Полученные заключения, основанные на оценке абсолютных и относительных значений финансовых индикаторов изменения уровня агентских издержек и экономической добавленной стоимости, а также анализе регрессионной статистики обозначенных показателей на примере изучаемой выборки российских частных корпораций, являются толчком для дальнейших выводов применительно к развитию инструментов разрешения исследуемой проблемы предотвращения внутрикорпоративных агентских конфликтов и снижения косвенных агентских издержек при помощи средств финансового менеджмента в части концепции EVA.

3. РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА В ЦЕЛЯХ СНИЖЕНИЯ НЕГАТИВНЫХ ПОСЛЕДСТВИЙ ВНУТРИКОРПОРАТИВНЫХ АГЕНТСКИХ КОНФЛИКТОВ

3.1. Экономическая добавленная стоимость в качестве инструмента управления агентскими издержками

Во второй главе было акцентировано внимание на изучении финансово-экономических показателей рассматриваемой выборки российских крупнейших по критерию выручки за 2012 год выборки корпораций и взаимосвязях различных факторов, способных повлиять на уровень агентских издержек в компании.

В настоящей главе ключевыми вопросами являются модификация целевых ориентиров, используемых в системе финансового менеджмента в части концепции управления стоимостью и механизм усовершенствования их контроля в целях предотвращения и выявления агентских конфликтов и связанных с ними косвенных издержек.

Опираясь на заявленную в работе проблематику, ее актуальность и специфику, представляется необходимым вынести ряд практически обоснованных выводов в отношении финансово-экономических ориентиров оценки результативности управленческих решений менеджеров и роли финансового менеджмента в этом ключе. Тот факт, что выбор оцениваемых и отслеживаемых целевых показателей, имеет прямое отношение к системе используемого в компании финансового менеджмента, не вызывает сомнения. При этом развитие внутрикорпоративного финансового управления и его контрольной функции, в том числе затрагивает вопрос о том, какие финансовые индикаторы эффективности деятельности корпорации следует подвергать диагностике, мониторингу и надзору.

В продолжение исследования проблематики сокращения негативных последствий и предотвращения части агентских конфликтов и связанных с

ними агентских затрат с помощью инструментов финансового менеджмента, пристальное внимание привлекает к себе тема выбора подконтрольных показателей.

Невзирая на факт, что EVA является индикатором изменения акционерной стоимости, ее создания и преумножения, либо ее разрушения, крупнейшие российские корпорации не используют данную величину в своей финансовой отчетности, отдавая предпочтения более распространенным показателям OIBDA, OIBDA – CAPEX, чистой прибыли, ROA, ROE¹⁵⁴.

На первый взгляд, как нами отмечено в первой главе настоящего исследования, использование в финансовой практике анализа и контроля EVA позволило бы в определенной степени избежать и предотвратить часть агентских конфликтов и связанных с ними агентских косвенных издержек, поскольку EVA выражает меру изменения акционерной стоимости и тем самым сигнализирует о динамике агентских затрат. Соответственно, агентский конфликт был бы исчерпан, т.к. целевые ориентиры менеджеров напрямую были бы увязаны с показателем, измеряющим прирост акционерной стоимости – основополагающий интерес владельцев бизнеса и капитала.

Однако, прикладная значимость подобных выводов вызывает определенные сомнения и требует реальных фактов в доказательство. Так, например, как наглядно показал корреляционно-регрессионный анализ во второй главе, проведенный на основании данных финансовой отчетности 45 крупнейших по выручке в 2012 году российских предприятий, отсутствует значимое влияние индикаторов изменения агентских затрат на экономическую добавленную стоимость. Низкая степень тесноты связи как между абсолютными значениями независимых факторов и величиной EVA, так и между скоростью прироста тех же переменных опровергает гипотезу о

¹⁵⁴ Курузов М.В. Расчет экономической добавленной стоимости на примере российских корпораций // Экономика и социум. - 2014. - №1(10). - С. 1-7.

том, что для российских корпораций внедрение экономической добавленной стоимости в систему целевых ориентиров и финансового менеджмента позволило бы полностью решить проблему корпоративных агентских конфликтов.

Рассмотрим, какие из финансовых показателей наиболее часто встречаются при анонсировании основных результатов деятельности в виде годовых итогов и промежуточных для инвесторов и акционеров. Среди них доминируют выручка, OIBDA, OIBDA – CAPEX, чистая прибыль, ROA, ROE.

Ни одна из рассматриваемой выборки компаний не использовала в течение исследуемого временного промежутка с 2009 по 2012 гг. показатель EVA в официальной отчетности. Поскольку внедрение экономической добавленной стоимости в качестве оценки результатов деятельности корпорации расценивается фондовым рынком положительно¹⁵⁵, следует более детально изучить, оправдывает ли себя внедрение EVA по сравнению с существующей системой целевых показателей в корпорации и, что может привести данный показатель с точки зрения повышения эффективности деятельности компании и снижения косвенных агентских издержек.

Среди причин, по которым внедрение экономической добавленной стоимости в систему целевых показателей компании будет расцениваться как положительное, можно представить следующие доводы:

- учет стоимости совокупного капитала в виде средневзвешенной стоимости капитала, что позволяет учесть разрыв между балансовой и рыночной стоимостью компании;

- учет стоимости собственного капитала, что в отличие от традиционных измерителей эффективности деятельности компании подразумевает оценку цены собственных средств;

¹⁵⁵ Venanzi D. Financial performance measures and value creation: the state of the art. - Rome: Springer, 2012. - С. 10-11.

- подход к управлению бизнесом менеджерами с точки зрения интересов собственников.

В отличие от привычных измерителей рентабельности, связанных с балансовой стоимостью, EVA подразумевает измерение стоимости акционерного и заемного капитала. В отсутствие руководителя, одновременно являющегося владельцем бизнеса, капитал миноритарных акционеров зачастую рассматривается как бесплатный источник фондов денежных средств. Также, по нашему мнению, менеджеры склонны думать, что имеют право свободного распоряжения и инвестирования нераспределенной прибыли, полученной данной бизнес-единицей, вне зависимости от того, какова стоимость денежных ресурсов во вне. Таким образом, EVA может способствовать трансформации менеджерской позиции в этом отношении, поскольку подчеркивает необходимость отдачи в виде прибыли, достаточной для покрытия затрат на используемый капитал, при соблюдении принципа максимизации ценности как ключевого критерия для оценивания результативности деятельности.

Использование величины средневзвешенной стоимости капитала отражает реальные затраты на вложенные в корпорацию инвестиции. Безусловно, доходность собственного капитала не отражает этой метрики и учитывает только фактические балансовые расходы по обслуживанию долга. Подходы, отражающие последствия инвестирования капитала, основывающиеся на EVA и ROI, кардинально отличаются друг от друга. После внедрения EVA, организации в большей степени стремятся увеличить оборачиваемость капитала для получения положительной экономической добавленной стоимости.

В первой главе настоящей диссертационной работы нами было отмечено, что EVA рассматривается как современный подход к управлению бизнесом и как метод ценностно-ориентированного менеджмента. С точки зрения поиска решений агентской проблемы акционеров и менеджеров одним из ключевых преимуществ данного метода является положительное

влияние EVA на сонаправленность управленческих решений менеджеров по отношению к интересам собственников. Таким образом, по нашему мнению, экономическую добавленную стоимость можно обозначить, как средство заставить менеджеров думать и действовать, как акционеры.

Здесь подчеркивается, чтобы оправдать инвестиции в долгосрочной перспективе, необходимо как минимум обеспечить операционную прибыль для покрытия затрат на капитал в текущем отчетном периоде. В противном случае акционеры могут отозвать свои вложения и направить их в более привлекательные бизнесы или альтернативные инвестиции. Таким образом, метод EVA фокусируется на минимизации капитала, привязанного к осуществлению бизнес-операций. В то время, как корпорации преуспевают в сокращении расходов, уменьшению задействованного капитала уделяется куда меньшее внимание.

Однако, следует отметить, что вклад EVA как метода ценностно-ориентированного менеджмента в итоговые результаты деятельности компании возможно оценить путем сравнения результатов деятельности компаний, использующих EVA и применяющих другие финансово-экономические итоговые показатели. В исследовании экономиста Уоллиса (1997) приводится доказательство лучших результатов деятельности корпораций, внедривших экономическую добавленную стоимость, по сравнению с компаниями, применяющими иные метрики эффективности¹⁵⁶.

Наличие устойчивой связи между EVA и MVA (рыночная добавленная стоимость) также является аргументом в пользу использования экономической добавленной стоимости в качестве оценочных ориентиров.

Несмотря на ряд представленных причин, согласно которым внедрение экономической добавленной стоимости в систему целевых показателей компании будет расцениваться как положительное, использование EVA при пристальном изучении оказывается не столь однозначным. Во-первых, с

¹⁵⁶ Wallace J.S. Adopting residual income-based compensation plans: Evidence of effects on management actions // University of California, Irvine, 1997. - С. 4.

позиции отдельно взятых вложений, EVA показывает искаженные результаты: недооценка отдачи в первоначальные периоды и ее переоценка на завершающих стадиях периода окупаемости. Некоторые фазы роста компании или ее структурных подразделений подразумевают необходимость новых инвестиций. Такие фазы роста компании, скорее всего, будут оказывать негативное влияние на EVA, несмотря на то, что их истинная норма доходности будет высока в долгосрочном периоде. По этой причине метод EVA критикуют за краткосрочную меру результативности, не уделяющий должного внимания развитию стратегических перспектив корпорации, поскольку сокращение инвестиций приводит к увеличению EVA. Логично, что экономическая добавленная стоимость как критерий оценки эффективности деятельности корпорации непригоден для компаний с концентрацией инвестиций вне постоянного потока.

Для изучения изложенного выше недостатка EVA в практической плоскости, проведем анализ на выявление степени влияния ежегодных капитальных вложений компаний на показатель экономической добавленной стоимости на основе данных финансовой отчетности исследуемой выборки российских корпораций.

Таблица 3.1

Регрессионная статистика степени влияния капитальных вложений на
EVA¹⁵⁷

Регрессионная статистика	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
Множественный R	0.660109	0.190256	0.640704	0.134103
R-квадрат	0.435744	0.036197	0.410502	0.017984
Нормированный R-квадрат	0.421638	0.013783	0.396793	-0.00485
Стандартная ошибка	309.7532	413.1558	232.0581	441.5125
Наблюдения	42	45	45	45

Проведенный анализ не подтвердил факта наличия линейной зависимости между экономической добавленной стоимостью и

¹⁵⁷ Составлено автором

капитальными вложениями. Этот факт опроверг гипотезу о существовании отрицательной, либо положительной связи двумя рассматриваемыми показателями, что говорит о незначительности фактора капитальных затрат в объяснении изменения EVA на примере рассматриваемой выборки корпораций. Отметим, что представленный корреляционно-регрессионный анализ был проведен как для выявления влияния абсолютных значений капитальных вложений на экономическую добавленную стоимость, так и выявления тесноты связи между скоростями изменения рассматриваемых показателей. В обоих случаях регрессионная статистика указала на отсутствие значимости коэффициента корреляции.

Таблица 3.2

Регрессионная статистика степени влияния скорости изменения капитальных вложений на скорость изменения EVA¹⁵⁸

Регрессионная статистика	2010 г.	2011 г.	2012 г.
Множественный R	0.184397	0.020031	0.107884
R-квадрат	0.034002	0.000401	0.011639
Нормированный R-квадрат	0.010441	-0.02285	-0.01135
Стандартная ошибка	2.138844	8.619582	5.45546
Наблюдения	43	45	45

Следует отметить, что вышеописанный недостаток EVA является неизбежной чертой всех мер рентабельности. Истинное значение экономической добавленной стоимости в долгосрочной перспективе не может быть объективным, как и любые другие измерители результативности деятельности по причине субъективности оценки будущих поступлений.

Также, немаловажным фактором уязвимости EVA, обозначенным нами в первой главе настоящей работы, является присутствие в формуле расчета стоимости собственного капитала по различным методикам величин, формируемых фондовым рынком, оказывать влияние на которые менеджмент компании напрямую не может. Так, при вычислении стоимости

¹⁵⁸ Составлено автором

собственного капитала согласно модели ценообразования долгосрочных активов используется показатель бета (β), который показывает чувствительность цены отдельной ценной бумаги к значению индекса¹⁵⁹. В соответствии с моделью оценки стоимости собственного капитала по прибыли на единицу собственного капитала, искомая величина определяется как отношение чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, к среднегодовой величине собственных средств рассматриваемой компании¹⁶⁰. Модель прогнозируемого роста дивидендов (модель Гордона) затрагивает показатель котировки ценных бумаг корпорации и предполагает расчет стоимости собственного капитала путем суммирования отношения значения ожидаемых дивидендных выплат к рыночной цене акций и прогнозное значение прироста дивидендов¹⁶¹. Соответственно, присутствие данных показателей в расчете экономической добавленной стоимости, зависящих от котировок акций и фондового рынка, не будет способствовать объективной оценке и контролю усилий менеджеров в управлении корпорацией.

Подытожив вышесказанное, можно выделить следующие особенности показателя EVA с точки зрения его качественных характеристик и в отношении релевантности его использования в качестве инструмента финансового менеджмента для снижения косвенных агентских издержек:

- субъективизм оценки WACC, в особенности расчета стоимости собственного капитала;
- невозможность влияния менеджеров на величину бета, участвующую в расчетах стоимости собственного капитала (при использовании метода долгосрочного ценообразования активов);
- игнорирование фактора отдачи от инвестиций в долгосрочном периоде;
- сонаправленность вектора интересов собственников и менеджеров.

¹⁵⁹ Коэффициенты альфа (α) и бета (β), коэффициент детерминации (R^2) // URL: <http://www.micex.ru/marketdata/indices/indicators/factors> (дата обращения: 08.06.2013).

¹⁶⁰ Бочаров В.В. Корпоративный финансы. - СПб: Питер, 2001. - С. 119.

¹⁶¹ Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов: Пер. с англ. под общ. ред. Ю.В.Шленова. - М: Лаборатория базовых знаний, 2000. - С. 195.

Изложенные аргументы за и против внедрения экономической добавленной стоимости в систему подконтрольных показателей с учетом специфики российских корпораций свидетельствуют в пользу необходимости модификации EVA в качестве инструмента управления агентскими издержками для отечественных компаний и его адаптации в используемую систему финансово-экономических индикаторов.

3.2. Адаптация показателя экономической добавленной стоимости в используемую систему финансовых индикаторов корпорации

Дискуссии на страницах экономической книжной литературы и периодики на тему состава, преимуществ и недостатков оценочных показателей результативности деятельности корпораций не теряют своей остроты и по сей день. По нашему мнению, внедрение показателя EVA в систему ключевых показателей эффективности деятельности корпорации и реализация контрольных мероприятий по его диагностике и мониторингу, в виду приведенной нами в предыдущих параграфах настоящей работы аргументации, могло бы способствовать снижению последствий внутрикорпоративных конфликтов на почве разночтений в интересах собственников и менеджеров.

Однако, ряд причин, обозначенных выше, а именно: отсутствие корреляции между коэффициентами-индикаторами агентских затрат и EVA; незначительность степени влияния капитальных вложений на показатель экономической добавленной стоимости; невозможность менеджеров влиять на показатель бета, фигурирующий в формуле расчета стоимости собственного капитала; - указывают на то, что внедрение EVA в систему подконтрольных показателей должно осуществляться не в качестве замены традиционным финансово-экономическим величинам результативности деятельности, а как дополнительный целевой ориентир. Более того, итоги анализа финансовой отчетности рассматриваемой выборки российских корпораций

свидетельствуют в пользу необходимости адаптации расчета экономической добавленной стоимости для использования в финансовом менеджменте.

Одной из необходимых поправок в расчет EVA в целом, и стоимости собственного капитала исходя из модели ценообразования долгосрочных активов (CAPM), на наш взгляд, является удаление из формулы коэффициента бета и его замена на коэффициент соотношения средневзвешенной рентабельности по отрасли за отчетный период к рентабельности предприятия за аналогичный отчетный период.

Средневзвешенную рентабельность по отрасли предлагается определять по формуле¹⁶²:

$$ROE_{\text{ср.}} = \frac{\sum_{i=0}^n ROE_i \times NP_i}{\sum_{i=0}^n NP_i}; \quad (3.1.)$$

где $ROE_{\text{ср.}}$ - средневзвешенная рентабельность по отрасли за отчетный период;

n – количество предприятий в отрасли, либо количество компаний, показатели которых участвуют в расчете (для расчета средневзвешенной рентабельности по отрасли, по нашему мнению, достаточно взять несколько крупнейших по величине чистой прибыли корпораций, принадлежащих к данному сектору экономики и идентичной специализацией);

ROE_i – рентабельность собственного капитала i -того предприятия рассматриваемой отрасли;

NP_i – чистая прибыль i -того предприятия рассматриваемой отрасли.

Таким образом, расчет стоимости собственного капитала приобретает вид следующей формулы¹⁶³:

$$ССК = СДб + \frac{ROE_{\text{ср.}}}{ROE_i} \times (ROE_i - СДб); \quad (3.2.)$$

где ССК – стоимость собственного капитала;

СДб – безрисковая ставка доходности;

ROE_i – доходность или рентабельность собственного капитала;

¹⁶² Авторская разработка

¹⁶³ Авторская разработка

$\frac{ROE_{cp.}}{ROE_i}$ – коэффициент, характеризующий соотношение средневзвешенной по отрасли доходности и рентабельности собственного капитала i -той компании.

Следуя логике обозначенной выше формулы, в случае, если рентабельность корпорации окажется выше среднеотраслевой, то стоимость собственного капитала скорректируется в сторону уменьшения, и наоборот, увеличится, когда доходность вложенных собственниками инвестиций меньше средней по отрасли. Подобная замена бета коэффициенту представляется нам оправданной с точки зрения удаления из расчета экономической добавленной стоимости величины, напрямую не связанной с усилиями менеджмента компании в ее управлении, а также с позиции учета в расчете стоимости собственного капитала средневзвешенной рентабельности по отрасли. Таким образом, основная формула остается неизменной, однако трансформируется расчет одной из ее составляющих – WACC.

Таблица 3.3

Стоимость собственного капитала рассматриваемой выборки корпораций согласно авторской методике¹⁶⁴

Отрасль	Наименование	Стоимость собственного капитала по авторской методике			
		2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	17.0%	17.0%	15.0%	14.1%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	13.9%	18.4%	11.2%	13.7%
Телекоммуникации и связь	Vimpelcom	18.5%	34.7%	27.8%	20.3%
Розничная торговля	X5 RetailGroup	7.2%	10.1%	8.0%	2.3%
Черная металлургия	Evgaz	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%
Розничная торговля	Магнит	18.3%	26.7%	17.8%	21.1%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	16.7%	20.5%	16.3%	14.5%
Черная металлургия	Северсталь	18.2%	27.1%	8.5%	16.6%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	20.7%	23.7%	21.6%	21.9%
Телекоммуникации и связь	МТС	30.9%	25.0%	19.8%	30.5%
Черная металлургия	НЛМК	17.2%	13.5%	9.2%	19.3%
Цветная металлургия	Норильский никель	19.4%	19.1%	15.4%	36.8%

¹⁶⁴ Составлено автором

1	2	3	4	5	6
Черная металлургия	Мечел	42.8%	15.8%	10.1%	3.8%
Цветная металлургия	UC Rusal	9.0%	7.7%	7.8%	8.0%
Черная металлургия	ММК	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
Телекоммуникации и связь	Мегафон	22.9%	19.1%	31.7%	18.7%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Сибур	41.1%	18.6%	38.4%	36.3%
Черная металлургия	Металлоинвест	52.8%	31.4%	21.7%	14.2%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Русснефть	11.6%	42.1%	5.0%	12.3%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	н/д	26.9%	14.0%	21.6%
Черная металлургия	ТМК	12.2%	9.9%	5.8%	6.2%
Угольная промышленность	СУЭК	66.3%	64.0%	10.0%	17.4%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Еврохим	39.8%	19.4%	36.3%	32.6%
Розничная торговля	Рольф	8.5%	4.7%	7.3%	9.5%
Розничная торговля	М.Видео	28.5%	28.4%	17.8%	17.1%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижнекамскнефтехим	8.8%	18.1%	31.2%	29.8%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ТАИФ-НК	57.9%	19.9%	13.8%	19.3%
Машиностроение	Группа ГАЗ	9.4%	4.7%	3.9%	5.6%
Оптовая торговля	Протек	16.5%	21.8%	26.9%	20.2%
Строительство	Мостотрест	17.2%	28.3%	19.0%	21.8%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	19.8%	12.6%	49.2%	28.5%
Розничная торговля	Окей	25.4%	21.1%	18.9%	22.3%
Черная металлургия	ЧТПЗ	9.1%	6.3%	5.0%	5.8%
Электроэнергетика	Русэнергосбыт	256.3%	157.7%	93.9%	66.6%
Розничная торговля	Лента	н/д	6.7%	1.2%	5.6%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	AllianceOilCompany	14.5%	21.3%	15.3%	15.7%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	38.7%	28.7%	32.0%	24.3%
Оптовая торговля	ГК Катрен	36.5%	34.0%	33.5%	35.2%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	EurasiaDrillingCompany	21.2%	21.5%	16.1%	14.5%
Транспорт	Трансаэро	7.4%	11.1%	17.4%	5.8%
Цветная металлургия	PolyusGold	21.7%	26.2%	14.4%	18.4%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралхим	34.9%	4.7%	38.9%	68.3%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	28.8%	29.5%	25.8%	35.4%
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	3.4%	14.0%	6.3%	5.8%
Машиностроение	Соллерс	9.0%	0.8%	6.4%	7.1%

В Таблице 3.3. представлены рассчитанные значения стоимости собственного капитала для рассматриваемой выборки российских корпораций с использованием авторских формул, модифицированных в развитие модели ценообразования долгосрочных активов (САРМ). Таблица 3.4. отражает результаты полученных значений средневзвешенной стоимости капитала с учетом цены заемных средств и удельных весов обязательств и собственного капитала в структуре капитала.

Таблица 3.4

Средневзвешенная стоимость капитала рассматриваемой выборки корпораций согласно авторской методике¹⁶⁵

Отрасль	Наименование	WACC по авторской методике			
		2009	2010	2011	2012
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	16.1%	15.4%	14.0%	13.5%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	13.9%	18.4%	11.2%	13.7%
Телекоммуникации и связь	Vimpelcom	14.5%	24.3%	16.8%	14.2%
Розничная торговля	X5 RetailGroup	9.5%	8.9%	7.0%	5.3%
Черная металлургия	Evraz	4.9%	3.6%	2.8%	3.1%
Розничная торговля	Магнит	17.0%	19.2%	12.3%	15.3%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	15.5%	17.5%	14.2%	13.5%
Черная металлургия	Северсталь	15.6%	20.2%	7.6%	12.5%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	18.7%	18.6%	16.7%	17.3%
Телекоммуникации и связь	МТС	17.5%	13.3%	11.6%	16.2%
Черная металлургия	НЛМК	15.9%	12.2%	8.2%	15.5%
Цветная металлургия	Норильский никель	17.3%	17.6%	12.6%	28.4%
Черная металлургия	Мечел	21.7%	11.3%	7.8%	6.1%
Цветная металлургия	UC Rusal	10.8%	8.0%	7.1%	7.5%
Черная металлургия	ММК	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%
Телекоммуникации и связь	Мегафон	21.4%	17.7%	28.2%	12.2%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Сибур	29.4%	15.1%	27.7%	26.6%
Черная металлургия	Металлоинвест	20.9%	17.0%	12.6%	8.8%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Русснефть	11.6%	13.4%	6.2%	8.0%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	н/д	21.2%	11.8%	17.0%
Черная металлургия	ТМК	11.7%	8.7%	6.2%	6.7%

¹⁶⁵ Составлено автором

1	2	3	4	5	6
Угольная промышленность	СУЭК	35.9%	33.2%	7.0%	10.2%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Еврохим	30.0%	17.2%	22.5%	22.7%
Розничная торговля	Рольф	10.8%	7.4%	6.7%	8.1%
Розничная торговля	М.Видео	28.5%	28.4%	17.8%	17.1%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижнекамскнефтехим	9.8%	15.4%	26.6%	27.7%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ТАИФ-НК	39.0%	16.0%	13.8%	19.1%
Машиностроение	Группа ГАЗ	13.4%	10.7%	7.1%	7.0%
Оптовая торговля	Протек	15.5%	21.7%	26.7%	20.2%
Строительство	Мостотрест	14.9%	22.5%	17.1%	18.9%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	17.8%	11.9%	36.8%	21.8%
Розничная торговля	О'кей	15.9%	14.9%	13.2%	15.7%
Черная металлургия	ЧТПЗ	11.5%	8.1%	6.6%	7.0%
Электроэнергетика	Русэнергосбыт	77.1%	60.8%	93.9%	66.6%
Розничная торговля	Лента	н/д	7.8%	8.2%	7.0%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	AllianceOilCompany	13.6%	16.5%	11.3%	12.2%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	37.1%	26.5%	23.1%	17.8%
Оптовая торговля	ГК Катрен	20.2%	14.7%	13.0%	31.7%
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	EurasiaDrillingCompany	19.7%	18.1%	12.6%	12.3%
Транспорт	Трансаэро	11.7%	8.4%	9.9%	6.8%
Цветная металлургия	PolyusGold	21.0%	25.2%	12.6%	17.6%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралхим	9.8%	8.7%	13.7%	37.3%
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	21.3%	20.6%	16.5%	22.9%
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	11.2%	7.6%	6.4%	7.0%
Машиностроение	Соллерс	10.9%	6.2%	6.4%	7.0%

Мы полагаем, что в качестве обоснования возможности использования авторской формулы расчета стоимости собственного капитала и замены рыночной величины бета на коэффициент соотношения среднеотраслевой рентабельности к доходности собственного капитала изучаемого предприятия необходимо провести корреляционно-регрессионный анализ вариации следующих величин:

- средневзвешенной стоимости капитала и WACC с учетом предложенной автором формулы расчета стоимости собственного капитала;

- экономической добавленной стоимости и EVA с учетом предложенной автором формулы расчета стоимости собственного капитала;
- EVA с поправкой на бета-коэффициент и EVA без учета данного индикатора рыночного риска ценной бумаги корпорации;
- экономической добавленной стоимости и бета-коэффициента.

Если по первым трем парам исследуемых финансовых показателей по результатам анализа будут получены значения коэффициента корреляции Пирсона свыше 0,7, а также будет выявлена слабая степень зависимости экономической добавленной стоимости от бета-коэффициента, то это будет свидетельствовать о возможности применения авторской методики расчета стоимости собственного капитала.

Рисунки 3.1.; 3.2.; 3.3.; 3.4 отражают итоги реализованного регрессионного анализа вариации средневзвешенной стоимости капитала и WACC с учетом предложенной автором формулы расчета стоимости собственного капитала.

<i>Регрессионная статистика</i>					
Множественный R	0,92				
R-квадрат	0,84				
Нормированный R-квадрат	0,83				
Стандартная ошибка	0,04				
Наблюдения	43				
Дисперсионный анализ					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	1	0,38	0,38	213,53	0,00
Остаток	41	0,07	0,00		
Итого	42	0,45			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	0,02	0,01	1,51	0,14	-0,01
Переменная X 1	0,78	0,05	14,61	0,00	0,68

Рис. 3.1. Регрессионная статистика WACC с поправкой на бета-коэффициент и WACC с учетом авторской формулы расчета CCK за 2009г.¹⁶⁶

¹⁶⁶ Составлено автором

Коэффициент множественной корреляции за 2009-2012гг. выражал высокую степень зависимости средневзвешенной стоимости капитала и WACC с учетом предложенной автором формулы расчета стоимости собственного капитала. Значения данного показателя равнялись 0,92; 0,81; 0,89; 0,83 пункта в 2009-2012 гг. соответственно, что говорит о существенной, положительной связи между двумя рассматриваемыми переменными. Величины R-квадрат, находящиеся за исследуемые годы в пределах от 0.66 до 0.84 пункта, характеризуют высокое качество полученной регрессионной прямой. Таким образом, в построенных линейных моделях WACC с учетом предложенной автором формулы расчета стоимости собственного капитала в среднем на 75% объясняется вариацией WACC, рассчитанной по стандартной методике.

<i>Регрессионная статистика</i>					
Множественный R	0,81				
R-квадрат	0,66				
Нормированный R-квадрат	0,65				
Стандартная ошибка	0,08				
Наблюдения	45				
<i>Дисперсионный анализ</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	1	0,50	0,50	81,77	0,00
Остаток	43	0,26	0,01		
Итого	44	0,76			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	-0,03	0,02	-1,15	0,26	-0,07
Переменная X 1	1,12	0,12	9,04	0,00	0,87

Рис. 3.2. Регрессионная статистика WACC с поправкой на бета-коэффициент и WACC с учетом авторской формулы расчета ССК за 2010г.¹⁶⁷

¹⁶⁷ Составлено автором

<i>Регрессионная статистика</i>					
Множественный R	0,89				
R-квадрат	0,80				
Нормированный R-квадрат	0,79				
Стандартная ошибка	0,16				
Наблюдения	45				
Дисперсионный анализ					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	1	4,27	4,27	166,77	0,00
Остаток	43	1,10	0,03		
Итого	44	5,38			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	-0,15	0,04	-4,26	0,00	-0,22
Переменная X 1	2,21	0,17	12,91	0,00	1,86

Рис. 3.3. Регрессионная статистика WACC с поправкой на бета-коэффициент и WACC с учетом авторской формулы расчета ССК за 2011г.¹⁶⁸

Показатель значимости F, не превышающий значения, равного 0.05, подтверждает значимость R-квадрата. По результатам сравнения попарно значений столбцов «Коэффициенты» и «Стандартная ошибка», представленных на Рисунках 3.1.; 3.2.; 3.3.; 3.4 было выявлено, что абсолютные значения коэффициентов превышают их стандартные ошибки, что, в свою очередь, свидетельствует в пользу значимости коэффициентов регрессии.

<i>Регрессионная статистика</i>					
Множественный R	0,83				
R-квадрат	0,69				
Нормированный R-квадрат	0,69				
Стандартная ошибка	0,20				
Наблюдения	45				
Дисперсионный анализ					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	1	3,80	3,80	96,79	0,00
Остаток	43	1,69	0,04		
Итого	44	5,48			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	-0,22	0,05	-4,34	0,00	-0,33
Переменная X 1	2,67	0,27	9,84	0,00	2,12

Рис. 3.4. Регрессионная статистика WACC с поправкой на бета-коэффициент и WACC с учетом авторской формулы расчета ССК за 2012г.¹⁶⁹

¹⁶⁸ Составлено автором

¹⁶⁹ Составлено автором

Прежде чем приступить к корреляционно-регрессионному анализу экономической добавленной стоимости и EVA с учетом предложенной автором формулы расчета стоимости собственного капитала, приведем полученные значения EVA (Таблица 3.5.). В 2012 году у 30 компаний из рассматриваемой выборки (67%) наблюдались положительные величины EVA, что на 7% больше показателей EVA свыше нуля, представленных во второй главе настоящей работы. В 2011 году аналогичное соотношение положительных значений EVA в изучаемой совокупности составило 82%; в 2010 – 47%; в 2009 – 29%.

В 2009-2012 гг. соответственно. В целом, суммарные по изучаемой выборке корпораций величины EVA, отображенные в Таблице 3.5., в разрезе по годам с 2009 по 2012 равнялись -9603,5; 210,2; 4831,0; -6757,6 млрд. руб. соответственно, что в сопоставлении с полученными данными экономической добавленной стоимости исходя из модели CAPM дает следующие отклонения по годам: -63%; -94%; 28%; 57% (прирост экономической добавленной стоимости по авторской формуле расчета стоимости собственного капитала к EVA, рассчитанной по традиционной методике).

Таблица 3.5

Экономическая добавленная стоимость рассматриваемой выборки корпораций согласно авторской методике¹⁷⁰

Отрасль	Наименование	EVA с учетом ССК по авторской методике, млрд.руб.			
		2009	2010	2011	2012
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Лукойл	-3 117	-1 454	360	637
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сургутнефтегаз	-59	-131	91	-65
Телекоммуникации и связь	Vimpelcom	17	-74	-4	38
Розничная торговля	X5 RetailGroup	115	104	46	-312

¹⁷⁰ Составлено автором

1	2	3	4	5	6
Черная металлургия	Evraz	-632	524	602	-351
Розничная торговля	Магнит	-7	-110	128	158
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Татнефть	-5	-30	1	16
Черная металлургия	Северсталь	-1 362	-2 240	1 511	-453
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башнефть	-29	-5	12	6
Телекоммуникации и связь	МТС	-11	2	34	15
Черная металлургия	НЛМК	-1 207	-10	269	-1 663
Цветная металлургия	Норильский никель	-795	1 710	1 715	-2 672
Черная металлургия	Мечел	-2 320	-135	217	-1 781
Цветная металлургия	UC Rusal	630	2 530	63	-1 011
Черная металлургия	ММК	-38	200	-891	279
Телекоммуникации и связь	Мегафон	2	3	-45	20
Химическая и нефтехимическая промышленность	Сибур	-16	19	1	-16
Черная металлургия	Металлоинвест	-16	16	19	63
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Русснефть	9	-7	-1	7
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Новатэк	н/д	-10	82	1
Черная металлургия	ТМК	-15	3	9	6
Угольная промышленность	СУЭК	-46	-36	24	19
Химическая и нефтехимическая промышленность	Еврохим	-20	9	-3	-3
Розничная торговля	Рольф	-7	-0	3	3
Розничная торговля	М.Видео	-1	-1	1	2
Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижнекамскнефтехим	-3	2	1	-3
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ТАИФ-НК	-9	3	12	4
Машиностроение	Группа ГАЗ	-8	5	8	9
Оптовая торговля	Протек	2	-3	-4	-2
Строительство	Мостотрест	1	-2	1	2
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралкалий	0	9	-89	-32
Розничная торговля	О'кей	-1	2	1	1
Черная металлургия	ЧТПЗ	6	6	4	7
Электроэнергетика	Русэнергосбыт	-1	3	7	6
Розничная торговля	Лента	н/д	2	1	6
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	AllianceOilCompany	72	-214	-23	-105
Химическая и нефтехимическая промышленность	Фосагро	-15	-9	2	8
Оптовая торговля	ГК Катрен	31	-1	17	32
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	EurasiaDrillingCompany	-54	-66	77	146
Транспорт	Трансаэро	1	1	5	6
Цветная металлургия	PolyusGold	-467	-467	185	168
Химическая и нефтехимическая промышленность	Уралхим	-208	75	361	46
Химическая и нефтехимическая промышленность	Акрон	-8	-11	5	-16
Строительство, девелопмент	Группа компаний ПИК	-6	-3	8	7
Машиностроение	Соллерс	-5	-0	5	5

Диапазон значений экономической добавленной стоимости, рассчитанный с использованием авторской формулы нахождения стоимости собственного капитала, в 2012 году находился в пределах от -2672 млрд. руб. до +637 млрд. руб.; в 2011 году - от -891 млрд. руб. до +1715 млрд. руб.; в 2010 году - от -2240 млрд. руб. до +2530 млрд. руб.; в 2009 году - от -3117 млрд. руб. до +630 млрд. руб., что отличает разброс величин EVA, вычисленной с использованием методики долгосрочного ценообразования активов, на 1477 млрд. руб.; 1460 млрд. руб.; 563 млрд. руб.; 430 млрд. руб. соответственно.

На Рисунках 3.5.; 3.6.; 3.7.; 3.8. представлены итоговые результаты проведенного регрессионного анализа экономической добавленной стоимости и EVA с учетом предложенной автором формулы расчета стоимости собственного капитала. Полученная регрессионная статистика свидетельствует о наличии устойчивой связи между исследуемыми финансовыми переменными, что подтверждается значениями коэффициента корреляции Пирсона свыше 0.7. В разрезе по годам за период с 2009 по 2012 гг. значения множественного R (абсолютное значение коэффициента корреляции) составили 0.86; 0.77; 0.81; 0.88 пункта соответственно.

<i>Регрессионная статистика</i>					
Множественный R	0,86				
R-квадрат	0,74				
Нормированный R-квадрат	0,73				
Стандартная ошибка	207,86				
Наблюдения	43				
Дисперсионный анализ	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	1	5049542	5049542	117	0,00
Остаток	41	1771425	43205		
Итого	42	6820966			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	-18,42	33,53	-0,55	0,59	-86,15
Переменная X 1	0,53	0,05	10,81	0,00	0,43

Рис 3.5. Регрессионная статистика EVA по методике CAPM и EVA с учетом авторской формулы расчета ССК за 2009г.¹⁷¹

¹⁷¹ Составлено автором

<i>Регрессионная статистика</i>					
Множественный R	0,77				
R-квадрат	0,59				
Нормированный R-квадрат	0,58				
Стандартная ошибка	270,16				
Наблюдения	45				
Дисперсионный анализ	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	1	4477177	4477177	61	0,00
Остаток	43	3138492	72988		
Итого	44	7615670			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	82,21	40,27	2,04	0,05	0,99
Переменная X 1	0,51	0,07	7,83	0,00	0,38

Рис. 3.6. Регрессионная статистика EVA по методике CAPM и EVA с учетом авторской формулы расчета ССК за 2010г.¹⁷²

Величины R-квадрата, находящиеся в границах от 0.59 до 0.78 свидетельствуют в пользу относительно высокого качества полученной регрессионной прямой, т.е. значительной степени соответствия исходных данных и построенных моделей.

<i>Регрессионная статистика</i>					
Множественный R	0,81				
R-квадрат	0,66				
Нормированный R-квадрат	0,65				
Стандартная ошибка	175,91				
Наблюдения	45				
Дисперсионный анализ	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	1	2597425	2597425	84	0,00
Остаток	43	1330648	30945		
Итого	44	3928073			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	15,13	27,28	0,55	0,58	-39,88
Переменная X 1	0,64	0,07	9,16	0,00	0,50

Рис. 3.7. Регрессионная статистика EVA по методике CAPM и EVA с учетом авторской формулы расчета ССК за 2011г.¹⁷³

¹⁷² Составлено автором

¹⁷³ Составлено автором

<i>Регрессионная статистика</i>					
Множественный R	0,88				
R-квадрат	0,78				
Нормированный R-квадрат	0,78				
Стандартная ошибка	208,63				
Наблюдения	45				
Дисперсионный анализ	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>
Регрессия	1	6664024	6664024	153	0,00
Остаток	43	1871607	43526		
Итого	44	8535631			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>
Y-пересечение	7,84	32,20	0,24	0,81	-57,10
Переменная X 1	0,69	0,06	12,37	0,00	0,58

Рис. 3.8. Регрессионная статистика EVA по методике CAPM и EVA с учетом авторской формулы расчета ССК за 2012г.¹⁷⁴

Отметим, что во всех полученных моделях выявлено положительное направление связи между EVA по методике CAPM и EVA с учетом авторской формулы расчета стоимости собственного капитала. Значения стандартных ошибок не превышают абсолютных величин коэффициентов рассматриваемых переменных, при этом коэффициенты изучаемых показателей можно считать статистически значимыми, исходя из полученных P-значений, которые являются меньше заданного уровня значимости, равного 0.05.

В доказательство возможности исключения бета коэффициента и его последующей замены в формуле расчета экономической добавленной стоимости на показатель среднеотраслевой рентабельности собственного капитала приведем результаты проведенного регрессионного анализа для выявления тесноты связи между EVA с поправкой на бета-коэффициент и EVA без учета данного индикатора рыночного риска ценной бумаги корпорации. Также приведем результаты регрессионной статистики зависимости экономической добавленной стоимости от бета-коэффициента.

¹⁷⁴ Составлено автором

В Таблице 3.6. представлены основные параметры корреляционно-регрессионного анализа однофакторной модели зависимости экономической добавленной стоимости от бета-коэффициента. Коэффициент корреляции отражает слабую тесноту связи (по шкале Чеддока) между исследуемыми величинами на протяжении всего рассматриваемого временного промежутка. Значения коэффициента детерминации свидетельствует о том, что 99% изменения экономической добавленной стоимости объясняются другими факторами, помимо бета-коэффициента.

Таблица 3.6

Регрессионная статистика зависимости EVA от бета-коэффициента за 2009-2012гг.

Регрессионная статистика	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
Множественный R	0.16	0.14	0.11	0.15
R-квадрат	0.01	0.02	0.01	0.01
Нормированный R-квадрат	0.11	0.00	-0.01	0.10
Стандартная ошибка	379.97	416.88	300.31	418.07
Наблюдения	43	45	45	45

Исходя из полученных значений коэффициента корреляции EVA с поправкой на бета-коэффициент и EVA без учета данного индикатора изменения цены отдельной ценной бумаги от изменения значения биржевого индекса видно, что тесноту связи между ними можно обозначить как высокую. Коэффициент детерминации, находящийся в пределах от 90% до 98% за 2009-2012 гг., свидетельствует в пользу значительной доли вариации результативного показателя EVA с учетом бета-коэффициента, объясняемой вариацией EVA без него.

Таблица 3.7

Регрессионная статистика EVA с поправкой на бета-коэффициент и EVA без учета данного индикатора за 2009-2012гг.

Регрессионная статистика	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
Множественный R	0.99	0.97	0.95	0.98
R-квадрат	0.98	0.95	0.90	0.95
Нормированный R-квадрат	0.98	0.94	0.90	0.95
Стандартная ошибка	56.13	94.31	90.20	85.56
Наблюдения	43	45	45	45

Таким образом, полученные результаты проведенного корреляционного анализа в целях нахождения связей между экономической добавленной стоимостью и бета-коэффициентом; средневзвешенной стоимостью капитала с поправкой на бета-коэффициент и WACC с учетом авторской формулы расчета ССК; регрессионной статистики вариации EVA по методике CAPM и EVA с учетом авторской формулы расчета ССК служат аргументированным обоснованием о возможности использования авторского метода расчета стоимости собственного капитала без потери смысла EVA.

Исходя из полученных выводов, можно сделать вывод о том, что авторская модификация формулы расчета стоимости собственного капитала по модели долгосрочного ценообразования активов CAPM в части замены бета величины на коэффициент соотношения средневзвешенной по отрасли доходности ROE и рентабельности собственного капитала рассматриваемой компании преследует цели не только исключения из расчета рыночного индикатора, формирующегося под воздействием как управленческих решений менеджеров, так и внешних факторов, но и трансформации исчисления искомого показателя в целях изменения логики действий менеджеров в отношении оптимизации затрат на капитал: значение соотношения отраслевой рентабельности собственного капитала к доходности ROE корпорации выше единицы ведет к росту стоимости акционерного капитала, что стимулирует управленцев усиливать финансовый рычаг, что в свою очередь в дальнейшем приводит к увеличению величины ROE компании; что позволяет нивелировать один из факторов уязвимости EVA в отношении внутрикорпоративных агентских конфликтов.

3.3. Алгоритм расчета EVA для структурных подразделений корпорации в рамках превентивных мер по снижению косвенных агентских издержек

Исходя из факторов уязвимости показателя экономической добавленной стоимости, обозначенных нами в первой главе настоящей работы, модификация формулы нахождения стоимости собственного капитала является обязательным, но не единственным преобразованием в получении индикатора, который бы пополнил линейку важнейших ключевых показателей эффективности корпорации с одной стороны, и способствовал усовершенствованию финансового менеджмента в отношении предотвращения и снижения последствий внутрикорпоративных агентских конфликтов, с другой.

В первой главе нами также описано, что внутрикорпоративные конфликты не ограничиваются противопоставлением интересов акционеров и менеджмента, но также олицетворяют столкновение интересов головного офиса или штаб-квартиры и структурных подразделений компании в виде филиалов, региональных представительств, дочерних предприятий. Безусловно, каждое из структурных подразделений корпорации имеет собственные значения экономической добавленной стоимости и вносит определенный вклад в суммарную величину EVA. В этой связи, неподдельный интерес с позиции финансового контроля вызывает вклад каждой из структурных единиц компании в общий показатель экономической добавленной стоимости.

Также стоит заострить внимание на том, что контроль за осуществлением масштабных инвестиций в крупных корпорациях, как правило, базируется на стандартном методе оценки инвестиционных проектов с последующим расчетом NPV (чистой приведенной стоимости), периода окупаемости, ставкой дисконтирования и не получает своего отражения в виде влияния на текущий отчет о прибылях и убытках.

Ввод показателя, который сочетал бы в себе отражение результативности текущих вложений в исполнении годового финансового плана в целом, и отчета о прибылях и убытках в частности, и также был бы индикатором эффективности инвестиций с позиции акционеров в их стремлении к увеличению капитала, способствовал значительному улучшению качества внутрикорпоративного менеджмента. С точки зрения крупных корпораций с разветвленной филиальной сетью решение этих задач неоднозначно и проблематично.

Составляющие абсолютные показатели отчета P&L (о прибылях и убытках), такие как выручка, себестоимость, операционные расходы и капитальные затраты, операционная прибыль, денежный поток и свободный денежный поток, зачастую принимаются за основу аналитической базы в ходе реализации управления финансами корпорации. Но, как было замечено ранее, они не в полной мере позволяют судить об эффективности используемого акционерного капитала, не отражают результативности по сравнению с возможными альтернативными вложениями и непродуктивны в отношении снижения оппортунизма менеджеров. Также эту проблему не решают привычные коэффициенты рентабельности продаж, активов, собственного капитала.

Нам представляется, что путем ряда преобразований формулы расчета экономической добавленной стоимости, можно достичь большей полезности в отношении внедрения данной величины в систему внутрикорпоративного финансового менеджмента с одной стороны, и одновременно применять модифицированный метод EVA в качестве инструмента предотвращения негативных последствий агентских конфликтов.

Напомним, что классическая формула расчета EVA имеет следующий вид:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C; \quad (3.3.)$$

где NOPAT – операционная прибыль после уплаты налогов; WACC – средневзвешенная стоимость капитала; С – вложенный в предприятие капитал.¹⁷⁵

Если разложить этот показатель исходя из структурных подразделений корпорации, то формула расчета EVA приобретает вид:

$$EVA = \sum_{i=0}^n EVA_{п.i}; \quad (3.4.)$$

Где n – количество структурных подразделений корпорации;

$EVA_{п.i}$ – экономическая добавленная стоимость отдельно взятого i-того структурного подразделения.

Заметим, что структурные подразделения корпорации могут быть представлены как филиалами, региональными отделениями, так и дочерними компаниями, входящими в состав группы. Таким образом, исходя из вышеупомянутого замечания, консолидированный показатель EVA по группе компаний можно представить формулой:

$$EVA = \sum_{i=0}^n EVA_{доч.п.i} + \sum_{i=0}^n EVA_{фил.}; \quad (3.5.)$$

Где EVA – результирующий показатель экономической добавленной стоимости;

$EVA_{доч.п.i}$ – экономическая добавленная стоимость i-того дочернего предприятия;

$EVA_{фил.}$ – экономическая добавленная стоимость i-того филиала или регионального отделения корпорации.

Разбиение EVA по критерию структурной организации корпорации расширяет возможности факторного анализа, исходя не только из изменения операционной прибыли после уплаты налогов, средневзвешенной стоимости капитала и его абсолютной величины, но и возможностей оценки вклада

¹⁷⁵ Корпоративные финансы: Учебник для вузов / Под ред. М.В. Романовского, А.И. Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. – СПб.: Питер, 2011. – 592 с.: ил.с. 503-505.

каждой выделенной функционирующей бизнес-единицы компании в консолидированный показатель.

Таким образом, детализированная формула расчета EVA будет иметь следующий вид:

$$EVA = \sum_{i=0}^n \text{NOPAT}_{\text{доч. } i} + \sum_{i=0}^n \text{NOPAT}_{\text{фил. } i} - \text{WACC} \times \left(\sum_{i=0}^n C_{\text{доч. } i} + \sum_{i=0}^n C_{\text{фил. } i} \right); \quad (3.6.)$$

Где $\text{NOPAT}_{\text{доч. } i}$ - операционная прибыль после уплаты налогов i -того дочернего предприятия корпорации;

$\text{NOPAT}_{\text{фил. } i}$ - операционная прибыль после уплаты налогов i -того филиала корпорации;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала в целом по корпорации;

$C_{\text{доч. } i}$ - среднегодовое значение вложенного в i -тое дочернее предприятие капитала;

$C_{\text{фил. } i}$ - среднегодовое значение инвестированного в i -тый филиал или региональное отделение капитала.

По нашему мнению, участвующий в формуле расчета экономической добавленной стоимости показатель средневзвешенной стоимости капитала рассчитывается в целом по всей корпорации, а его значение должно быть одинаковым независимо от отдельно взятого филиала или дочернего предприятия.

В подтверждение данного утверждения можно привести следующие аргументы:

- расчет WACC по каждому структурному подразделению значительно усложнит вычисления, т.к. подразумевает нахождение стоимостей собственного и заемного капитала по отдельности, скорректированное на их вес в общем капитале;

- в большинстве случаев заемные средства, привлекаемые корпорациями в виде кредитов или синдицированных кредитов, осуществляются со стороны головного офиса и в дальнейшем аллокируются

в филиалы, соответственно, стоимость заемного капитала является одинаковой для всех структурных подразделений либо различается незначительно;

- заинтересованность акционеров в отдаче вложенных инвестиций распространяется на итоговые результаты деятельности всей компании, поэтому расчет стоимости собственного капитала по филиалам, структурным подразделениям представляется нерелевантным.

Существенным недостатком представленной выше формулы расчета EVA является отсутствие возможности оперативной оценки эффективности вложений в разрезе проектов и продуктов. Под проектами в данном контексте мы понимаем деятельность, требующую капитальных вложений и направленную на достижение положительного экономического результата в виде получения или роста выручки, прибыли. Продукты трактуются нами как совокупность возможностей, реализуемых для удовлетворения потребностей покупателей (клиентов) с целью извлечения выгоды в виде улучшения ключевых показателей эффективности. Таким образом, несмотря на то, что формула расчета экономической добавленной стоимости как сумма EVA структурных подразделений корпорации показывает вклад каждого из филиалов или дочерних предприятий, в общем виде она непригодна для оценки эффективности внедряемых проектов и продуктов со стороны филиалов и головного офиса компании. Между тем, на долю последнего приходится большая часть управленческих решений инвестиционного характера. На фоне масштабных, имеющих федеральный статус (в том числе распространяемых на все структурные подразделения компании) проектов со стороны головного офиса, активности филиалов и дочерних организаций корпорации требуют зачастую меньших вложений капитальных затрат. Вместе с тем, управленческие решения головного офиса или штаб-квартиры в случае их тиражирования на все структурные подразделения компании затрагивают ключевые показатели эффективности филиалов и региональных отделений корпорации.

Таким образом, с одной стороны, очевиден агентский внутрикорпоративный конфликт интересов топ-менеджмента и региональных подразделений, с другой - возникает потребность раздельной оценки и контроля эффективности вложений с позиции экономической добавленной стоимости, формируемой посредством управленческих решений головного офиса и филиалов, дочерних организаций.

Нам представляется, что формулу экономической добавленной стоимости путем преобразований можно адаптировать для нужд оценки эффективности осуществляемых инвестиций со стороны головного офиса и филиалов. Учитывая, что в корпорациях с вертикально организованной структурой, инвестируемый капитал перераспределяется между структурными подразделениями, то вычисления EVA можно представить в следующем виде¹⁷⁶:

$$EVA = \sum_{i=0}^n NOPAT_{i.HQ} + \sum_{i=0}^n NOPAT_{i.BU} + \sum_{i=0}^n NOPAT_{i.c.} - WACC \times \left(\sum_{i=0}^n C_{i.HQ} + \sum_{i=0}^n C_{i.BU} + \sum_{i=0}^n C_{i.c.} \right); \quad (3.7.)$$

Где $NOPAT_{i.HQ}$ – дополнительная операционная прибыль после уплаты налогов i -того структурного подразделения корпорации, полученная в виде экстра экономического эффекта по принятым и реализованным управленческим решениям головного офиса;

$NOPAT_{i.BU}$ – дополнительная операционная прибыль после уплаты налогов i -того структурного подразделения корпорации, полученная в виде экстра экономического эффекта по принятым и реализованным проектам филиалов или региональных офисов компании;

$NOPAT_{i.c.}$ – текущая операционная прибыль после уплаты налогов i -того структурного подразделения корпорации, формируемая за счет накопленного используемого капитала, а также вложений, инициируемых головным офисом корпорации;

$WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала в целом по корпорации;

¹⁷⁶ Авторская разработка

$C_{i.HQ}$ – сумма инвестированного в рамках реализованных головным офисом проектов капитала в развитие продуктов i -того структурного подразделения;

$C_{i.BU}$ – сумма инвестированного капитала на реализацию региональных проектов i -того структурного подразделения;

$C_{i.c}$ – среднегодовое значение инвестированного в i -тое структурное подразделение капитала за вычетом сумм дополнительных средств, выделенных для реализации локальных (со стороны филиалов, региональных офисов) и федеральных (со стороны головного офиса) проектов.

Представленная формула расчета экономической добавленной стоимости позволяет решить одновременно несколько задач с целью совершенствования инструментов финансового менеджмента для снижения негативных последствий внутрикорпоративных агентских конфликтов:

- измерение эффективности с позиции интересов собственников компании в разрезе отдельных структурных подразделений корпорации;

- выявление и отслеживание результативности инвестиций, выделенных под реализацию локальных проектов и продуктов структурных подразделений;

- оценка эффективности управленческих решений, инициируемых головным офисом корпорации и масштабируемых на все или часть структурных подразделений компании;

- диагностика вклада управленческих решений головного офиса и структурных подразделений компании, как единиц, создающих либо препятствующих созданию дополнительной экономической стоимости корпорации в целом.

Из перечисленных составляющих формулы расчета EVA нам представляется необходимым пояснить, каким образом измеряются величины дополнительной операционной прибыли после уплаты налогов i -того структурного подразделения корпорации $NOPAT_{i.HQ}$ и $NOPAT_{i.BU}$ ¹⁷⁷.

¹⁷⁷ Авторская разработка

$$\sum_{i=0}^n \text{NOPAT}_{i.BU} = \left(\sum_{i=0}^n \text{Revenue}_{i.BU} - \sum_{i=0}^n \text{Costs}_{i.BU} \right) \times (1 - T); \quad (3.8.)$$

Где $\text{Revenue}_{i.BU}$ – выручка от реализованных структурными подразделениями локальных проектов;

$\text{Costs}_{i.BU}$ – совокупность расходов, связанных с внедрением локальных проектов и эксплуатацией соответствующим им продуктам: себестоимость, коммерческие, административные, управленческие расходы, амортизационные отчисления.

По нашему мнению, формула расчета $\text{NOPAT}_{i.HQ}$ отличается от исчисления $\text{NOPAT}_{i.BU}$ по причине необходимости ввода коэффициента, позволяющего распределить возникающие в виду реализации федеральных проектов коммерческие, административные, управленческие расходы со стороны головного офиса¹⁷⁸:

$$\sum_{i=0}^n \text{NOPAT}_{i.HQ} = \left(\sum_{i=0}^n \text{Revenue}_{i.HQ} - \sum_{i=0}^n \text{Costs}_{i.HQ} \times K - \sum_{i=0}^n \text{Prod.costs}_{i.HQ} - \sum_{i=0}^n \text{Am}_{i.HQ} \right) \times (1 - T); \quad (3.9.)$$

Где Prod.costs_i – себестоимость i -того структурного подразделения от проектов со стороны головного офиса;

Am_i – амортизационные отчисления i -того структурного подразделения от проектов со стороны головного офиса;

K – отношение кумулятивной выручки i -того структурного подразделения от реализации федеральных проектов к суммарной выручке запущенных проектов головного офиса.

Следуя обозначенной логике расщепления экономической добавленной стоимости на составляющие экономической прибыли в разрезе финансового эффекта от использования текущих активов, новых инвестиций со стороны головного офиса и филиалов предприятия для оценки управленческих решений локального характера и федерального масштаба, представляется целесообразным визуализировать указанные преобразования метода EVA в виде декомпозиции факторов.

¹⁷⁸ Авторская разработка

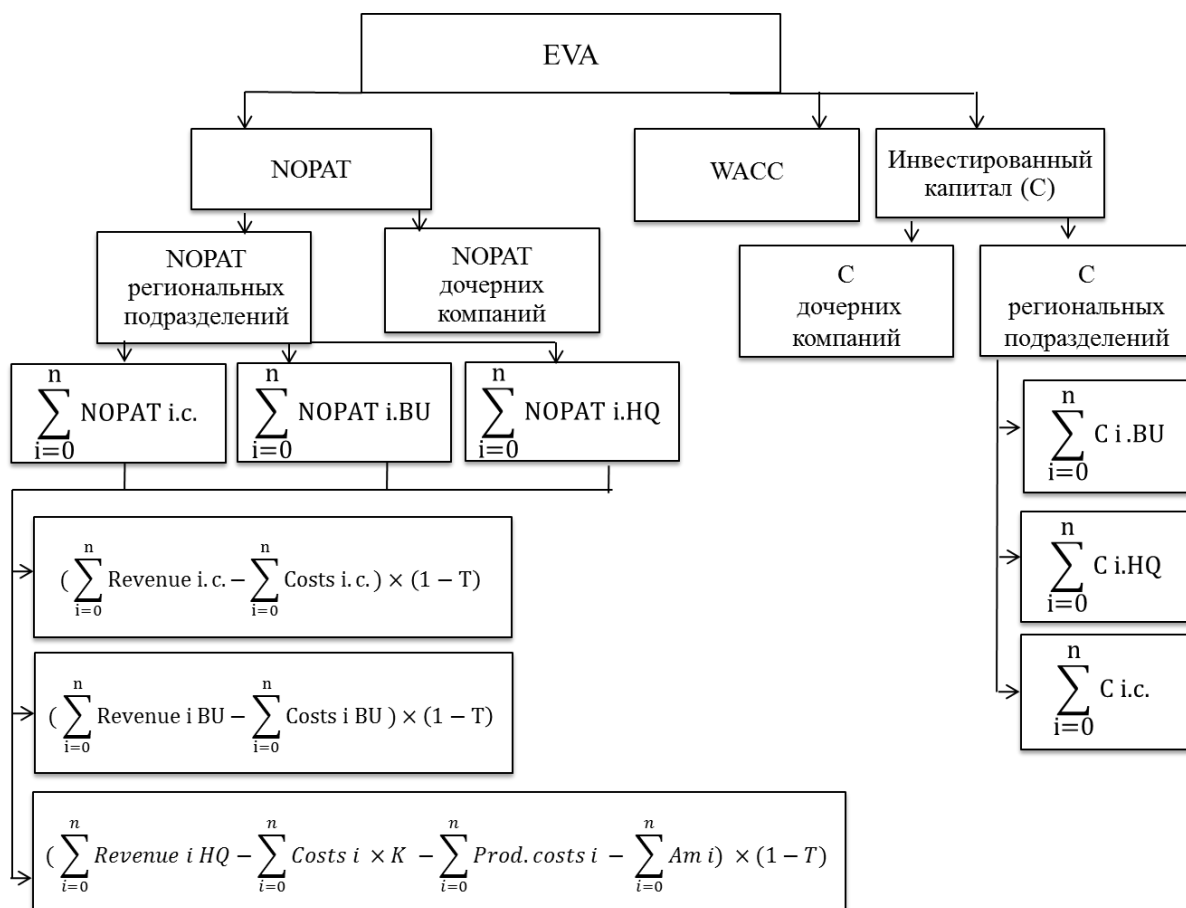


Рис. 3.9. Экспликация компонентов экономической добавленной стоимости¹⁷⁹

Таким образом, предлагаемую исследователями Е.М.Роговой, Е.А.Ткаченко декомпозицию формирующих экономическую добавленную стоимость компонентов можно расширить до факторов четвертого порядка, детализируя величины NOPAT и инвестированного капитала в разрезе структурных подразделений корпорации, а также разложения составляющих EVA бизнес-единиц компании в разрезе финансового эффекта от использования текущих активов, новых инвестиций со стороны головного офиса и филиалов предприятия для оценки управленческих решений локального характера и федерального масштаба (Рисунок 3.9.).

Для того, чтобы оценить полезность предлагаемого соискателем алгоритма расчета EVA, проведем апробацию разложения искомого

¹⁷⁹ Авторская разработка

показателя в соответствии с предложенной декомпозицией на примере условных данных (Таблица 3.8.).

Допустим средневзвешенная стоимость капитала составляет 13.5%, налоговая ставка – 24%, известны выручка, расходы и инвестированный капитал в разрезе федеральных и локальных проектов, а также без их учета. Тогда суммарная величина EVA по пяти структурным подразделениям компании будет равняться 3 756 тыс.руб., при этом каждое из рассматриваемых пяти подразделений создает добавленную экономическую стоимость, способствуя ее росту. Заметим, однако, что анализ составляющих значений EVA от использования текущих активов, от реализации локальных проектов, а также проектов со стороны головного офиса позволяет сделать выводы о том, влияние какого характера оказывают управленческие решения организационных бизнес-единиц корпорации на суммарную величину экономической прибыли. Исходя из полученных значений экономической добавленной стоимости видно, что федеральные управленческие решения в целом негативно отражаются на изменении EVA, что эквивалентно падению данного показателя по пяти подразделениям компании на 287 тыс. руб.; аналогичные локальные проекты, напротив, привнесли 565 тыс.руб.

Таблица 3.8

Исходные данные для расчета EVA с учетом авторской декомпозиции¹⁸⁰

Наименование показателя	Значения в разрезе структурных подразделений, в тыс.руб.				
	1	2	3	4	5
<i>I</i>	2	3	4	5	6
Revenue с.	81 495	64 350	67 859	88 463	122 444
Revenue HQ	45 246	37 397	41 386	44 177	60 463
Revenue BU	10 268	9 804	8 447	7 580	6 815
Revenue	137 009	111 551	117 692	140 220	189 722
Costs с.	44 007	31 532	33 930	46 001	64 895
Costs HQ	10 859	8 975	9 933	10 603	14 511
Costs BU	2 464	2 353	2 027	1 819	1 636

¹⁸⁰ Составлено автором

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
1-Т	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76
WACC	14%	14%	14%	14%	14%
IC cur	207 467	182 024	185 752	231 439	317 383
IC HQ	33 455	27 239	34 655	34 240	46 327
IC BU	5 270	7 225	7 233	5 670	3 032
IC	246 192	216 488	227 640	271 349	366 743
NOPAT с.	28 490	24 942	25 787	32 271	43 737
NOPAT HQ	4 642	3 837	4 246	4 533	6 203
NOPAT BU	1 054	1 006	867	778	699
NOPAT	34 186	29 785	30 899	37 582	50 640
EVA с.	483	369	710	1 027	890
EVA HQ	126	160	- 432	- 90	- 51
EVA BU	342	31	- 110	12	290
EVA	950	559	168	949	1 129

Суммарное значение EVA по первому подразделению составляет 950 тыс. руб., из них 342 тыс.руб. или 36% привносят решения со стороны головного офиса; 126 тыс.руб. или 13% приходится на локальные активности; оставшиеся 51% экономической прибыли получены за счет эксплуатации текущих активов (Рис. 3.10.).

Общее значение EVA по второму филиалу равняется 559 тыс.руб., из них локальные управленческие решения обеспечивают всего 6%, федеральные – 29%, а использование текущих активов дает прирост в 65%. Положительное значение экономической прибыли по третьему структурному подразделению достигается только благодаря отдаче от инвестированного ранее капитала, поскольку новые проекты не обеспечивают достаточного уровня операционной прибыли.

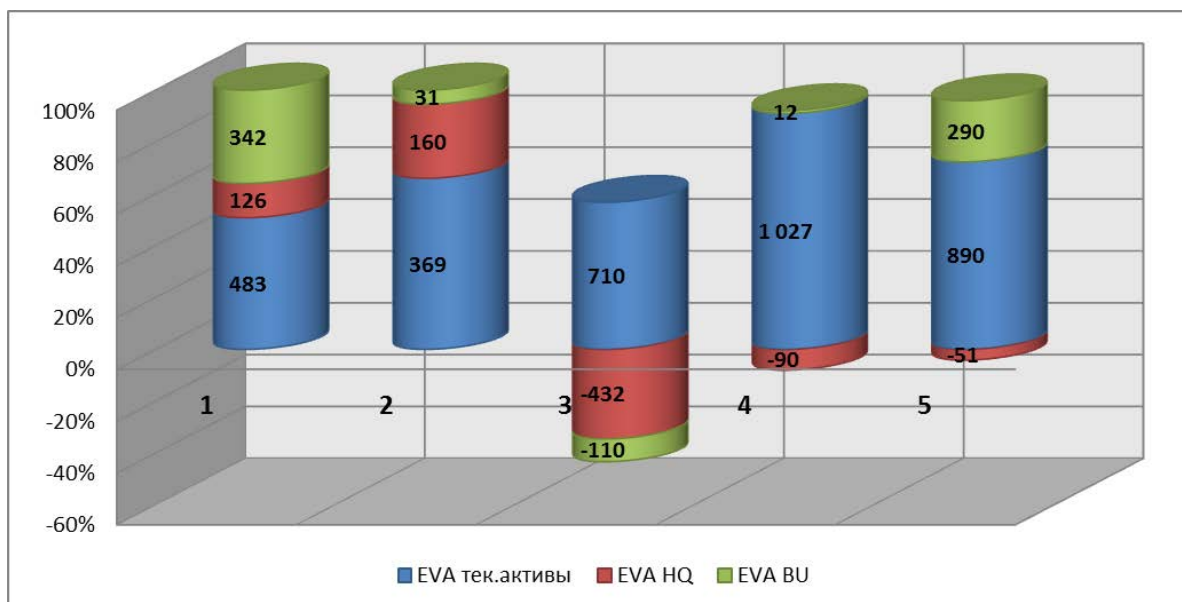


Рис. 3.10. Распределение весов EVA по структурным подразделениям от использования текущих активов, локальных и федеральных проектов

Управленческие решения инвестиционного характера по четвертой бизнес-единице не оказывают весомого влияния на итоговый показатель добавленной стоимости. Распределение весов EVA по пятому структурному подразделению складывается следующим образом: 890 тыс. руб. или 79% приходится на использование текущих активов, 290 тыс. руб. или 26% - на локальные проекты, отрицательный прирост в 5% составляет вклад федеральных проектов.

На Рисунке 3.11. представлено графическое отображение кумулятивной величины EVA от бизнес-единиц корпорации. Диаграмма наглядно показывает, что управленческие решения федерального характера способствуют разрушению экономической добавленной стоимости компании, в то время как положительные значения EVA от эксплуатации текущих активов и локальных проектов являются подтверждением их рациональности и эффективности.

Анализ преимуществ использования вышеописанного метода расчета EVA ведут к заключению, что представленные формулы позволяют осуществлять диагностику и мониторинг мест создания и разрушения стоимости компании, выполняя сигнальную функцию для управления

внутрикорпоративными агентскими конфликтами и способствуя предотвращению принятия решений, деструктивно сказывающихся на изменении стоимости корпорации.



Рис. 3.11. Кумулятивные значения EVA по структурным подразделениям от использования текущих активов, локальных и федеральных проектов

Отметим также, что внедрение и использование предлагаемой авторами формулы расчета экономической добавленной стоимости расширяет информационно-аналитические возможности финансового менеджмента и контроля. Так, подсчет EVA накопительным итогом с начала года позволяет на постоянной основе отслеживать изменения данного показателя и оперативно корректировать тактические решения; измерение указанной величины не только в разрезе структурных подразделений, но и ее разделения по источникам реализованных управленческих решений инвестиционного характера указывает на вклад каждой отдельно взятой бизнес-единицы в формирование дополнительной стоимости и структуры экономической прибыли по федеральным, региональным проектам и от использования текущих активов.

В первой главе настоящего диссертационного исследования было предложено описание и классификация агентских конфликтов, согласно которой выделяются несколько уровней внутрикорпоративных столкновений

интересов, в свою очередь ведущих к возникновению агентских затрат. Определение потенциальных злоупотреблений со стороны менеджеров компании в ущерб интересам акционеров приводит к заключению, что методы и инструменты финансового менеджмента и контроля могут быть полезны в решении задачи сокращения негативных последствий внутрикорпоративных агентских конфликтов и одновременного улучшения качества финансового управления корпорацией.

Также в рамках рассмотрения обозначенной в настоящем исследовании проблемы выявлены уязвимые места метода экономической добавленной стоимости, меры по нивелированию которых складываются из следующих инструментов (рис. 3.12.):

- использования авторской формулы расчета стоимости собственного капитала на основе методики CAPM с заменой бета-коэффициента на соотношение средневзвешенной по отрасли доходности ROE и рентабельности собственного капитала отдельно взятой компании;

- применение авторского алгоритма расчета EVA структурных подразделений корпорации в разрезе федеральных, региональных проектов и от использования текущих активов;

- фиксация во внутренних документах, инструкциях составляющих элементов для исчисления операционной прибыли после вычета налогов и инвестированного капитала;

- диагностика и мониторинг реклассов, переносов между статьями учета, бизнес-единицами на предмет манипулирования финансовыми цифрами для выполнения поставленных перед менеджментом целей.

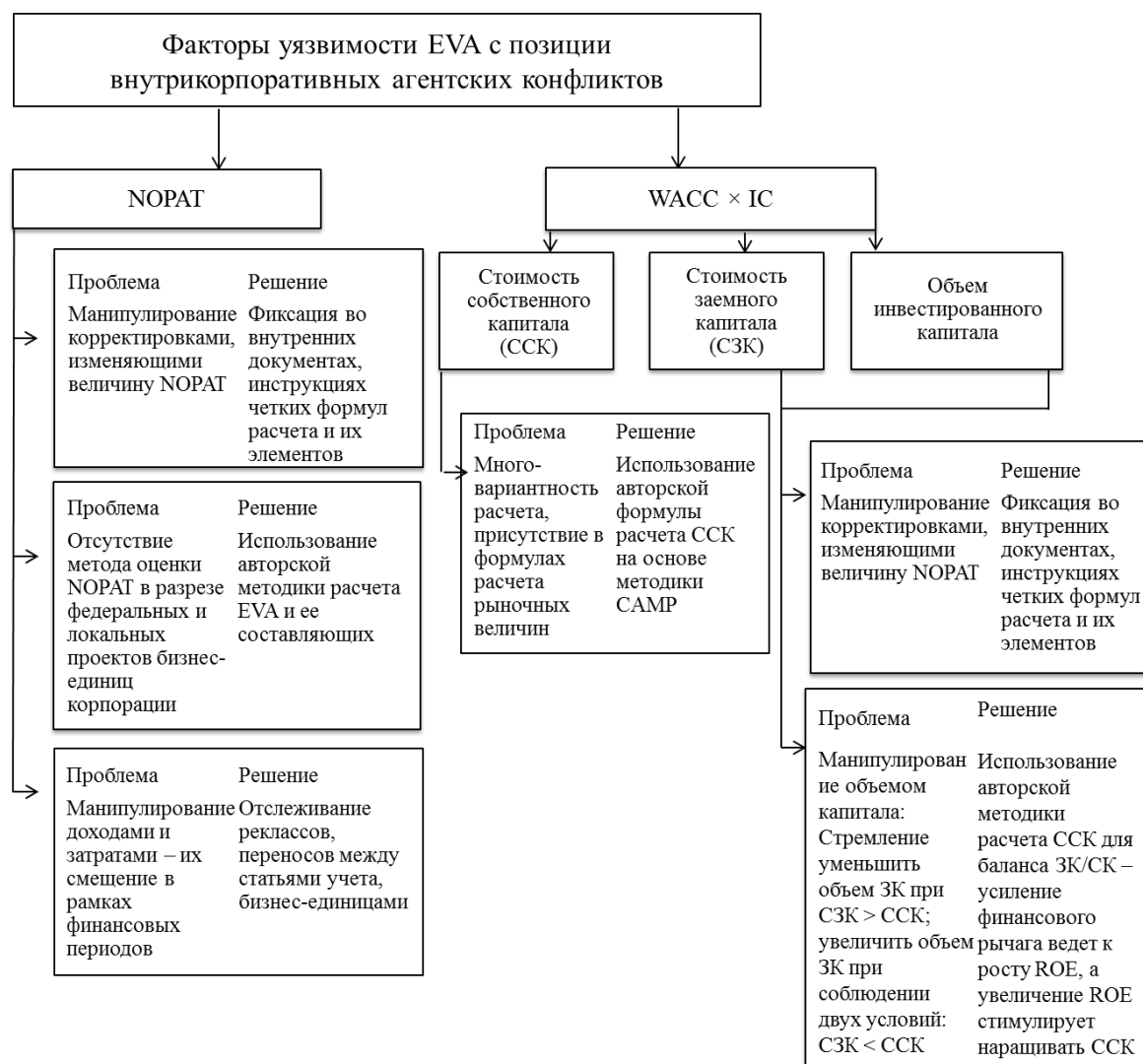


Рис. 3.12. Факторы уязвимости EVA с позиции внутрикорпоративных агентских конфликтов¹⁸¹

Внедрение в систему целевых ориентиров компании модифицированного показателя EVA подразумевает осуществление ряда контрольных процедур, необходимых для получения максимальной отдачи от внедрения данного индикатора эффективности деятельности компании не только в целях урегулирования агентского конфликта акционеров и менеджеров, но и в качестве дополнительного источника информации о причинах изменения результатов финансово-экономической деятельности. На рис. 3.13. схематично представлена последовательность контрольных мероприятий, необходимых для получения ожидаемого эффекта от

¹⁸¹ Авторская разработка

использования показателя экономической добавленной стоимости среди прочих ключевых величин эффективности деятельности корпорации.

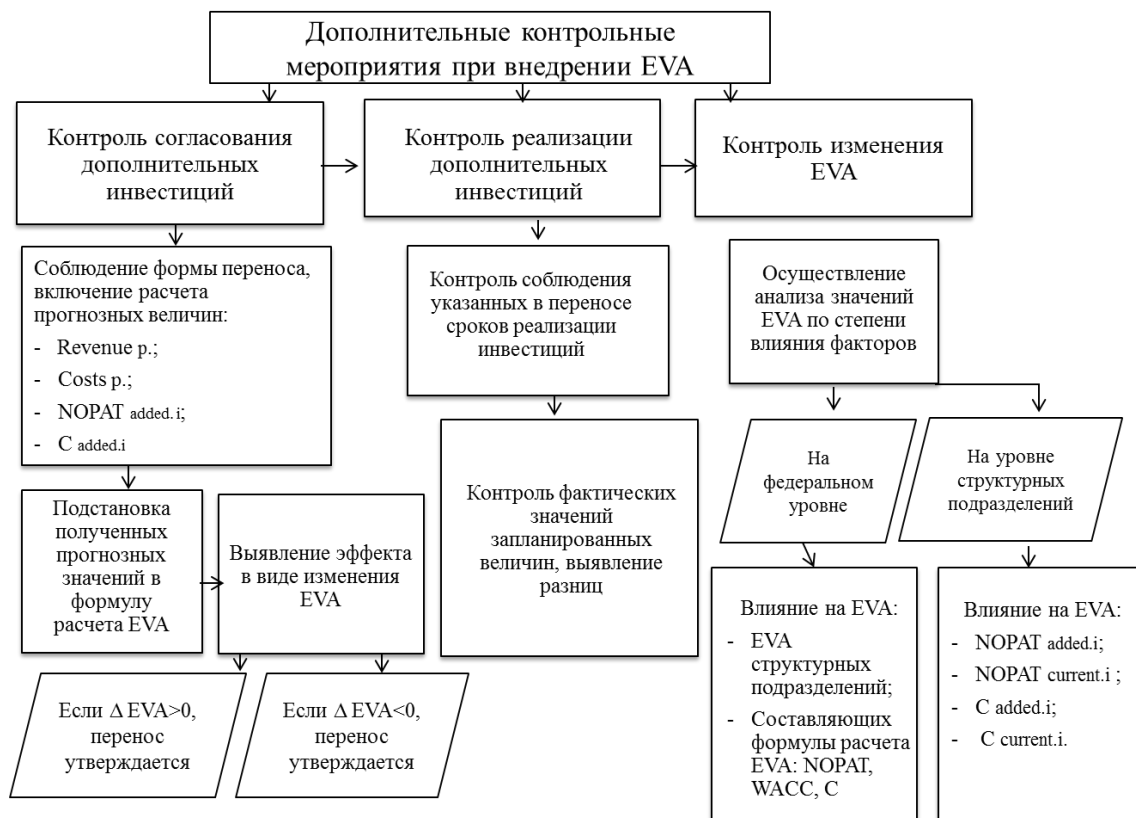


Рис. 3.13. Дополнительные контрольные мероприятия при внедрении EVA в систему внутрикорпоративного финансового контроля¹⁸²

Перед непосредственной реализацией планируемых инвестиций необходимо провести контроль согласования переносов капитала, заключающийся в проверке соблюдения включения расчета прогнозных величин:

- дополнительной операционной прибыли после уплаты налогов структурного подразделения корпорации (NOPAT_i);
- выручки от реализованного *i*-того проекта с участием перераспределенного капитала в текущем финансовом году (Revenue_{p.i});
- операционные расходы, непосредственно связанные с реализацией *i*-того проекта (Costsp._i).

После подстановки полученных прогнозных значений в формулу расчета EVA определяется эффект в виде количественного влияния на

¹⁸² Авторская разработка

текущее значение экономической добавленной стоимости. В случае, если эффект от внедрения продукта или проекта положительный, рассматриваемый перенос утверждается, в противном случае – отклоняется.

Контроль реализации аллолируемых в структурное подразделение компании инвестиций заключается в проверке сроков запуска экономических активностей, а также мониторинге отклонений фактических значений запланированных величин.

В конечном итоге дополнительные контрольные мероприятия сводятся к контролю изменения EVA и анализу факторов, вызвавших данное изменение. На наш взгляд, полномочия по выявлению причин-факторов, сказывающихся на величине EVA, должны быть разделены для головного офиса и филиалов. Так, на федеральном уровне представляется логичным осуществлять анализ экономической добавленной стоимости, вычисляя влияние EVA каждого отдельно взятого структурного подразделения на суммарный показатель, а также рассчитывая вклад составляющих формулы EVA: средневзвешенная стоимость капитала в целом по корпорации; операционная прибыль после уплаты налогов; вложенный в предприятие капитал. На уровне региональных подразделений должен проводиться контроль изменения EVA с точки зрения добавленной стоимости от экономических активностей филиалов, дочерних компаний за счет аллолированных инвестиций.

Подводя итог вышеописанным методическим рекомендациям касательно использования экономической добавленной стоимости в качестве инструмента разрешения проблемы внутрикорпоративных агентских конфликтов, а также применяемых в корпорациях контрольных процедур, нацеленных на предотвращение противостояний интересов собственников и акционеров и снижение косвенных агентских издержек, нам представляется необходимым заключить, что в прочно укоренившейся в российской практике финансового менеджмента на основе ретроспективных показателей из финансовой отчетности можно и следует находить новые возможности

для решения точечных проблем и улучшения эффективности деятельности компании с позиции роста ее стоимости.

Внедрение в систему финансового менеджмента концепции ценностно-ориентированного управления на основе модифицированного метода экономической добавленной стоимости с учетом авторской методики расчета стоимости собственного капитала, декомпозиции EVA с точки зрения эффекта от управленческих решений головного офиса и бизнес-единиц корпорации в совокупности с указанными контрольными мероприятиями при использовании EVA открывает не только новые пути искоренения агентского противостояния акционеров и управленцев, но и благоприятствует концентрации усилий менеджеров на направлениях развития компании, приносящих успех и способствующих росту ее стоимости.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В соответствии с поставленной целью и задачами диссертационного исследования соискателем получены следующие научно-практические выводы:

1. На основании изученного теоретического материала в отношении природы агентских отношений нами предложена систематизация агентских отношений в современной корпорации, которая в отличие от существующих предполагает разделение агентских отношений на внешние и внутренние, которые в свою очередь ранжируются на вертикальные и горизонтальные агентские взаимодействия. Сторонами внешних вертикальных агентских отношений выступают акционеры, топ-менеджмент, миноритарные акционеры. К внешним горизонтальным агентским отношениям относятся взаимодействия между собственниками и кредиторами; акционерами и аудиторами. Внутрикorporативные агентские отношения, на наш взгляд, определяются вертикальными взаимодействиями между головной организацией и дочерними компаниями, штаб-квартирой предприятия и его региональными структурными бизнес-единицами; горизонтальными – между функциональными подразделениями, а также внутренними аудиторами.

2. Опираясь на предложенное разделение агентских отношений, а также анализ теоретических аспектов агентской проблемы, представлена авторская классификация корпоративных агентских конфликтов в зависимости от участвующих в них субъектов: конфликты между акционерами и кредиторами, акционерами и менеджментом, собственниками и аудиторами, функциональными подразделениями корпорации, головным офисом и филиалами, головной организацией и дочерними предприятиями; мест возникновения; направления проблематики: асимметричность информации, неприятие риска, разнонаправленные интересы на различных временных горизонтах, конфликты, связанные с удержанием и накоплением доходов; от способов решения конфликтов – стимулирование и контроль; от

наличия агентских издержек; от распределения прибыли: конфликты на почве распределения операционной, чистой, реинвестированной прибыли.

3. Основываясь на исследовании характера и масштаба финансовых последствий агентских конфликтов, детализирована классификация агентских издержек, предложенная А.В. Либманом, в части их интерпретации с позиции финансов, расширено понятие косвенных агентских издержек как оппортунистических устремлений агентов, ведущих к возникновению упущенных выгод по причине неприятия риска, отсутствия заинтересованности менеджеров в долгосрочных перспективах развития бизнеса; потерь денежных потоков вследствие неоптимальных и неэффективных управленческих решений управленцев с позиции максимизации стоимости компании; дополнительных расходов в виду асимметричности информации; добавлено ранжирование потерь расхождений на агентские издержки манипулирования целями (стремление менеджеров зафиксировать в финансовых планах заведомо выполнимые цели или вносить необоснованные корректировки в бюджеты для уменьшения целевых ориентиров KPI); агентские издержки манипулирования управленческой отчетностью (декларации квази-выполнения поставленных финансовых задач).

4. На основании сущности концепции ценностно-ориентированного менеджмента в рамках управления финансами сделан вывод о том, что данный подход актуален в отношении разрешения внутрикорпоративных агентских конфликтов, подтверждением чему является целевая направленность VBM. В частности, использование метода экономической добавленной стоимости рассматривается как необходимый индикатор результативности менеджмента корпорации с позиции максимизации стоимости корпорации, при этом финансово-экономические величины системы сбалансированных показателей, являются промежуточными на пути решения приоритетной для управленцев задачи. Несмотря на безусловные преимущества метода EVA, данному подходу присущи недостатки,

требующие устранения для повышения его эффективности как инструмента для снижения негативных последствий внутрикорпоративных агентских конфликтов в виде издержек в неявной форме: многовариантность расчета операционной прибыли после вычета налогов и инвестированного капитала, что составляет угрозу манипулирования корректировками обозначенных показателей; отсутствие методики оценки EVA в разрезе управленческих инвестиционных решений головного офиса и региональных подразделений компании, что не в полной мере позволяет диагностировать места создания и разрушения экономической стоимости; присутствие в формулах вычисления стоимости собственного капитала рыночных величин, значения которых складываются вне влияния менеджеров, что в свою очередь свидетельствует о потребности модификации методики расчета стоимости собственного капитала.

5. Анализ прокси-переменных, рассматриваемых в научных исследованиях как факторов изменения уровня агентских издержек, а именно: уровня операционных затрат, свободных денежных потоков, коэффициента Тобина, использования активов, финансового левериджа, - на примере изучаемой выборки сорока пяти частных российских корпораций, крупнейших по показателю выручки по рейтингу «Forbes» за 2012 год в совокупности с динамикой зарплат по отраслям позволил сделать выводы о том, что устойчивый рост выплат управленцам, не обеспечивающий равнозначного улучшения финансовых показателей, сопровождаемый индикаторами увеличения косвенных агентских издержек, подтверждает выдвинутую гипотезу об актуальности проблемы корпоративных агентских конфликтов интересов собственников и менеджеров и необходимости ее дальнейшего изучения.

6. Результаты проведенного корреляционно-регрессионного анализа влияния финансовых индикаторов изменения агентских затрат на величину экономической добавленной стоимости и ее элементов на примере изучаемой выборки корпораций привели к следующим заключениям:

- отсутствие значимой связи между экономической прибылью EVA и показателями: коэффициентом использования активов, финансовым рычагом, рентабельностью собственного капитала, соотношением свободных потоков денежных средств к активам, уровнем операционных издержек;

- не прослеживается тесноты связи между операционной прибылью без учета процентов к уплате и линейной комбинацией участвующих в модели независимых факторов – индикаторов изменения косвенных агентских издержек;

- наличие существенной связи между скоростью изменения пяти факторов агентских издержек и величины операционной прибыли после вычета налогов (NOPAT);

- выявлена незначительная степень влияния скорости изменения количественных факторов, указывающих на изменение агентских затрат, на скорость изменения EVA.

Итоги апробированного регрессионного анализа являются подтверждением выдвинутой гипотезы о значимости показателя экономической добавленной стоимости, невозможности его замены на традиционные финансовые индикаторы, основанные на финансовой отчетности.

7. Базируясь на результатах изложенных аргументов в пользу внедрения показателя EVA в систему ключевых показателей эффективности деятельности корпорации для снижения негативных последствий внутрикорпоративных конфликтов на почве разночтений в интересах собственников и менеджеров, произведена модификация формулы расчета стоимости собственного капитала (ССК) по модели долгосрочного ценообразования активов CAPM в части замены бета величины на коэффициент соотношения средневзвешенной по отрасли доходности ROE и рентабельности собственного капитала рассматриваемой компании, что позволит нивелировать уязвимость экономической прибыли в отношении обозначенного недостатка по многовариантности исчисления стоимости

собственного капитала и манипулированию его значением. В доказательства возможности исключения бета коэффициента и его последующей замены на предлагаемый автором коэффициент проведен корреляционный анализ в целях нахождения связей между экономической добавленной стоимостью и бета-коэффициентом; средневзвешенной стоимостью капитала с поправкой на бета-коэффициент и WACC с учетом авторской формулы расчета ССК; регрессионной статистики вариации EVA по методике CAPM и EVA с учетом авторской формулы расчета ССК, статистика которого служит аргументированным обоснованием об использовании авторского метода расчета стоимости собственного капитала без потери смысла EVA.

8. Дополнительным преобразованием метода EVA с точки зрения усиления положительного эффекта от внедрения данного индикатора изменения стоимости корпорации в отношении предотвращения и снижения последствий внутрикорпоративных агентских конфликтов является его экспликация составляющих компонентов EVA, включающая детализацию величины NOPAT и инвестированного капитала в разрезе структурных подразделений корпорации, а также разложения составляющих EVA бизнес-единиц компании в разрезе финансового эффекта от использования текущих активов, новых инвестиций со стороны головного офиса и филиалов предприятия для оценки управленческих решений локального характера и федерального масштаба, что позволяет осуществлять диагностику и мониторинг мест создания и разрушения стоимости компании, выполняя сигнальную функцию в управлении внутрикорпоративными внутренними агентскими отношениями и способствуя предотвращению принятия решений, деструктивно сказывающихся на изменении стоимости корпорации.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. 200 крупнейших частных компаний России — 2013 // URL: <http://www.forbes.ru/rating/200-krupneishikh-chastnykh-kompanii-rossii-2013/2013> (дата обращения: 04.02.2013).
2. *Акулов В.Б.* Финансовый менеджмент: Учебное пособие / В.Б. Акулов. - М.: Флинта, МПСУ, 2010. - 264 с.
3. *Баев С., Осколков И.* Агентские затраты и российский рынок капитала // Рынок ценных бумаг. 1999. № 10 (145). С. 42 - 47.
4. *Баканов М.И.* Теория экономического анализа: учеб. / М.И.Баканов, М.В.Мельник, А.Д.Шеремет; под ред. М.И.Баканова: — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: Финансы и статистика, 2006.
5. *Банк В.Р.* Финансовый анализ: учеб. пособие / В.Р.Банк, С.В.Банк, А.В.Тараскина. — М.: ТК Велби, Проспект, 2007.
6. *Басовский Л.Е.* Финансовый менеджмент: Учебник / Л.Е. Басовский. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2013. - 240 с.
7. *Бахрамов Ю.М.* Финансовый менеджмент: Учебник для вузов. Стандарт третьего поколения / Ю.М. Бахрамов, В.В. Глухов. - СПб.: Питер, 2011. - 496 с.
8. *Бочаров В.В.* Корпоративные финансы. - СПб: Питер, 2001. - С. 119.
9. *Бригхэм, Ю.Ф.* Финансовый менеджмент: Экспресс-курс / Ю.Ф. Бригхэм. - СПб.: Питер, 2013. - 592 с.
10. *Брусов П.Н.* Финансовый менеджмент. Математические основы. Краткосрочная финансовая политика: Учебное пособие / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова. - М.: КноРус, 2013. - 304 с.
11. Бухгалтерская (финансовая) отчетность // Сургутнефтегаз URL: <http://www.surgutneftegas.ru/ru/investors/reports/accounting/> (дата обращения: 07.07.2013).

12. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия / С.В. Валдайцев. — М.: Юнити, 2001.
13. *Ван Хорн Д.* Основы финансового менеджмента: пер. с англ. / Д. Ван Хорн, Дж. Вахович: — 11-е изд. — М.: Вильямс, 2004.
14. *Варламова Т.П.* Финансовый менеджмент: Учебное пособие / Т.П. Варламова, М.А. Варламова. - М.: Дашков и К, 2012. - 304 с.
15. *Вербик Марно* Путеводитель по современной эконометрике. - М.: Научная книга, 2008. - С. 82.
16. *Войтоловский Н.В.* Экономический анализ: Основы теории. Комплексный анализ хозяйственной деятельности организаций: учеб. / Н.В.Войтоловский, А.П.Калинина, И.И.Мазурова. — М.: Высшее образование, 2005.
17. *Волков Д.Л.* Анализ рентабельности предприятия: подходы к проблеме. В кн.: Финансы и политика корпораций. — СПб.: Изд-во С.-Петербур.ун-та, 2000.
18. *Волков Д.Л.* Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. - 2 изд. - СПб.: Изд. дом СПбГУ, 2007. - С. 25-31.
19. *Волков Д.Л.* Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компании: проблема совместимости / Д.Л. Волков // Вестник С.-Петербур. ун-та. Сер. 8. Менеджмент. — 2004а. — Вып. 3. — С. 3—36.
20. *Волков Д.Л.* Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д.Л. Волков. — СПб.: Издат. дом С.-Петербур. ун-та, 2006б.
21. *Волков Д.Л.* Управление стоимостью компаний и проблема выбора адекватной модели оценки / Д.Л. Волков // Вестник С.-Петербур. унта. Сер. 8. Менеджмент. — 2004б. — Вып. 4. — С. 79 — 98.

22. Глазов М.М. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия: учеб. / М.М. Глазов. — СПб.: Андреевский издательский дом, 2006.

23. Годовые отчеты // Sollers URL: http://www.sollers-auto.com/ru/information_disclosure/report/god_otchet/ (дата обращения: 27.07.2013).

24. Годовые отчеты // ВымпелКом URL: <http://about.beeline.ru/documents/reports.wbp?y=2012> (дата обращения: 07.07.2013).

25. Годовые отчеты // ГК ПИК URL: <http://pik-group.ru/corporate-governance/raskrytie-informatsii/godovyie-otchetyi/2013/> (дата обращения: 27.07.2013).

26. Годовые отчеты // СУЭК URL: <http://www.suek.ru/page.php?id=673> (дата обращения: 17.07.2013).

27. Годовые отчеты // X5RetailGroup URL: http://www.x5.ru/ru/investors/annual_reports/ (дата обращения: 04.07.2013).

28. Гульбина Н.И. Неинституциональная теория о проблеме экономических организаций // Вестник Томского государственного университета. - 2006. - №292(2). - С. 298-302.

29. Ерахтина О.С. Корпоративные конфликты и их правовые способы их минимизации // Вестник Пермского университета. - 2010. - №3(9). - С. 103-113.

30. Ерёмченко Г.А. Роль агентских отношений в сфере науки и инноваций // Альманах «Наука. Инновации. Образование». №4. 2008 г. <http://www.riep.ru/works/almanach/0004/almanach0004313-328.pdf> (дата обращения: 16.09.2012).

31. Ермасова Н.Б. Финансовый менеджмент: Учебное пособие / Н.Б. Ермасова, С.В. Ермасов. - М.: Юрайт, ИД Юрайт, 2010. - 621 с.

32. *Ивашковская И.В.* Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту / И.В. Ивашковская // Российский журнал менеджмента. — 2004. — Т.2, № 4. — С. 113—132.
33. Как росли зарплаты топ-менеджеров в разных отраслях // URL: <http://www.forbes.ru/sp/dinamika-zarplat-2013> (дата обращения: 28.11.2013).
34. *Каплан Р.* Сбалансированная система показателей, определяющих эффективность работы организации: пер. с англ. / Р. Каплан, Д. Нортон // Российский журнал менеджмента. — 2004. — Т. 2, № 3.
35. *Каплан Р.* Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию: пер. с англ. / Р. Каплан, Д. Нортон. — М.: Олимп-Бизнес, 2003.
36. *Ковалев В.В., Либман А.В.* Управление агентскими издержками в корпорации: введение в проблему // Вестник Санкт-Петербургского университета. - 2001. - №4. - С. 47-60.
37. *Кокин А.С.* Финансовый менеджмент.: Учебное пособие для студентов вузов / А.С. Кокин, В.Н. Яснев. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2013. - 511 с.
38. Консолидированная финансовая отчетность // Акрон URL: <http://www.acron.ru/presscenter/pressreleases/10492/> (дата обращения: 31.07.2013).
39. Консолидированная финансовая отчетность // Башнефть URL: http://www.bashneft.ru/files/iblock/486/Bashneft%20IFRS%20FS%2012,11,10-r_.pdf (дата обращения: 15.07.2013).
40. Консолидированная финансовая отчетность // Мечел URL: <http://www.mechel.ru/doc/doc.asp?obj=127165> (дата обращения: 13.07.2013).
41. Консолидированная финансовая отчетность // Мостотрест URL: <http://ir.mostro.ru/?id=35&L=1> (дата обращения: 19.06.2013).
42. Консолидированная финансовая отчетность // НЛМК URL: http://lipetsk.nlmk.ru/investor_centre/Financial_Highlights/gaap/ (дата обращения: 11.07.2013).

43. Консолидированная финансовая отчетность // Татнефть URL: <http://www.tatneft.ru/aktsioneram-i-investoram/raskritie-informatsii/konsolidirovannaya-finansovaya-otchetnost/?lang=ru> (дата обращения: 10.07.2013).

44. Консолидированная финансовая отчетность // ТМК URL: http://www.tmkgroup.ru/files/tmk_ifrs_1h2013_rus_rub.pdf (дата обращения: 17.07.2013).

45. Консолидированная финансовая отчетность // Уралкалий URL: http://www.uralkali.com/ru/investors/reporting_and_disclosure/ (дата обращения: 24.06.2013).

46. Консолидированная финансовая отчетность // Уралхим URL: http://uralchem.ru/rus/to_shareholders_and_investors/information_disclosure/uralchem/562/ (дата обращения: 30.07.2013).

47. Консолидированная финансовая отчетность // ХК "Металлоинвест" URL: <http://metalloinvest.com/upload/iblock/3a9/3a93b9e8821349d2795c30638714cfa3.pdf> (дата обращения: 27.07.2013).

48. Корпоративные финансы: Учебник для вузов / Под ред. М.В. Романовского, А.И. Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. – СПб.: Питер, 2011. – С. 503-505.

49. Корпоративные финансы: Учебник для вузов / Под ред. М.В. Романовского, А.И. Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. – СПб.: Питер, 2011. – 592 с.: ил.с. 503-505.

50. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление: пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурин: — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: Олимп-Бизнес, 2005.

51. Коупленд, Т. Управление стоимостью компании: пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурин // Вестник McKinsey. — 2002. — № 1. — С. 82—111.

52. Коэффициенты альфа (α) и бета (β), коэффициент детерминации (R2) // URL: <http://www.micex.ru/marketdata/indices/indicators/factors> (дата обращения: 08.06.2013).

53. *Красс М.С., Чупрынов Б.П.* Математика для экономистов . - СПб.: Питер, 2010. - С. 229.

54. *Криворотов В.В.* Управление стоимостью: оценочные технологии в управлении предприятием: учеб. пособие /В.В. Криворотов, О.В. Мезенцева — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2005.

55. *Курузов М.В.* Внутрикорпоративные агентские конфликты и финансовый контроль / М.В. Курузов // Современные тенденции развития экономики, управления и права: сб. материалов Междунар. науч. конф. – СПб., 2013. – С. 135–138.

56. *Курузов М.В.* Использование экономически добавленной стоимости в финансовом контроле для снижения негативных последствий агентских конфликтов / М.В. Курузов // Экономика устойчивого развития. – 2014. – №2 (18) – С.152–157.

57. *Курузов М.В.* Преимущества финансового контроля в разрешении проблемы агентских конфликтов / М.В. Курузов // Управление социально-экономическим развитием страны и регионов: социальные, экономические и финансовые проблемы. – Днепропетровск, 2013. – С. 294–296.

58. *Курузов М.В.* Применение показателя экономически добавленной стоимости в качестве инструмента финансового контроля в российских корпорациях / М.В. Курузов // Экономика: теория и практика. – 2014. – № 1(33) – С. 73–76.

59. *Курузов М.В.* Расчет экономически добавленной стоимости на примере российских корпораций / М.В. Курузов // Экономика и социум. – 2014. – №1(10). – С. 1–7.

60. *Курузов М.В.* Финансовый контроль как способ разрешения агентского конфликта между акционерами и менеджерами / М.В. Курузов // Экономика и социум. – 2013. – №4(9). – С. 1–5.

61. *Курузов М.В.* Экономически добавленная стоимость в системе ключевых показателей эффективности российских корпораций / М.В. Курузов // Определение вектора развития экономических наук в XXI веке: вызовы и решения: материалы XVIII Междунар. науч.-практ. конф. для студентов, аспирантов и молодых ученых. – СПб., 2014. – Ч. 1. – С. 47–48.
62. *Либман А.В.* Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник СПбГУ. - 2005. - Выпуск 1, №8. - С. 123-140.
63. *Мельник М.В., Бердников В.В.* Анализ и контроль в коммерческой организации (Полный курс МВА). - М.: Эксмо, 2011. - С. 469-470.
64. Отчетность // Лента URL: <http://www.lenta.com/index.php?path=node/2700> (дата обращения: 19.07.2013).
65. Отчетность по МСФО // ГК ПРОТЕК URL: <http://www.protek-group.ru/ru/4investors/fin-analytics/financial-results/> (дата обращения: 25.06.2013).
66. Отчетность по МСФО // Новатэк URL: <http://www.novatek.ru/ru/investors/disclosure/ifrsreporting/> (дата обращения: 27.07.2013).
67. Отчетность по МСФО // ФосАгро URL: <https://www.phosagro.ru/investors/reports/msfo/> (дата обращения: 24.07.2013).
68. Отчеты // ЧТПЗ URL: http://www.chelpipe.ru/for_shareholders/disclosure_of_information/reports/financial_reports_of_rsbu/?PAGEN_1=2 (дата обращения: 19.07.2013).
69. Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. - М.: Финансы и статистика, 2009. - С. 178-183.
70. *Пирогов Н.К., Бобрышев Н.А.* Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на // Корпоративные финансы. - 2009. - №2(10). С.40-45.
71. Раскрытие информации // О'КЕЙ URL: <http://www.okmarket.ru/press-centre/information-disclosure/> (дата обращения: 13.07.2013).

72. Расчет стоимости собственного капитала // Финансовый директор URL: <http://fd.ru/articles/37602-raschet-stoimosti-sobstvennogo-kapitala-kompanii> (дата обращения: 13.10.2013).

73. *Рогова Е.М., Ткаченко Е.А.* Финансовый менеджмент . - 2-е изд. испр. и доп. - М.: Издательство Юрайт, 2014. - С. 401.

74. *Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б.* Основы корпоративных финансов: Пер. с англ. под общ. ред. Ю.В.Шленова. - М: Лаборатория базовых знаний, 2000. - С. 195.

75. *Спирин А.А., Башина О.Э.* Общая теория статистики: статистическая методология в изучении коммерческой деятельности. - 5 изд. - М.: Финансы и статистика, 2005. - С. 244.

76. Средневзвешенные процентные ставки по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям в рублях // Центральный банк Российской Федерации URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=b_sector/dii_rates_2-7_12.htm&pid=cdps_46782&sid=ITM_60399 (дата обращения: 27.07.2013).

77. Ставки рынка ГКО-ОФЗ // Центральный банк Российской Федерации URL: http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?prtid=gkoofz_mr (дата обращения: 21.07.2013).

78. Статистика: учебник для вузов / Под ред. И.И.Елисейевой. - СПб.: Питер, 2010. - С. 104.

79. *Теплова Т.В.* Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов . - М.: ГУ-ВШЭ, 2000. - С. 19.

80. *Теплова Т.В.* Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов . - М: ГУ-ВШЭ, 2000. - С. 19.

81. *Трошин А.Н.* Финансовый менеджмент: Учебник / А.Н. Трошин. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2013. - 331 с.

82. *Филатова Т.В.* Финансовый менеджмент: Учебное пособие / Т.В. Филатова. - М.: ИНФРА-М, 2013. - 236 с.

83. Финансовая отчетность // ГК ТАИФ URL: <http://www.taif.ru/tech/af2011.pdf> (дата обращения: 28.06.2013).
84. Финансовая отчетность // Еврохим URL: <http://www.eurochem.ru/ru/investors-ru/reporting/> (дата обращения: 18.06.2013).
85. Финансовая отчетность // М.видео URL: <http://invest.mvideo.ru/shareholder/financereports/index.shtml> (дата обращения: 21.06.2013).
86. Финансовая отчетность // Магнит URL: <http://magnit-info.ru/investors/finance/> (дата обращения: 10.07.2013).
87. Финансовая отчетность // МегаФон URL: http://corp.megafon.ru/download/~federal/RUS_FS_2Q_2012_EY_F.pdf (дата обращения: 22.07.2013).
88. Финансовая отчетность // ММК URL: http://www.mmk.ru/upload/iblock/9ca/IFRS_09_2012_Rus.pdf (дата обращения: 12.07.2013).
89. Финансовая отчетность // МТС URL: <http://www.company.mts.ru/comp/ir/report/> (дата обращения: 15.07.2013).
90. Финансовая отчетность // Русал URL: http://www.rusal.ru/investors/financial_stat.aspx (дата обращения: 12.07.2013).
91. Финансовая отчетность МСФО // Норильский никель URL: <http://www.nornik.ru/investoram/raskrytie-informaczii/finansovaya-otchetnost-i-otchetyi/finansovaya-otchetnost-msfo> (дата обращения: 11.07.2013).
92. Финансовая отчетность МСФО // Сибур Холдинг URL: http://www.sibur.ru/upload/upload/SIBUR_FY_2012_Combined_Financial_Information_RU.pdf (дата обращения: 22.07.2013).
93. Финансовая отчетность по МСФО // Группа ГАЗ URL: <http://www.gaz.ru/investor/gaz/msfo/> (дата обращения: 28.06.2013).
94. Финансовые отчеты // Лукойл URL: <http://www.lukoil.ru/new/finreports/> (дата обращения: 06.07.2013).

95. Финансовые отчеты // Северсталь URL: http://www.severstal.com/rus/ir/results_reports/financial_reports/index.phtml (дата обращения: 10.07.2013).

96. Финансовые результаты // Евраз URL: http://www.evraz.com/ru/investors/financial_statements/results/ (дата обращения: 05.07.2013).

97. Финансы и кредит: учебник / Поляк Г.Б., Андросова Л.Д., Горелик В.Н. и др., Под ред. Г.Б. Поляка. - М.: ВолтерсКлувер, 2010. - С. 29.

98. Франк Е.В. Решение агентской проблемы в российских корпорациях // Экономика, предпринимательство и право. - 2011. - №7(7). - С. 29-36.

99. Хиггинс Р. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями / Р. Хиггинс; Пер. с англ. А.Н. Свирид. - М.: Вильямс, 2013. - 464 с.

100. Шевченко И.В., Курузов М.В. Внутрикорпоративные агентские конфликты и их классификация / И.В. Шевченко, М.В. Курузов // Финансы и кредит. – 2014. – № 10(586). – С. 25–30.

101. Шевченко И.В., Курузов М.В. Роль финансового контроля в решении внутрикорпоративных агентских конфликтов / И.В. Шевченко, М.В. Курузов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – №5(191). – С. 2–6.

102. Этрилл П. Финансовый менеджмент и управленческий учет для руководителей и бизнесменов / П. Этрилл, Э. МакЛейни; Пер. с англ. В. Ионов. - М.: Альпина Пабл., 2012. - 648 с.

103. Abe de Jong, Ronald van Dijk Determinants of leverage and agency problems: A regression approach with survey data // European Journal of Finance. - 2007. - №13 (6). - С. 565-573.

104. Adolf A.Berle, Gardiner C.Means The modern corporation and private property. - 10 изд. - New Jersey: Trasaction Publishers, 2009.

105. Agency theory // Kaplan financial knowledge bank URL: <http://kfknowledgebank.kaplan.co.uk/KFKB/Wiki%20Pages/Agency%20theory.aspx> (дата обращения: 05.09.2012).

106. *Ang, J.S., Cole R.A., Lin, J. Wuh* Agency costs and ownership structure // *Journal of Finance* . - 2000. - №55. - С. 89-106.

107. *Anna N. Danielova, Sudipto Sarkar, Gwangheon Hong* Empirical Evidence on Corporate Risk-Shifting // *Financial review*. - 2011. - №7. - С. 122.

108. *Anup Agrawal, Charles R.Knoeber* Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders // *Wharton school* . - 1993. - №4. - С. 68.

109. *Arrow K.* Essays in the theory of risk bearing . - Chicago: Markham, 1971. - С. 89-93.

110. *B. J. Hall, J. B. Liebman* Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? // *Quarterly Journal of Economics* . - 1998. - №113. - С. 653-691.

111. *Bebchuk L. A.* The case for increasing shareholder power // *Harvard law review*. - 2005. - №118. - С. 833–914.

112. *Bertrand, Marianne, SendhilMullai* Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are // *Quarterly Journal of Economics*. - 2001. - №16(3). - С. 32.

113. *Chen, C.* Investment opportunities and the relation between equity value and employees' bonus // *Journal of Business Finance and Accounting* . - 2003. - №30. - С. 941-974.

114. *Core, John E., David Larcker.* Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership // *Working paper, Wharton School*. - 2002. - С. 34-39.

115. *D. Yermack* Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. // *Journal of Finance*. - 1997. - №52. - С. 49–76.

116. *Dan R. Dalton, Michael A. Hitt, S. Trevis Certo, Catherine M. Dalton* The fundamental agency problem and its mitigation // *Journal of the academy of management*. - 2007. - №1. - С. 21-45.

117. *Demski J. Feltham G.* Economic incentives in budgetary control systems // *Accounting review*. - 1978. - №4. - C. 336-359.
118. *Eisdorfer* Empirical Evidence of Risk Shifting in Financially Distressed Firms // *Journal of Finance* . - 2008. - №63. - C. 609-637.
119. *Fama E.* Agency problems and the theory of the firm // *Journal of political economy*. - 1980. - №88. - C. 288-307.
120. *Fama E. Jensen M.* Separation of ownership and control // *Journal of law and economics*. - 1983. - №26. - C. 301-325.
121. *Fang M., R. Zhong* Default Risk, Firm's Characteristics, and Risk Shifting // *Working paper, Yale University* . - 2004. - C. 71-79.
122. *Galbraith, J. K.* *The Economics of Innocent Fraud: Truth for Our Time* . - Boston: Houghton Mifflin, 2004. - C. 27-36.
123. *Gilson, R.* Corporate governance and economic efficiency: When do institutions matter? // *Washington University Law Quarterly*. - 1996. - №4. - C. 327-345.
124. *Goldstein R., N. Ju, H. Leland* An EBIT-Based Model of Dynamic Capital Structure // *Journal of Business* . - 2001. - №74. - C. 483-512.
125. *Gompers P. A., Metrick A.* Institutional investors and equity prices // *The quarterly journal of economics*. - 2001. - №116. - C. 229-259.
126. *Grossman S. O. Hart* An Analysis of the Principal-Agent Problem // *Econometrica* . - 1983. - №51. - C. 7-45.
127. *Harris M. Raviv A.* Optimal incentive contracts with imperfect information // *Journal of economic theory*. - 1979. - №20. - C. 231-259.
128. *Hawley J. P., Williams A. T.* *The rise of fiduciary capitalism*. - Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2000. - C. 70-77.
129. *Hill C.W.L. Jones T.M.* Stakeholder-agency theory // *Journal of management studies*. - 1992. - №29. - C. 131-154.
130. *Hirsch P., Michaels S., Friedman R.* "Dirty hands" versus "clean models": Is sociology in danger of being seduced by economics? // *Theory and society*. - 1987. - №6. - C. 317-336. .

131. *Hutchinson M., Gul F.* Investment opportunity set, corporate governance practices // *Journal of Corporate Finance* . - 2004. - №10. - C. 595-614.
132. *James O. Horrigan* The ethics of the new finance // *Journal of business ethics* . - 1987. - №6. - C. 97-110.
133. *Jensen M. C.* Corporate budgeting is broken, let's fix it // *Harvard business review* . - 2001. - №79(10). - C. 95-101.
134. *Jensen M. C.* Paying people to lie: the truth about the budgeting process // *European financial management*. - 2003. - №9(3). - C. 379-406.
135. *Jensen M. C., Meckling W. F.* Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure // *Journal of Financial Economics*. - 1976. - №3. - C. 305–360.
136. *John S. Walker, Geraldo M. Vasconcellos* A financial-agency analysis of privatization: managerial incentives and financial contracting . - New Jersey: Associated University Presses, 1997. - C. 18.
137. *Kahtleen M. Eisenhardt* Agency theory: an assessment and review // *The academy of management review* . - 1989. - №14 (1). - C. 57-74.
138. *Kevin J. Murphy* Executive Compensation. - New York : O. Ashenfelter and D. Card (eds.), 1999. - C. 2485-2563.
139. *Lanchar Olivier Jean, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer* What do firms do with Cash Windfalls? // *Journal of Financial Economics*. - 1994. - №36(3). - C. 337–360.
140. *Larsen P.T.* Default risk, Debt Maturity and Levered Equity's Risk Shifting Incentives // Working paper, University of Aarhus. - 2006. - C. 56.
141. *Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried* Executive Compensation as an Agency Problem // *Journal of Economic Perspectives*. - 2003. - №17(3). - C. 71 – 92.
142. *M. Hellwig* Allowing for Risk Choices in Diamond's Financial Intermediation as Delegated Monitoring // Working paper. - 1998. - C. 24–31.
143. *M. Jensen, K. J. Murphy* Performance Pay and Top-Management Incentives // *Journal of Political Economy*. - 1990. - №98(2). - C. 225.

144. *M.Jensen, R. Ruback* The market for corporate control: the scientific evidence // *Journal of financial economics* . - 1983. - №5. - C. 51.
145. *Masako N. Darrough, Neal M. Stoughton* Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure // *The Journal of Finance* . - 1986. - №2(41). - C. 501-513.
146. *Moyer, R. C., Kretlow, W. J.* Contemporary Financial Management. St. Paul, West Publishing Company, 1992. - C. 517.
147. *Pound J.* Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight // *Journal of financial economics*. - 1988. - №20. - C. 237–265.
148. *Ross S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J.* Corporate Finance. - Sixth Edition. McGraw Hill - Irwin, 2005. - C.26.
149. *Shannon P.Pratt, Roger J. Granbowski* Cost of capital: applications and examples. - 4 изд. - New Jersey: John Wiley & Sons, 2010. - C. 384-387.
150. *Shleifer A., Vishny R. W.* A survey of corporate governance // *Journal of Finance*. - 1997. - №52. - C. 737–783.
151. *Stewart C. Myers* Determinants of corporate borrowing. - 875. M.I.T. Alfred P. Sloan School of Management, 1976. - C. 147.
152. *Venanzi D.* Financial performance measures and value creation: the state of the art. - Rome: Springer, 2012. - C. 10-11.
153. *Wallace J.S.* Adopting residual income-based compensation plans: Evidence of effects on management actions // University of California, Irvine, 1997. - C. 4.
154. *Weston, J.Fred.* A (Relatively) Brief History of Finance Ideas // *Financial Practice and Education* . - 1994. - №4(1). - C. 7-26.
155. *Williamson, O. E.* Corporate Finance and Corporate Governance // *The Journal of Finance*. - 1988. - №43(3). - C. 567-591.