

На правах рукописи

КУРУЗОВ МУРАТ ВЛАДИМИРОВИЧ

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

**Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение
и кредит**

**АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

**Краснодар
2014**

Работа выполнена на кафедре мировой экономики и менеджмента
ФГБОУ ВПО «Кубанский государственный университет»

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

**Официальные
оппоненты:** **Кравцова Наталья Ивановна,**
доктор экономических наук, профессор кафедры
«Налоги и налогообложение» ФГБОУ ВПО
«Ростовский государственный экономический
университет (РИНХ)»
(г. Ростов-на-Дону)

Молчан Алексей Сергеевич, доктор экономических
наук, профессор кафедры маркетинга и управления
предприятием ФГБОУ ВПО «Кубанский
государственный технологический университет»
(г. Краснодар)

**Ведущая
организация:** **ФГАОУ ВПО «Северо-Кавказский федеральный
университет»
(г. Ставрополь)**

Защита состоится 27 декабря 2014 г. в 11.00 ч на заседании
диссертационного совета Д 212.101.05 при ФГБОУ ВПО «Кубанский
государственный университет» по адресу: 350040, г. Краснодар, ул.
Ставропольская, 149, ауд. 231.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке и на сайте ФГБОУ
ВПО «Кубанский государственный университет»,
<http://docspace.kubsu.ru/docspace/handle/1/657>.

Автореферат разослан «__» _____ 2014 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета



Дробышевская
Лариса Николаевна

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

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 агенто-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. Минца, 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 непринятия 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 трактовок 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 CAMP, 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. Егерев, 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.

ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

1. Виды корпоративных агентских отношений и классификация связанных с ними агентских конфликтов

К наиболее распространённым видам агентских отношений относятся предложенные основоположниками агентской теории М. Дженсенем и У. Меклингом отношения между собственниками капитала и менеджерами, акционерами и кредиторами. По мнению соискателя, данные два типа агентских взаимоотношений представляют верхний уровень агрегации отношений и подразумевают дальнейшее деление взаимодействий в зависимости от уточнения участвующих сторон на внешние и внутренние, ограничивающиеся рамками отдельно взятой корпорации (рисунок 1). Как внутренние, так и внешние агентские отношения в свою очередь подразделяются на вертикальные и горизонтальные.

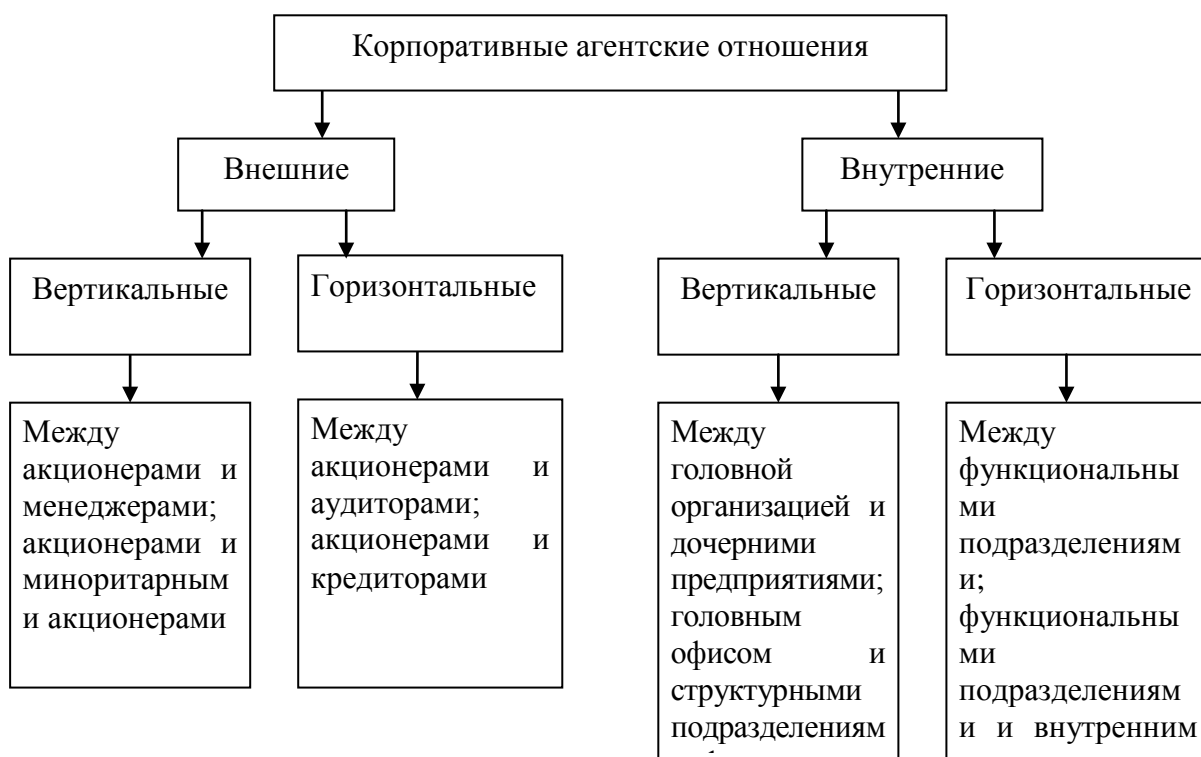


Рисунок 1 – Внешние и внутренние агентские отношения¹

¹Разработан автором по результатам исследования.

Опираясь на предложенное разделение агентских отношений, автор дает классификацию корпоративных агентских конфликтов, дополненную критерием разделения противоречий в контексте финансового менеджмента.

По критерию направления проблематики соискатель выделяет четыре вида противоречий между агентами и принципалами с позиции корпоративных финансов:

- конфликты, возникающие из-за асимметричности информации и объединяющие противостояние интересов, связанных с моральным аспектом и неблагоприятным отбором;
- конфликты, в основе которых лежит неприятие риска;
- конфликты, возникающие по причине разнонаправленных интересов на различных временных горизонтах;
- конфликты, связанные с удержанием и накоплением доходов.

С позиции финансового менеджмента весьма значимым представляется авторский классификационный признак агентских конфликтов, исходя из направления распределения прибыли. Учитывая, что операционная прибыль служит источником выплаты заработной платы и вознаграждений менеджерам, агентские конфликты при распределении данной величины прибыли связаны с заинтересованностью управленцев в увеличении премирования либо получении дополнительных выгод нефинансового характера (использование привилегий).

Автор определяет агентский конфликт между менеджерами и владельцами капитала как многоуровневый, поскольку его следует рассматривать в плоскости противоречий не только директоров и акционеров, но и управленцев высшего звена и находящихся в их подчинении менеджеров. Таким образом, помимо очевидного внешнего конфликта, для корпораций присущи внутрикорпоративные агентские конфликты.

2. Понятие косвенных агентских издержек как негативных последствий агентских конфликтов

С позиции корпоративных финансов косвенные агентские издержки трактуются как оппортунистические устремления агентов, ведущие к возникновению потерь в виде:

– упущенных выгод по причине непринятия риска, отсутствия заинтересованности менеджеров в долгосрочных перспективах развития бизнеса;

– сокращения денежных потоков вследствие неоптимальных и неэффективных управленческих решений управленцев с позиции максимизации стоимости компании;

– дополнительных расходов ввиду асимметричности информации.

Анализ прокси-переменных, рассматриваемых в научных исследованиях как факторы изменения уровня агентских издержек, на примере изучаемой выборки сорока пяти частных российских корпораций, крупнейших по показателю выручки согласно рейтингу «Forbes» за 2012 г., в совокупности с динамикой зарплат по отраслям позволяет сделать вывод о том, что устойчивый рост выплат управленцам, не обеспечивающий равнозначного улучшения финансовых показателей, сопровождается индикаторами увеличения косвенных агентских издержек и подтверждает выдвинутую гипотезу об актуальности проблемы корпоративных агентских конфликтов интересов собственников и менеджеров и необходимости ее дальнейшего изучения.

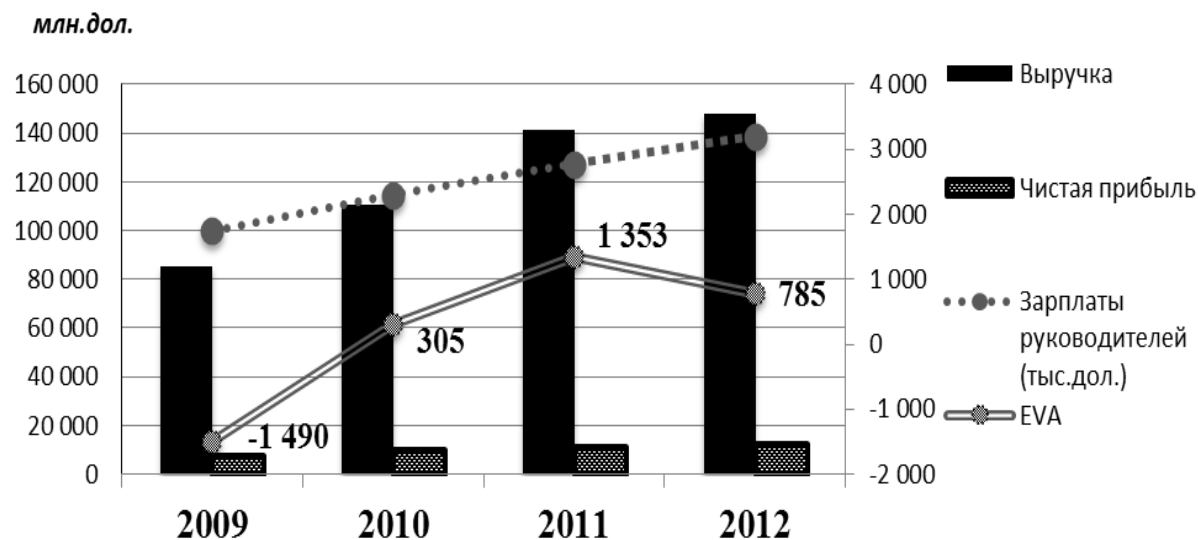


Рисунок 2 – Динамика EVA и зарплат руководителей нефтегазовой отрасли за 2009–2012 гг.¹

¹ Составлен автором по результатам исследования.

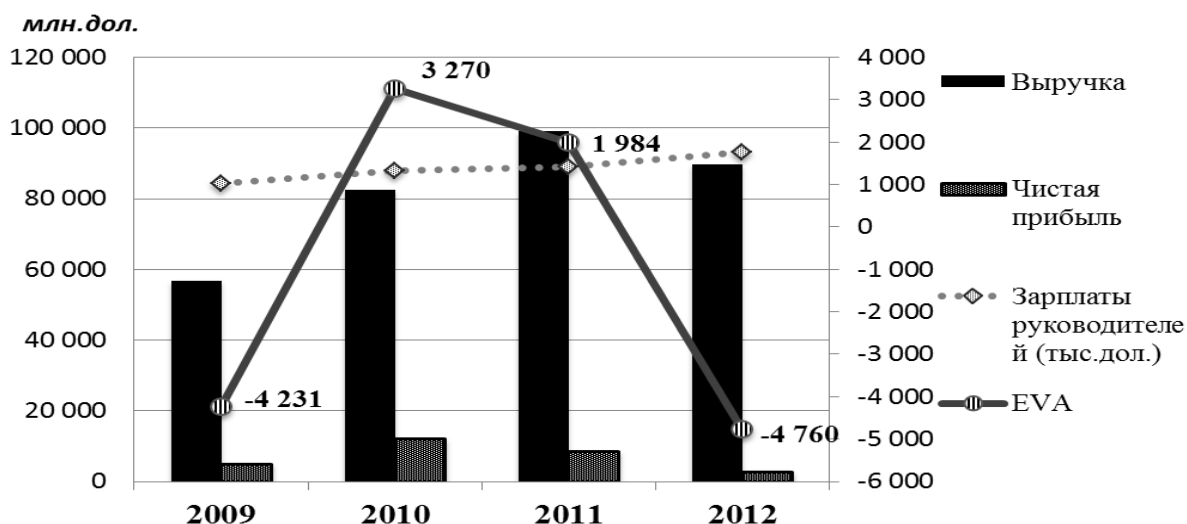


Рисунок 3 – Динамика EVA и зарплат руководителей тяжелой промышленности за 2009–2012 гг.¹

Аналогичное сравнение изменения среднего вознаграждения менеджеров четырех отраслей с полученными значениями экономической добавленной стоимости изучаемых корпораций соответствующих секторов экономики также свидетельствует о значимости 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 (рисунок 2). Стабильный рост выплат менеджерам корпораций тяжелой промышленности на фоне падения чистой прибыли и EVA за исследуемый временной промежуток приводит к выводу о повышении уровня агентских издержек (рисунок 3).

Органичное одновременное увеличение выручки, чистой прибыли и зарплат руководителей компаний телекоммуникационной отрасли свидетельствует об отсутствии роста уровня агентских издержек (рисунок 4). Скачкообразный рост выплат менеджерам корпораций – представителей торговых сетей в 2012 г. на фоне падения экономической добавленной стоимости служит сигналом увеличения уровня косвенных агентских издержек (рисунок 5).

¹ Составлен автором по результатам исследования.

млрд.дол.

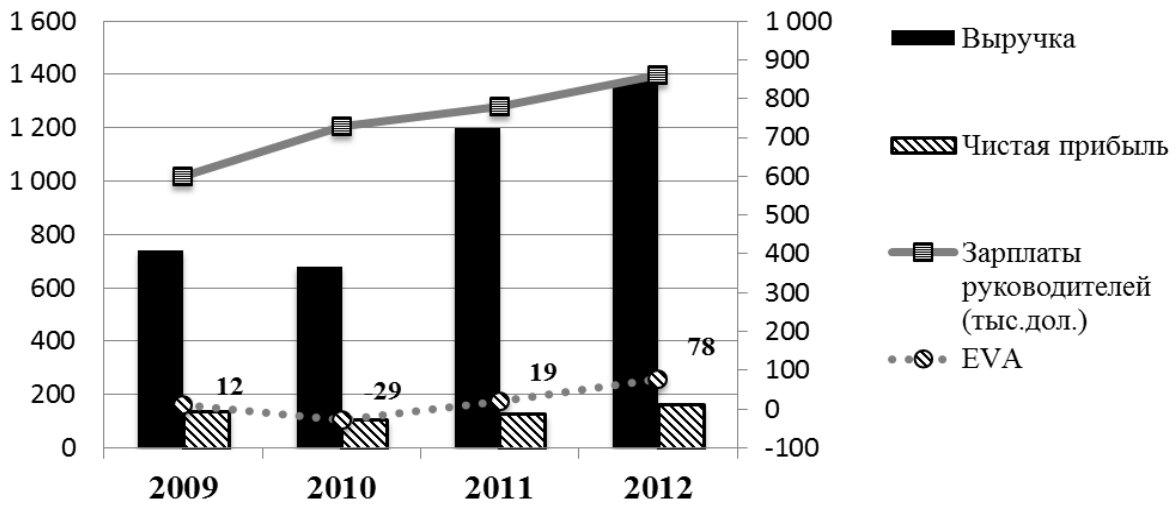


Рисунок 4 – Динамика EVA и зарплат руководителей телекоммуникационной отрасли за 2009–2012 гг.¹

млн.дол.

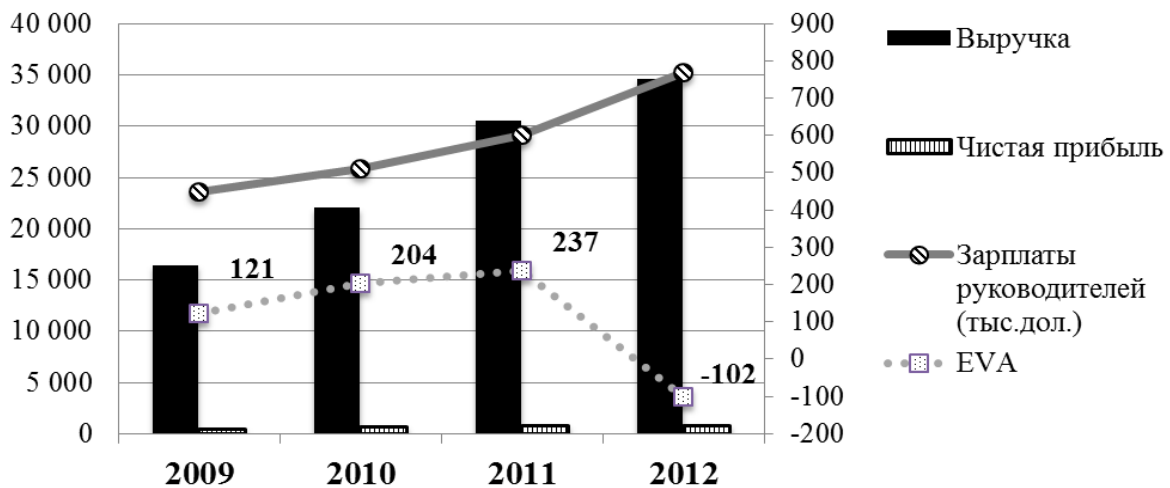


Рисунок 5 – Динамика EVA и зарплат руководителей торговых сетей за 2009–2012 гг.²

Таким образом, полученные выводы о несоответствии динамики балансовых финансовых величин выручки, чистой прибыли показателю экономической прибыли с учетом стоимости совокупного вложенного капитала на фоне роста вознаграждения руководителей компаний подтверждают теоретические предположения о значимости корпоративных

¹ Составлен автором по результатам исследования.

² Составлен автором по результатам исследования.

агентских конфликтов и релевантности использования в финансовом менеджменте индикатора, отражающего результативность инвестиций, по сравнению со стоимостью капитала.

3. Факторы уязвимости метода EVA под углом агентской проблемы в корпорациях

Концепция ценностно-ориентированного менеджмента (VBM) актуальна в отношении разрешения внутрикорпоративных агентских конфликтов, так как стимулирует менеджеров действовать в соответствии с интересами собственников. Экономическая добавленная стоимость как метод VBM оценивается М. Дженсенем в качестве необходимого и достаточного индикатора результативности менеджмента корпорации. Несмотря на безусловные преимущества метода экономической добавленной стоимости с позиции расширения инструментария для снижения негативных последствий внутрикорпоративных агентских конфликтов в виде издержек в неявной форме, данному подходу присущи определенные недостатки, не позволяющие исключить агентскую проблему на корпоративном уровне, полностью устранив складывающиеся противоречия акционеров и менеджеров.

Факторы уязвимости EVA как финансового инструмента в разрешении корпоративных агентских конфликтов разделяются в зависимости от составляющих компонентов формулы расчета экономической прибыли и включают (рисунок 6):

- манипулирование корректировками NOPAT;
- отсутствие единого метода оценки NOPAT одновременно в разрезе структурных единиц корпорации и управленческих решений головного офиса 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 и объемом инвестированного капитала, проявление которого заключается 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;

- поливариантность расчета стоимости собственного капитала и сложность измерения данного показателя вопреки кажущейся простоте вычисления EVA;

- присутствие в методах расчета стоимости собственного капитала рыночных и прогнозных величин.

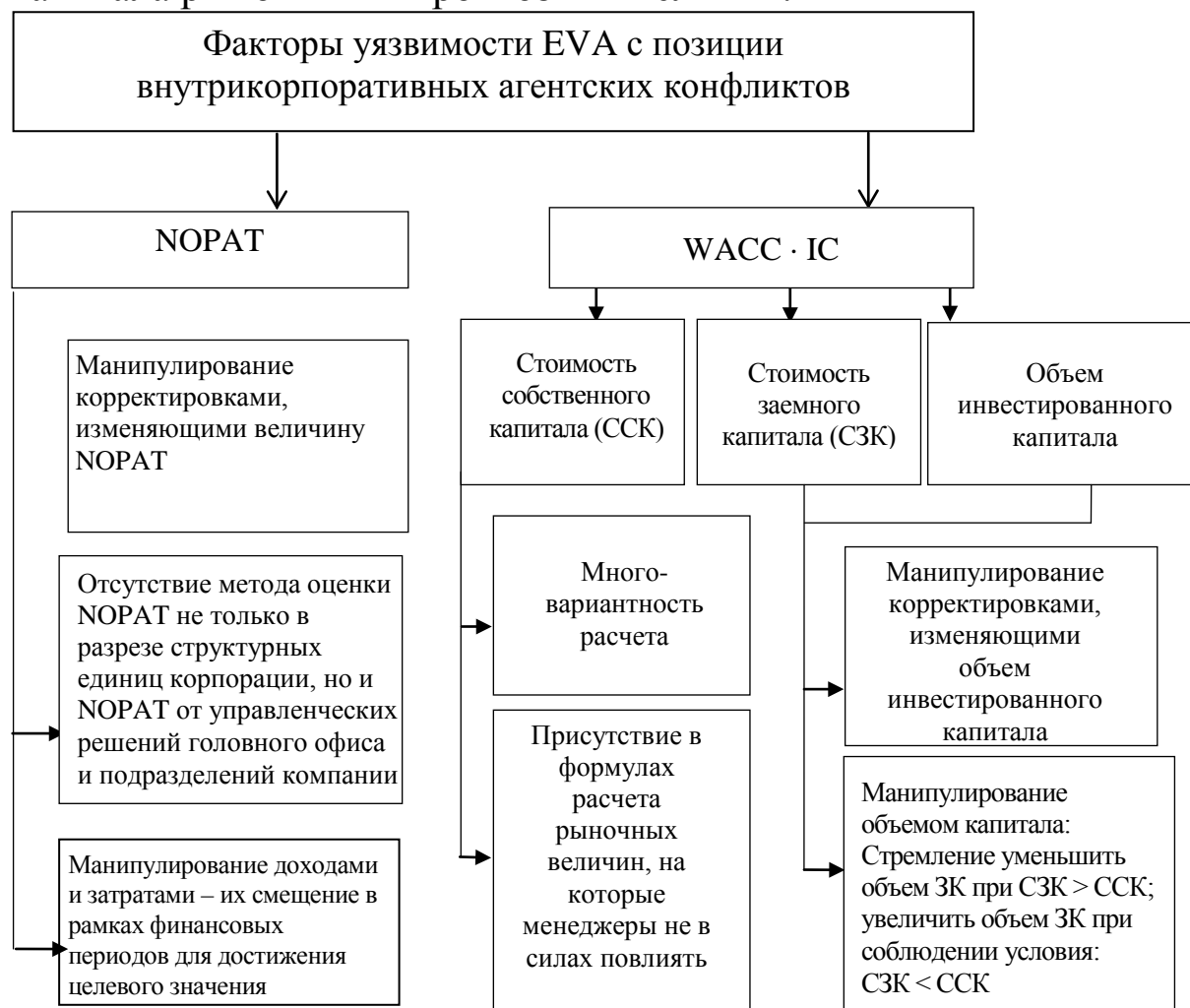


Рисунок 6 – Факторы уязвимости экономической добавленной стоимости с позиции внутрикорпоративных агентских конфликтов¹

¹ Разработан автором по результатам исследования.

Таким образом, использование EVA в качестве единственной величины, влияющей на вознаграждение менеджеров, не решает агентской проблемы усилий менеджеров. Не лишена недостатков и система сбалансированных показателей (BSC) (ключевой из них – отсутствие конечного ориентира), противоречащих тезису о невозможности максимизировать усилия более чем в одном измерении и осуществлять рациональный выбор, руководствуясь спектром более десяти показателей.

Учитывая преимущества и недостатки метода EVA и концепции BSC с точки зрения инструментов финансового менеджмента в рамках разрешения проблемы внутрикорпоративных агентских конфликтов, автор аргументирует актуальность метода EVA, ключевым фокусом которого является максимизация стоимости компании, при этом прочие финансово-экономические величины, в том числе KPI, выступают промежуточными на пути решения приоритетной для управленцев задачи.

4. Авторский метод расчета стоимости собственного капитала

Изложенные аргументы относительно факторов уязвимости EVA с точки зрения корпоративных агентских конфликтов, а также полученные выводы об отсутствии корреляции между коэффициентами-индикаторами агентских затрат и EVA, незначительности степени влияния капитальных вложений на показатель экономической добавленной стоимости на примере выборки российских корпораций свидетельствуют в пользу необходимости модификации EVA в качестве инструмента управления агентскими издержками для отечественных компаний и его адаптации к используемой системе финансово-экономических индикаторов.

Исходя из модели ценообразования долгосрочных активов (CAPM), автор считает необходимым внести поправку в расчет EVA и стоимости собственного капитала в частности, удалить из формулы коэффициент бета и заменить его на коэффициент соотношения средневзвешенной рентабельности по отрасли за

отчетный период к рентабельности предприятия за аналогичный отчетный период.

Средневзвешенную рентабельность по отрасли предлагается определять по формуле:

$$ROE_{cp} = \frac{\sum_{i=0}^n ROE_i \cdot NP_i}{\sum_{i=0}^n NP_i}, \quad (1)$$

где ROE_{cp} – 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 достаточно взять несколько крупнейших по величине чистой прибыли корпораций, принадлежащих к данному сектору экономики с идентичной специализацией);

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

NP_i – чистая прибыль i -го предприятия рассматриваемой отрасли.

Таким образом, расчет стоимости собственного капитала приобретает следующий вид¹:

$$ССК = СДб + \dots \frac{ROE_{cp}}{ROE_i} (ROE_i - СДб), \quad (2)$$

где $ССК$ – стоимость собственного капитала;

$СДб$ – безрисковая ставка доходности;

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

ROE_i – доходность или рентабельность собственного капитала.

¹ Разработана автором по результатам исследования.

Подобная замена бета-коэффициента представляется 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.

Для 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 проведен 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.

Слабая степень зависимости экономической добавленной стоимости от бета-коэффициента и значения коэффициента корреляции Пирсона свыше 0,7 вариации по первым трем парам исследуемых финансовых показателей свидетельствуют о возможности использования авторского метода расчета стоимости собственного капитала без потери смысла EVA. Авторская модификация формулы расчета стоимости собственного капитала позволяет не только исключить из расчета рыночный индикатор, формирующийся под воздействием как управленческих решений менеджеров, так и внешних факторов, но и трансформировать исчисление 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 и стимулирует управленцев усиливать финансовый рычаг, что в дальнейшем приводит к увеличению величины ROE компании и исключению одного из факторов уязвимости EVA в отношении внутрикорпоративных агентских конфликтов.

5. Экспликация составляющих компонентов экономической добавленной стоимости

Исходя из факторов уязвимости показателя экономической добавленной стоимости, а также в целях развития инструментов финансового менеджмента в отношении предотвращения и снижения последствий внутрикорпоративных агентских конфликтов, представляется целесообразной адаптация формулы экономической добавленной стоимости для оценки эффективности осуществляемых инвестиций со стороны головного офиса и филиалов путем следующих преобразований¹:

$$EVA = \sum_{i=0}^n NOPAT_{i.HQ} + \sum_{i=0}^n NOPAT_{i.BU} + \sum_{i=0}^n NOPAT_{i.c.} - WACC \left(\sum_{i=0}^n C_{i.HQ} + \sum_{i=0}^n C_{i.BU} + \sum_{i=0}^n C_{i.c.} \right), \quad (3)$$

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

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

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

¹ Разработана автором по результатам исследования.

WACC – средневзвешенная стоимость капитала в целом по корпорации;

$C_i.HQ$ – сумма капитала, инвестированного в рамках реализованных головным офисом проектов в развитие продуктов i -го структурного подразделения;

$C_i.BU$ – сумма капитала, инвестированного на реализацию региональных проектов i -го структурного подразделения;

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

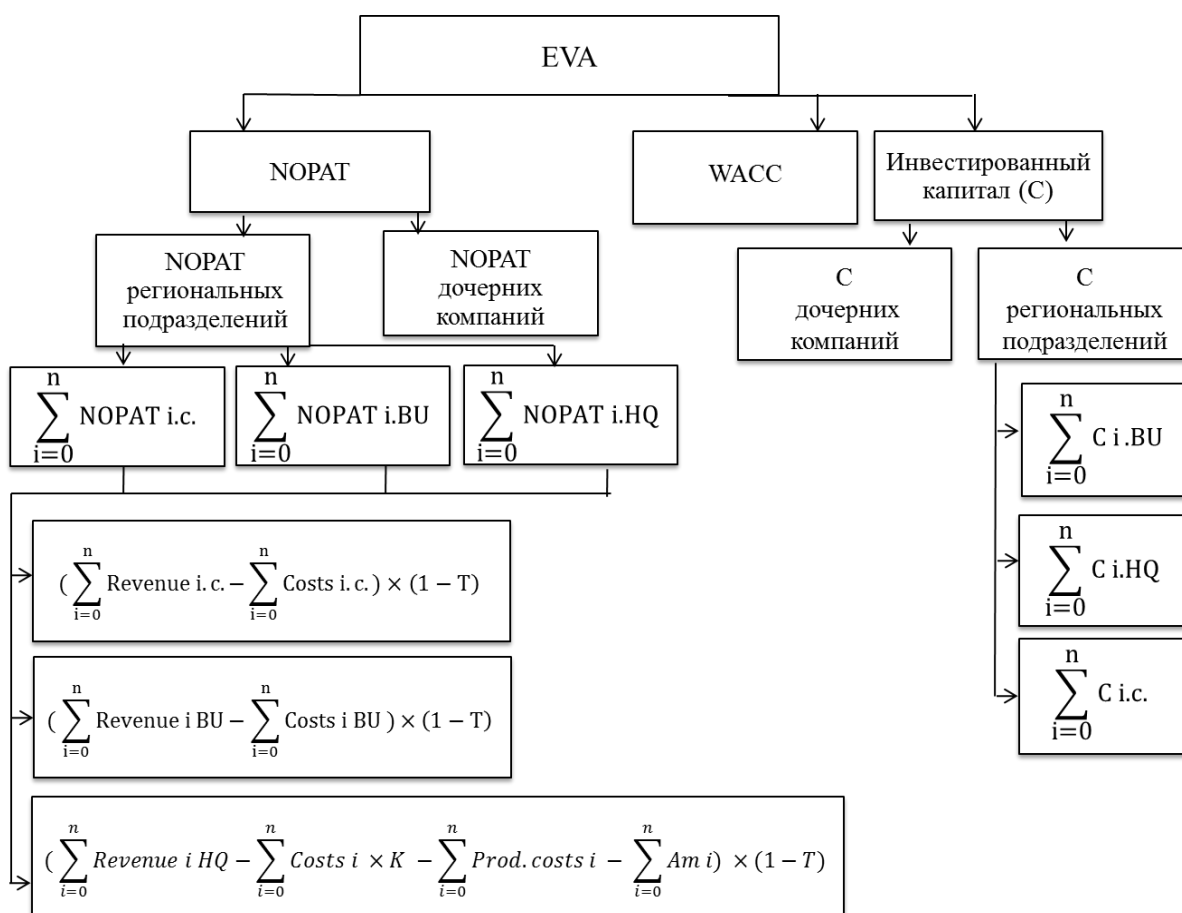


Рисунок 7 – Экспликация компонентов экономической добавленной стоимости¹

¹ Разработана автором по результатам исследования.

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 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.

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, можно представить визуализацию указанных преобразований метода EVA в виде экспликации составляющих EVA компонентов (рисунок 7).

Анализ преимуществ использования описанного метода расчета EVA показал, что предложенные формулы позволяют осуществлять диагностику и мониторинг мест создания и разрушения стоимости компании, выполняя сигнальную функцию управления внутрикорпоративными агентскими конфликтами и способствуя предотвращению принятия решений, деструктивно сказывающихся на изменении стоимости корпорации и концентрации усилий менеджеров на увеличении экономической прибыли.

Основные положения исследования отражены в следующих публикациях автора.

Статьи в рецензируемых научных журналах

1. Шевченко, И.В., Курузов, М.В. Внутрикorporативные агентские конфликты и их классификация / И.В. Шевченко, М.В. Курузов // Финансы и кредит. – 2014. – № 10(586). – 0,6 п.л. (авт. - 0,3 п.л.).

2. Шевченко, И.В., Курузов, М.В. Роль финансового контроля в решении внутрикorporативных агентских конфликтов / И.В. Шевченко, М.В. Курузов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – №5(191). – 0,6 п.л. (авт. - 0,3 п.л.).

3. 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) – 0,46 п.л.

Публикации в других изданиях

4. Курузов, М.В. Расчет экономически добавленной стоимости на примере российских корпораций / М.В. Курузов // Экономика и социум. – 2014. – №1(10). – 0,24 п.л.

5. Курузов, М.В. Финансовый контроль как способ разрешения агентского конфликта между акционерами и менеджерами / М.В. Курузов // Экономика и социум. – 2013. – №4(9). – 0,18 п.л.

6. 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) – 0,32 п.л.

7. 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. – 0,2 п.л.

8. Курузов, М.В. Внутрикorporативные агентские конфликты и финансовый контроль / М.В. Курузов // Современные тенденции развития экономики, управления и права: сб. материалов Междунар. науч. конф. – СПб., 2013. – 0,17 п.л.

9. 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. – 0,2 п.л.

Курузов Мурат Владимирович

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

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Подписано в печать 23.10.2014. Формат 60 × 84¹/₁₆.
Уч.-изд. л. 1,0. Тираж 130 экз. Заказ №

Издательско-полиграфический центр
Кубанского государственного университета
350040, г. Краснодар, ул. Ставропольская, 149.