

МЕНЕДЖМЕНТ

УДК 338.121:656.2

В.О. Федорович

МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ КРУПНЫМИ КОРПОРАЦИЯМИ С УЧЕТОМ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ИНТЕРЕСОВ ОСНОВНЫХ ГРУПП СТЕЙКХОЛДЕРОВ

Предлагаются основы формирования организационно-экономического механизма управления имущественными комплексами крупных индустриальных корпораций с учетом экономических интересов государства. Баланс экономических интересов государства и других участников корпоративных отношений позволит стабилизировать темпы экономического роста национальной экономики и повысить капитализацию индустриальных корпораций с участием государства.

Ключевые слова: индустриальные корпорации, экономические интересы государства, показатели материальной выгоды, экономическая добавленная стоимость, организационно-экономический механизм, баланс интересов.

Формирование организационно-экономического механизма управления имущественным комплексом (собственностью) и контроля эффективности системы корпоративного управления, в задачи которого входит обеспечение согласованности или баланса экономических (материальных) интересов государства и остальных участников (заинтересованных лиц или стейкхолдеров) корпоративных отношений, – проблема первостепенной важности, выходящая за границы экономических интересов только акционеров. В этом случае любая недооценка в организации действенного корпоративного управления в индустриальных корпорациях с участием государства подрывает инвестиционный процесс, что снижает эффективность использования капитала. Такой подход в конечном счете сдерживает экономический рост, препятствует интенсификации мобилизации финансовых накоплений, что приводит к необъективности результатов анализа доходности различных видов активов (имущественного комплекса) корпораций и снижает их капитализацию. И напротив, правильно выбранная система корпоративного управления в большей мере будет гарантировать защиту экономических интересов государства, а также способствовать повышению финансовой прозрачности хозяйственной деятельности корпорации и усилению ее подотчетности акционерам и кредиторам.

Современные индустриальные корпорации с участием государства весьма отличаются от классических акционерных обществ, причем в значительной степени по составу и структуре активов. Имущественный комплекс современных индустриальных корпораций в большей степени зависит от видов и структуры нематериальных активов, ориентированных на человеческий фактор [1, 2]. Это бренды, ноу-хау, стратегические соглашения, патенты. С сотрудниками и парт-

нерами в бизнесе такие корпорации имеют весьма гибкие взаимовыгодные контракты со значительной степенью экономической свободы.

Индустриальные корпорации тогда становятся привлекательными для широкого круга инвесторов, когда динамично развиваются, ориентированы на инновации и выплачивают ожидаемый процент дивидендов акционерам. Не вызывает сомнений, что интеграция различных направлений бизнеса с созданием адекватного организационно-экономического механизма корпоративного управления и контроля будет улучшать конкурентные позиции любой индустриальной корпорации. Основные направления совершенствования законодательной базы в сфере корпоративного управления во многом определяются экономическими интересами и материальной выгодой делового окружения. Область таких интересов лежит в установлении надежных партнерских взаимоотношений между основными группами поставщиков ресурсов и, как правило, разделяется акционерами и кредиторами. При этом основные проблемы заинтересованных групп участников корпоративных отношений (стейкхолдеров) разрешаются уже непосредственно в ходе переговорного процесса.

Разнообразие экономических и позиционных интересов акционеров и основных групп стейкхолдеров по стимулам, отношению к различного рода рискам, предпочтению в доминировании инвестиционных стратегий и выбору источников финансирования обуславливает вариативность методов и способов для формирования оптимальной или рациональной схемы (структуры) управления имущественным комплексом и корпоративного контроля в индустриальных корпорациях с участием государства. Так, организационно-экономический механизм управления и контроля в высокорисковых корпорациях, использующих в своей хозяйственной деятельности в основном венчурный капитал и опирающихся на человеческий фактор, может сильно отличаться от механизма управления таких же корпораций, присутствующих на рынке длительное время [2].

Помимо отмеченного выше организационно-экономический механизм управления и контроля во многом определяется качеством и проработанностью национального правового поля, а именно: законодательством, системой государственного регулирования и сложившейся деловой практикой. Указанные условия определяют институциональные границы и развитость системы корпоративного управления и контроля в индустриальных корпорациях с участием государства. Как правило, изменение границ может быть инициировано новыми условиями хозяйствования.

Сегодня институциональной базой корпоративного управления и контроля служат разработанные правила и утвержденные нормативы для формирования статусного права (титула собственности) и его последующей защиты. Это могут быть добровольно принимаемые стандарты и национальные кодексы, регулирующие систему внутрикорпоративного управления имущественных комплексов. При этом довольно весомую роль играет культура деловых отношений, выработанная на основе социальных норм, религиозных убеждений и национальной специфики конкретных государств (экономических территорий).

В процессе формирования организационно-экономического механизма корпоративного управления и контроля, обеспечивающего не только эффек-

тивное управление, важно решить проблемы институционального характера, возникающие в процессе разделения на законодательном уровне права собственности и права корпоративного контроля и защиты экономических интересов государства. На практике реализуются две базовые модели корпоративного контроля – это аут- и инсайдерская модели. Если аутсайдерская модель корпоративного контроля характеризуется распылением структуры собственности, то инсайдерская предполагает концентрацию собственности (а значит, и стратегического управления) у одного или нескольких собственников. Государство может быть участником и той и другой системы корпоративного контроля [3].

Согласование экономических интересов стейкхолдеров в аутсайдерской модели корпоративного контроля достигается на основе взаимодействия разобщенных акционеров и менеджеров корпорации, которые, в отличие от первых, обладают реальными экономическими возможностями для оперативных организационно-экономических и финансовых решений. Проблемы инсайдерской модели заключаются в дисбалансе экономических интересов контролирующих групп мажоритарных и миноритарных акционеров.

Проведем анализ основных групп факторов, влияющих на формирование базовых моделей корпоративного управления и контроля за собственностью, для согласования экономических интересов государства и остальных групп стейкхолдеров. Это уровень концентрации собственности, мотивация, материальное и моральное стимулирование менеджеров и других категорий наемного персонала, институциональное обеспечение процесса слияний (поглощений) и разделения, модели формирования акционерного (уставного) капитала, перекрестное владение акциями и т.п. Влияние указанных групп факторов помимо согласования экономических интересов может сказываться и на эффективности хозяйственной деятельности корпорации, ее инновационной активности, интенсивности взаимодействия с предприятиями среднего и малого бизнеса и в конечном счете на экономическом росте национальной экономики в целом.

Предлагаемый организационно-экономический механизм корпоративного управления и контроля помимо доминирования функции защиты экономических интересов государства направлен на решение проблем, возникающих между акционерами и государством (причем государство может быть тоже одним из акционеров), а также между акционерами и менеджерами (наемными работниками). При разделении функций собственности и контроля основной мотивацией для поиска оптимальных механизмов управления и контроля, минимизирующих транзакционные издержки, традиционно считается конкуренция. Но даже рыночная конкуренция при доминировании государственной формы собственности не решает проблему конфликта экономических интересов в системе «участники (собственники) – производственный менеджмент», а также в системе «государство (собственник) – органы государственного регулирования хозяйственной деятельности» (т.е. «государство – фискальный налоговый орган») [2].

Для более объективного представления рассматриваемого круга вопросов, касающихся защиты интересов государства при функционировании крупных индустриальных холдингов с участием государства, государствен-

ного имущества (собственности), представляется целесообразным дать развернутый анализ научных разработок в этой области. Так, в экономической литературе [3–5] проблемы корпоративного управления и контроля рассматриваются с двух позиций. Это концепция доминирования акционеров (собственников) и концепция согласованности экономических интересов всех групп участников (стейкхолдеров). Для концепции акционеров наиболее приемлема полная подотчетность менеджеров акционерам. В этой связи есть необходимость сформировать такой организационно-экономический механизм корпоративного управления и контроля, который позволит максимально усилить права акционеров в стратегическом и оперативном управлении имущественным комплексом индустриальной корпорации. Такое положение может быть достигнуто через компенсационные выплаты и опционы, при этом экономическая мотивация менеджеров должна напрямую увязываться с экономической мотивацией акционеров. В то же время для усиления институциональной защиты акционеров и их прав должен вводиться запрет (ограничение) на инсайдерские сделки, посредством которых регулируется рынок слияний и разделений индустриальных корпораций.

В этом случае с позиций акционеров решающим оценочным критерием служит максимальная величина их доходов, определяемая максимальной суммой консолидированной прибыли группы. При этом базовым оценочным критерием (показателем) считается рыночная цена имущественного комплекса корпорации, рассчитываемая как произведение цены акций (биржевая котировка) и их количества. Этот показатель позволяет довольно достоверно оценить эффективность выполнения своих функциональных обязанностей менеджерами и хозяйственной деятельности корпорации в целом.

Вторая концепция, часто реализуемая на практике, учитывает экономические интересы более широкого круга стейкхолдеров: акционеров, менеджеров, кредиторов, наемного персонала и государства. Экономические предпочтения либо материальная выгода названных групп заинтересованных лиц могут заметно различаться. К примеру, цели акционеров и менеджеров при разделении функций управления и контроля с функциями собственности (владения и распоряжения) чаще всего не совпадают. В отличие от акционеров, желающих увеличивать стоимость (капитал) корпорации, для менеджеров (средние и высшие менеджеры) главное – текущее материальное вознаграждение, для наемного персонала – рост оплаты труда, что достигается через увеличение объемов продаж, а возможно, и посредством реализации рискованных инновационных проектов.

Проблема согласования интересов акционеров и менеджеров может быть рассмотрена на основе концепции «несовершенных контрактов» (residual control rights) [3, С. 86–87], доказывающей невозможность идеального контракта (трудового договора), где расписан и уточнен весь комплекс условий и обстоятельств, – ведь менеджерам приходится часто принимать управленческие решения в непредвиденных обстоятельствах и ситуациях, не оговоренных в контрактах (трудовых договорах). В некоторых случаях такие «права остаточного контроля» собственники (акционеры) оставляют за собой. При этом резко обостряется проблема асимметрии информации. В то же время существуют объективные различия в уровне профессиональной подготовки и степе-

ни информированности акционеров и менеджеров, что часто на деле приводит к серьезным материальным и финансовым потерям [5, 9, 10].

Организационно-экономический механизм корпоративного управления и контроля в рамках данной модели включает также взаимоотношения с институциональным окружением, что обеспечивает реальную возможность для учета экономических интересов кредиторов, наемного персонала и государства. Интегрируя экономические интересы указанных групп стейкхолдеров, эта модель позволяет довольно объективно оценивать также деятельность высших менеджеров корпорации, дает возможность для установки реальных стратегических ориентиров, причем при полной согласованности интересов акционеров и государства. Комплексным интегральным показателем оценки баланса материальной выгоды рассматриваемых групп стейкхолдеров при этом может служить показатель экономической добавленной стоимости (economic value added – EVA) (табл. 1).

Таблица 1

Показатели результативности хозяйственной деятельности корпорации для различных групп стейкхолдеров [2]

Акционеры (физические и юридические лица)	Кредиторы (коммерческие банки и другие кредитные организации)	Производственный менеджмент (высшие менеджеры)
Уровень доходности собственного капитала и об- щая сумма консолидированной прибыли группы	Коэффициент абсолютной ликвидности	Рентабельность продукции Рентабельность продаж
Сумма чистой прибыли в рас- чете на одну акцию	Экономическая характеристика денежных потоков	Маржинальный доход
Соотношение суммы дивиден- дных выплат и величины активов	Ликвидационная стоимость имущественного комплекса корпорации	Показатели оборачиваемости активов по группам
Соотношение сумм капитализа- ции и балансовой стоимости имущества корпорации	Сила воздействия финансового рычага и дифференциал (фи- нансовый леверидж)	Уровень операционного рычага (операционный леверидж)
Динамика уровня капитализа- ции корпорации за 3–5 лет	Доля (структура) долговых обязательств относительно капитализации	Структура дебиторской и кре- диторской задолженности, их соотношение
Рентабельность активов	Финансовая устойчивость кор- порации и показатели ликвид- ности	Зарплатоотдача и зарплатоем- кость продукции, эффектив- ность использования персонала
Налоговая нагрузка на собст- венность (рыночная стоимость имущественного комплекса группы)	Степень покрытия процентных выплат	Эффективность инвестицион- ных проектов (сроки окупаемо- сти и коэффициент эффектив- ности)
Скорость приращения акционерного капитала	Платежеспособность	Эффективность производствен- но-хозяйственной и финансо- вой деятельности

EVA – экономическая добавленная стоимость

Предлагаемые в [1–6] подходы для формирования организационно-экономического механизма корпоративного управления и контроля имущественным комплексом корпорации (группы) базируются на современной концепции управления стоимостью корпорации. Основная цель – обеспечение роста рыночной стоимости индустриальной корпорации через рост курсовой стоимости ее акций. Система показателей, используемых при этом как оценочные, по-

стоянно совершенствуется. Во многом такое положение обусловлено тем, что современные информационные технологии позволяют получать их в режиме оперативного мониторинга. На основе обобщения результатов базовых теоретических и прикладных разработок зарубежных и отечественных авторов предложим поэтапную схему формирования организационно-экономического механизма управления собственностью промышленных и транспортных корпораций с учетом структурной взаимосвязи ее элементов (рис. 1).

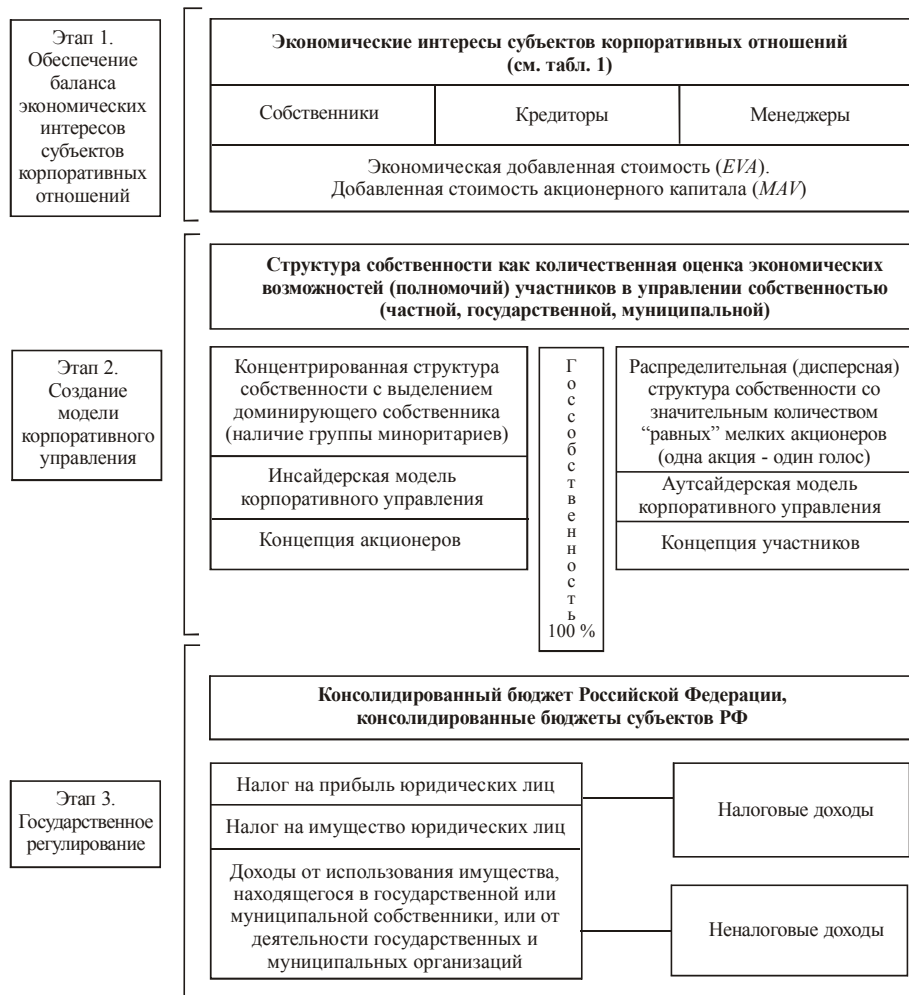


Рис. 1. Этапы формирования организационно-экономического механизма корпоративного управления и контроля за имуществом крупных корпораций с участием государства

При проведении стоимостной оценки корпорации используется экономическая категория «стоимость бизнеса». В самом общем виде это балансовая или номинальная стоимость, т.е. либо итог баланса, либо стоимость активов организации. Но реальная стоимость организации отличается от номинальной за счет, к примеру, определенного несоответствия балансовой стоимости внеоборотных (включая нематериальные) активов их рыночной стоимости

(допустим, из-за значительных сроков полезного использования). Обычно при выведении рыночной стоимости корпораций используют два подхода.

При первом подходе рыночная стоимость соответствует равновесной цене, установленной заинтересованными сторонами при осуществлении сделки, связанной со сменой собственника корпорации (купли-продажи организации).

Рыночная стоимость корпорации – величина относительная, подверженная влиянию многих факторов. Ее имущественный комплекс должен быть оценен совокупно как саморазвивающийся механизм, действия которого обусловлены состоянием активов и зависят от эффективности работы менеджеров корпорации. Достаточно часто при этом используется количественная оценка экономической ценности корпорации – гудвилл, определяемый разницей между реальной ценой и балансовой стоимостью активов корпорации.

Второй подход базируется на основных положениях описанного выше, т.е. рыночная цена корпорации корректируется на величину будущего прироста ее активов за счет экономической оценки вероятностной величины притока денежных средств. На практике, как правило, это сумма дисконтированных денежных потоков за время полезного использования основных средств корпорации [2].

EVA (economic value added – экономическая добавленная стоимость) представляет собой балансовую стоимость, увеличенную на текущую стоимость будущих EVA, т.е.

$$EVA = (\text{Норма прибыли} - \text{Средневзвешенная стоимость капитала}) \times \\ \times (\text{Инвестированный капитал}).$$

В рамках управления стоимостью имущественного комплекса корпораций EVA используется при составлении капитального бюджета, при оценке эффективности хозяйственной деятельности как отдельных обособленных структурных подразделений, дочерних и зависимых обществ (юридических лиц), так и корпоративного образования (группы) в целом.

Основная экономическая идея использования EVA заключается в том, что акционерный капитал любого корпоративного образования должен приносить как минимум тот же доход, что и инвестиции с аналогичным уровнем риска на рынке государственных или корпоративных акций (облигаций).

Для характеристики государственных интересов при формировании налоговых и неналоговых платежей в бюджеты всех уровней остановимся подробнее на сценарных вариантах экономического поведения крупных корпоративных образований с доминированием или 100%-ным участием в структуре акционерного капитала государственной формы собственности. Экономические интересы государства связаны с определением сумм и временных периодов получения доходов. Речь идет о налоговых и неналоговых доходах государственного бюджета, плательщиками которых (субъектами налогообложения) согласно действующему законодательству являются все юридические лица, зарегистрированные в ЕГРПО. Экономико-правовой аспект указанной проблемы так или иначе связан с проблемами корпоративного управления крупными бизнес-структурами.

В этой связи необходимо ответить на следующие вопросы. Как определить экономические интересы государства при равноправии всех форм собственности? Как влиять на интеграционные и дезинтеграционные процессы в национальной экономике, чтобы экономическая выгода от хозяйственной деятельности субъектов и от использования имущества была максимальной? Какие показатели при этом необходимо использовать?

В соответствии с действующим законодательством доходами бюджета считаются денежные средства, поступающие в безвозвратном порядке и безвозмездно в распоряжение органов государственной власти РФ, субъекта РФ и органов местного самоуправления. В общем виде доходы бюджетов образуются за счет налоговых и неналоговых платежей и безвозмездных перечислений. Отдельно учитываются доходы целевых бюджетных фондов.

К налоговым доходам относятся предусмотренные налоговым законодательством РФ федеральные, региональные и местные налоги и сборы, а также пени и штрафы; к неналоговым – доходы от использования имущества, находящегося в государственной или муниципальной собственности (после уплаты налогов и сборов), от платных услуг, оказываемых бюджетными учреждениями, находящимися в ведении соответственно федеральных органов исполнительной власти, органов исполнительной власти субъектов РФ, органов местного самоуправления и т.д.

Согласно Бюджетному кодексу (БК) РФ (ст. 42) в доходы от использования имущества, находящегося в государственной или муниципальной собственности, включаются:

- средства, получаемые в виде арендной платы за сдачу во временное владение и пользование или во временное пользование имущества, находящегося в государственной или муниципальной собственности;
- средства, получаемые в виде процентов по остаткам бюджетных средств на счетах в кредитных организациях;
- средства, получаемые от передачи имущества, находящегося в государственной или муниципальной собственности, в доверительное управление;
- средства от возврата государственных кредитов, бюджетных кредитов и бюджетных ссуд, в том числе средства от продажи имущества и другого обеспечения, переданного получателям бюджетных кредитов, бюджетных ссуд и государственных и муниципальных гарантий соответствующим органам исполнительной власти в качестве обеспечения обязательств по бюджетным кредитам, бюджетным ссудам и государственным и муниципальным гарантиям;
- плата за пользование бюджетными средствами, предоставленными другим бюджетам, иностранным государствам или юридическим лицам на возвратной и платной основе;
- доходы в виде прибыли, приходящейся на доли в уставных (складочных) капиталах хозяйственных обществ и товариществ, или дивидендов по акциям, принадлежащим РФ, субъектам РФ или муниципальным образованиям;
- другие предусмотренные законодательством РФ доходы от использования имущества, находящегося в государственной и муниципальной собственности.

Доходы бюджетного учреждения, полученные от предпринимательской и иной деятельности, приносящей доход, в полном объеме учитываются в смете доходов и расходов бюджетного учреждения и отражаются в доходах соответствующего бюджета как доходы от использования имущества, находящегося в государственной или муниципальной собственности, либо как доходы от оказания платных услуг.

Экономические интересы государства, интерпретированные как объемы и интенсивность (скорость) поступления финансовых ресурсов (денежных средств) в бюджеты соответствующих уровней, характеризуют государство как регулятора корпоративных отношений. В табл. 1 нами предложены группы показателей, характеризующих государство-собственника, равноправного участника формирования уставного капитала – имущественного комплекса крупных корпоративных образований. Для характеристики экономических отношений государства как регулятора корпоративных отношений (через функционирование системы налогообложения хозяйственной (предпринимательской деятельности) рассмотрим динамику семилетнего периода общих сумм доходов и налоговых поступлений в федеральный бюджет РФ (рис. 2) [8].

Млрд руб.

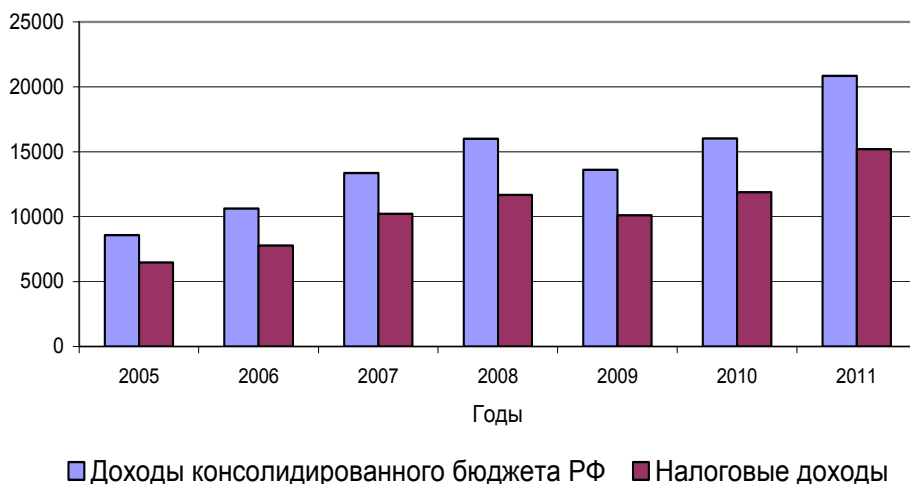


Рис. 2. Динамика общей суммы доходов и налоговых поступлений консолидированного федерального бюджета РФ

Цель анализа информационных массивов, графически представленных на рис. 2–5, – выявление тенденций и зависимостей между налоговыми и неналоговыми поступлениями в бюджет. Указанные суммы поступлений позволяют дать объемную (количественную) экономическую оценку реального использования имущественных комплексов крупных корпоративных образований в соответствующие временные периоды.

Оперативная экономическая оценка характеризует систему налогообложения производственно-хозяйственной и финансовой деятельности корпораций через взимание налога на добавленную стоимость и налога на прибыль.

Стратегическая экономическая оценка может быть получена на основе анализа системы взимания налога на имущество, арендной платы за использование имущества (имущественных комплексов) в хозяйственном обороте и сумм поступлений (отчетных и плановых) от реализации государственного и муниципального имущества, реструктуризации и акционирования имущественных комплексов государственных и муниципальных организаций.

Для достижения баланса экономических интересов участников корпоративных образований необходимо определить соотношение объемов указанных видов денежных поступлений. Эта величина позволяет оценить эффективность функционирования имущественных комплексов организаций-участников и их структурных подразделений.

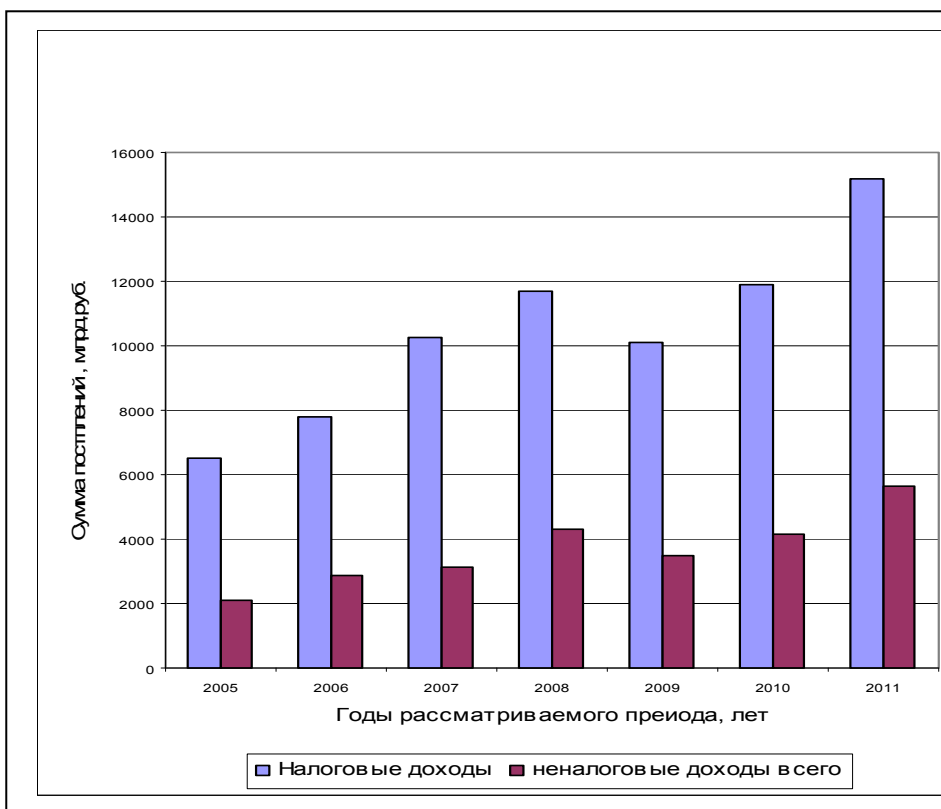


Рис. 3. Динамика налоговых и неналоговых поступлений доходной части федерального бюджета РФ

На рис. 3 явно прослеживается масштабное суммовое несоответствие между налоговыми и неналоговыми доходами федерального бюджета РФ, что

свидетельствует о малом «экономическом весе» доходов государства от собственности (имущественных комплексов).

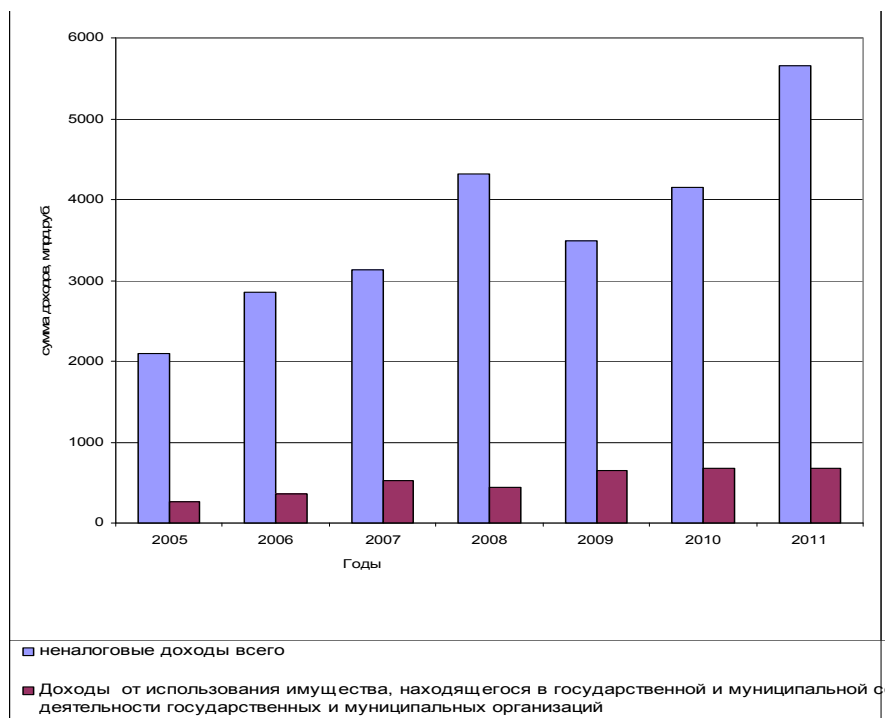


Рис. 4. Динамика сумм неналоговых поступлений и доходов от использования имущества, находящегося в государственной и муниципальной собственности

Для оценки качества экономической политики, проводимой Правительством РФ в части оперативного и стратегического использования имущественных комплексов со 100 %-ной или иной, вполне определенной долей государственной или муниципальной собственностью в капитале крупных корпораций, целесообразно проанализировать динамику неналоговых поступлений в бюджет РФ, включая суммовые поступления в бюджет от использования в хозяйственном обороте имущественных комплексов организаций государственной и муниципальной форм собственности. Явные изменения подходов заметны начиная с 2008 г. (рис. 4), что подтверждается и определенным соответствием оперативной и стратегической оценок использования имущественных комплексов корпоративных образований в хозяйственном обороте (рис. 5).

Экономическое обоснование правомерности государственного регулирования приватизационных процессов как инструмента управления структурными изменениями и капитализацией индустриальных корпораций с долевым или 100%-ным участием государства в собственности доказывается одинаковыми темпами роста соответствующих поступлений (рис. 4 и 5). Подробнее этот сюжет представлен в [8, 10].

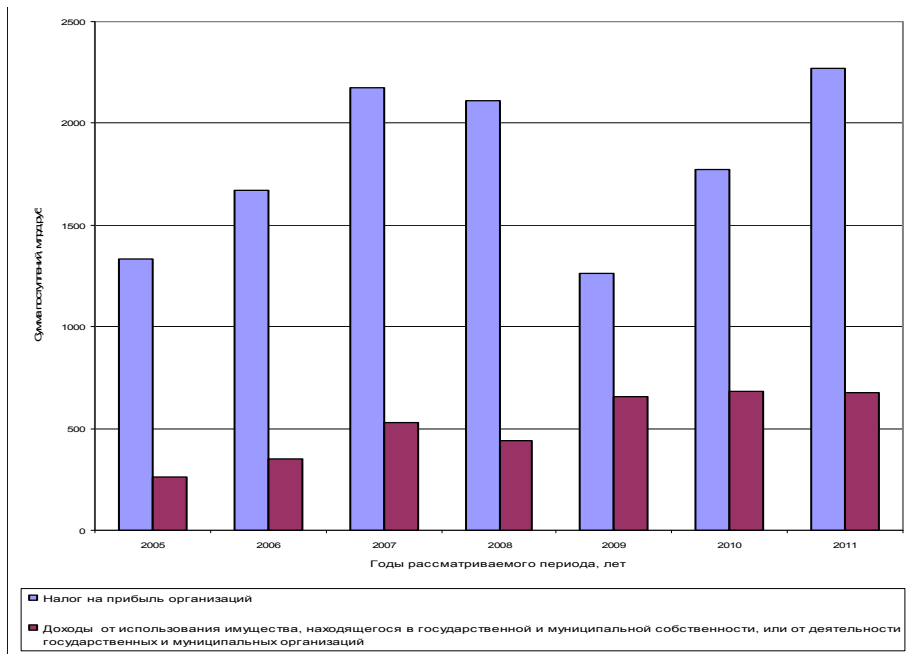


Рис. 5. Динамика налога на прибыль и доходов от использования государственного имущества

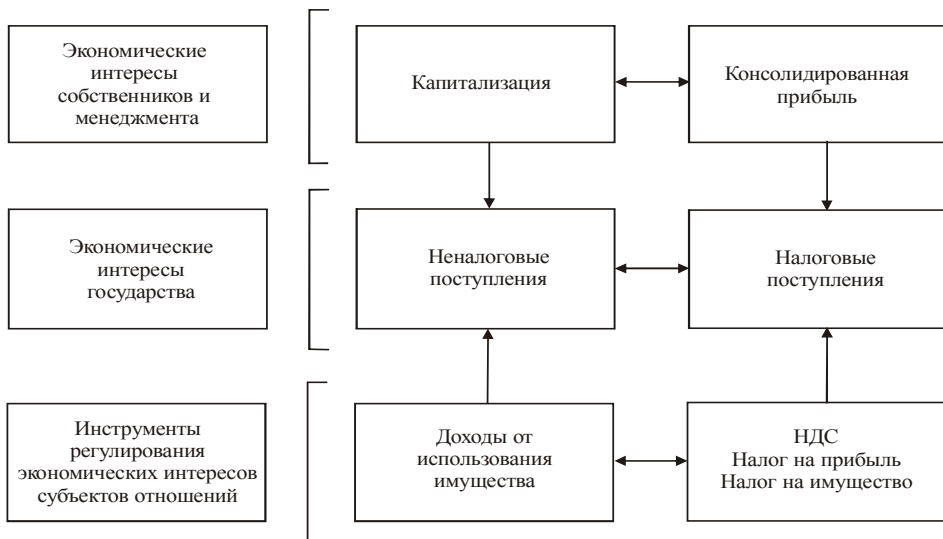


Рис. 6. Взаимосвязь экономических интересов (материальной выгоды) государства и основных групп стейкхолдеров [2]

Модель для согласования государственных экономических интересов (материальной выгоды) и интересов групп стейкхолдеров с формированием агрегированных объемных финансовых показателей приведена на рис. 6.

Обратимся к формированию механизма государственного регулирования экономических интересов государства и рассматриваемой группы стейкхол-

дерев в Российской Федерации. В настоящее время особое значение для большинства российских корпораций имеет выбор источников и форм финансирования (инвестирования) для обеспечения как стратегического развития, так и текущей производственно-хозяйственной деятельности. Рассмотрим подробнее распределение экономических интересов акционеров, кредиторов и дочерних, зависимых и аффилированных организаций (как юридических лиц) и государства как равноправного субъекта названных отношений, с одной стороны, и их регулятора – с другой.

Практика свидетельствует, что экономические интересы акционеров, интегрируемые в структуре собственности индустриальных корпораций, их дочерних и зависимых обществ (ДЗО), обуславливают довольно значительные различия в структуре источников их долгосрочного (стратегического) и краткосрочного (оперативного) финансирования, причем не только самих групп, но и их отдельных ДЗО внутри индустриальных корпораций.

Государственное регулирование экономических интересов государства и рассматриваемой группы стейкхолдеров в условиях намеченных темпов экономического роста обеспечивается с помощью организационно-экономического механизма корпоративного управления и контроля за собственностью. По аналогии разделения функций управления и хозяйственной деятельности на уровне государственного аппарата управления на уровне корпорации также разделяются функции акционеров (держателей титула собственности), функции публичного контроля (службы внешнего аудита) и функции текущего (операционного) управления производственно-хозяйственной и финансовой деятельностью (менеджеры). Как правило, на практике интересы названной группы стейкхолдеров обнаруживают весьма значительные различия, причем особенно явные между акционерами и менеджерами корпорации.

Представители высшего менеджмента корпорации, действуя в собственных интересах, стараются получать максимально высокую заработную плату и с использованием должностных полномочий могут изъять часть активов через аффилированные организации в своих личных целях. Менеджеры могут также доступными им средствами в соответствии с действующим законодательством противопоставить себя акционерам в части полученного корпорацией остаточного дохода (нераспределенной консолидированной прибыли).

Институциональная база отношений собственности, возникающих при реформировании крупных индустриальных корпораций, как и современные корпоративные отношения, регулируемые государством, определяется тремя базовыми законодательными актами. Это федеральные законы о рынке ценных бумаг (введены в действие с 25.04.96 г.), об акционерных обществах (введены в действие с 01.01.96 г.), о защите прав инвесторов (введен в действие с 11.03.99 г.). Федеральный закон об акционерных обществах позволил сформировать в РФ двухуровневую систему управления крупными корпоративными образованиями (ОАО), в общем виде состоящую из правления и совета директоров. Данный федеральный закон создает достаточно прочную юридическую базу для эффективного корпоративного управления собственностью сложных организационных структур.

Согласно этому закону миноритарное меньшинство в совете директоров может заблокировать сделки, противоречащие их экономическим интересам. Так, решения:

- об изменении уставного капитала;
- принятии поправок к уставу;
- о крупных, т.е. превышающих половину балансовой стоимости имущественного комплекса корпорации, сделках требуют три четверти голосов общего собрания акционеров.

Достаточной представляется и защита прав акционеров от возможного «разбавления» находящихся в обращении акций. Новая (дополнительная) эмиссия акций должна размещаться на вторичном рынке по рыночной стоимости. Принятие соответствующего решения о размещении должно быть одобрено двумя третями голосов общего собрания. Жестко регламентирована и сама процедура голосования, особенно при численности акционеров свыше 1 000 человек. Согласно закону каждый акционер имеет право голоса, равное количеству акций, умноженному на число членов совета директоров, подлежащих избранию. Достаточно внимания уделяется внешнему контролю за деятельностью производственного менеджмента – это прежде всего обязательный внешний аудит, а для корпораций с численностью персонала свыше 500 человек обязателен внешний независимый регистратор ценных бумаг (акции корпоративного образования).

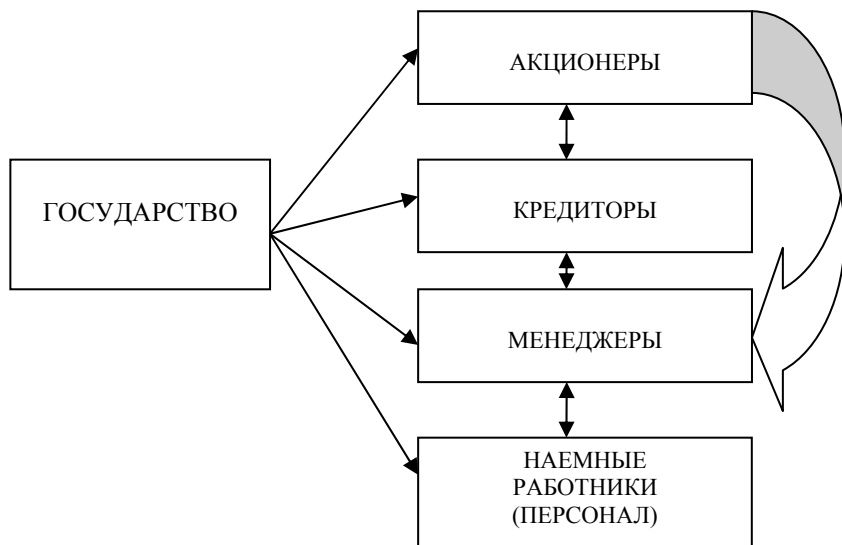


Рис. 7. Взаимодействие основных групп стейкхолдеров, регулируемых законодательством Российской Федерации

Федеральный закон о защите прав инвесторов регламентирует правила поведения регистраторов ценных бумаг, кастодиальных институтов и трейдеров. Этим значительно облегчается сама процедура свободной реализации (купля-продажа) ценных бумаг на вторичном рынке. Помимо этого дейст-

вующее законодательство устанавливает довольно жесткие нормы в отношении объема финансовой информации, подлежащей опубликованию в открытой печати. Это годовая бухгалтерская отчетность (1-я и 2-я формы), информация о значимых для корпорации событиях (изменение уставного капитала, состава совета директоров, главных менеджеров, структуры акционерного капитала) [2].

Основные стейкхолдеры и их взаимодействия, регулируемые действующим законодательством (законодательные и нормативные акты РФ), показаны на рис. 7.

Прокомментируем основы взаимодействия указанных групп стейкхолдеров:

- отношения между акционерами и менеджерами, по большей части обусловленные типом собственности (концентрированная или дисперсная), на базе которой сформирован уставный капитал индустриальной корпорации (группы и ДЗО). Здесь существуют потенциальные возможности слияния или поглощения юридических лиц, входящих в группу, и связанные с этим риски потери рабочих мест;

- отношения между менеджерами и служащими кредитных организаций как лиц, действующих на основании соответствующих уставов или доверенностей. Такие отношения часто обуславливают не только отношения заимодавца и заимодавца, регулируемые финансовой устойчивостью корпорации и ликвидностью бизнеса (имущественного комплекса). Отношения между менеджерами и представителями кредитных учреждений часто перерастают в отношения между акционерами и кредиторами как возможными потенциальными институциональными владельцами корпорации;

- отношения между высшими менеджерами и наемным персоналом корпорации, регулируемые системой контрактов и условиями коллективного договора, ежегодно заключаемого между администрацией (высшие менеджеры) и наемным персоналом корпорации;

- отношения между государственными учреждениями (банковская сфера) и коммерческими банками, между Центральным банком России и коммерческими организациями в области регулирования кредитных отношений и налогообложения кредитных организаций, включая и валютное регулирование;

- отношения между работодателями и наемными работниками (персоналом), регулируемые государственным законодательством и нормативными актами посредством Гражданского и Трудового кодексов;

- отношения между государственными учреждениями (органы власти) и акционерами, регулируемые тремя названными выше законодательными актами;

- отношения между государственными учреждениями (органами власти) и менеджерами, регулируемые гражданским законодательством и Кодексом корпоративного управления Российской Федерации.

Противоречия между экономическими интересами акционеров и менеджеров рассматриваются в концептуальной теории агентов, или концепции передачи полномочий – *agency theory* [8]. При этом исследуются экономические интересы собственников и менеджеров, классифицируются группы их основных противоречий.

Другие концептуальные подходы положены в основу теории заинтересованных лиц (stake-holder theory), предлагающей пути гармонизации экономических интересов всех субъектов, прямо или косвенно связанных с функционированием корпорации. Цель хозяйственной деятельности любой корпорации согласно данной концепции заключается не в максимизации стоимости корпорации (росте капитализации), а в повышении ее имиджа за счет улучшения социального и экономического положения персонала и снижения экологических рисков. Менеджеры при отсутствии асимметрии информации принимают управленческие решения, действуя с учетом всех заинтересованных сторон (собственников, кредиторов, персонала и т.п.) [2].

Таблица 2

Экономические интересы основных групп стейкхолдеров, учитываемые при формировании организационно-экономического механизма корпоративного управления и контроля за собственностью [2]

Основные группы стейкхолдеров	Экономические интересы (временная характеристика)	Качественная оценка степени влияния на достижение цели	Уровень ответственности
1. Акционеры 1.1. Мажоритарные акционеры (совет директоров) 1.2. Миноритарные акционеры (совет директоров)	Стратегические, долгосрочные Тактические, оперативные, краткосрочные	Высокая Низкая	Ограниченная участием Ограниченная участием
2. Менеджеры 2.1. Исполнительный директор (главный менеджер) 2.2. Высшие менеджеры (правление, администрация) 2.3. Персонал, наемные работники (совет трудового коллектива, профсоюз)	Тактические и краткосрочные (амплитудные), индивидуальные Оперативные, краткосрочные, коллективные (групповые) Тактические групповые и оперативные индивидуальные	Высокая (частично ограниченная) Средняя (ограниченная) Низкая, минимальная	Высокая индивидуальная Средняя индивидуальная Низкая
3. Государство – участник (акционер)	Стратегические, социально-экономической направленности	Высокая, ограниченная структурой собственности	Высокая, ограниченная участием
4. Государство – регулятивный и фискальный орган власти	Стратегические, нацеленные на макроэкономические ориентиры	Высокая	Высокая
5. Заинтересованные лица (в том числе аффилированные)	Тактические и среднесрочные	Ограниченная или низкая	Низкая в зависимости от условий контроля

Сделаем попытку для реальной оценки потенциальных возможностей менеджеров в целях защиты экономических интересов государства и согласования материальной выгоды других групп стейкхолдеров. Для этого классифицируем по группам экономические разногласия, потенциально возможные в процессе реализации прав и обязанностей субъектов согласно действующему законодательству РФ (табл. 2):

1. Несоответствия в понимании конечных целей развития, путей достижения и другие основные разногласия в экономических интересах акционе-

ров и менеджеров, как правило, практически всегда весьма существенны. Если акционеры заинтересованы в повышении стоимости имущественного комплекса корпорации, в максимальной капитализации и достаточности дивидендных выплат, то менеджеры – в высоком текущем материальном вознаграждении (оплата труда, бонусы, управленческий статус). Выбор приоритетов в стратегическом развитии корпорации зависит от степени концентрации собственности, т.е. долевого присутствия в уставном капитале доминирующих групп акционеров.

2. Противоречия, обусловленные структурой собственности, а именно «распыленностью» или «концентрированностью» собственности, вырастают в противоречия экономических интересов доминирующих групп акционеров (мажоритарии) и остальных (миноритарии) акционеров индустриальной корпорации. На практике проявляются при оценке динамики курсовой стоимости акций: у мажоритариев долгосрочные интересы, у миноритариев – краткосрочные. Аналогичны при временной оценке инвестиций (финансирование инновационных проектов) – для одних определяющими являются стратегические инновации, для других – оперативные. К примеру, по информации Международной финансовой корпорации, доля нераспределенной (чистой) прибыли, направляемой национальными компаниями РФ на дивидендные выплаты, увеличилась до 21%, при этом такие выплаты производились менее чем в 30% региональных корпораций с объемом продаж менее 10 млн долл. и более 50% компаний с объемами продаж свыше 10 млн долл. [4–6, 9–11].

3. Наличие противоречий и разногласий между менеджерами и наемными работниками (персонал), а также между акционерами и наемными работниками. Круг названных противоречий разрешается при заключении трудовых договоров, т.е. на контрактной основе при приеме (найме) на работу, при дальнейшей трудовой деятельности работников – с помощью профсоюзных органов, а также гражданского и трудового законодательства.

4. Различия в экономических интересах акционеров и других групп стейкхолдеров (аффилированные юридические лица, государственные учреждения) разрешаются на основе кодексов, федеральных законов и нормативных актов в области корпоративного законодательства.

Практика показала, что рациональный организационно-экономический механизм корпоративного управления и контроля за имущественным комплексом способствует упорядочению корпоративных отношений на всех уровнях иерархии управления субъектами, что в конечном счете упорядочивает бизнес-процессы и способствует росту объема инвестиций в национальную экономику. При этом количественную экономическую оценку, комплексно и достаточно объективно учитывающую экономические интересы государства и других субъектов корпоративных отношений и отражающую эффективность механизма управления имущественным комплексом, обеспечивают два тождественных и широко используемых показателя – добавленная стоимость акционерного капитала (market added value) и экономическая добавленная стоимость (economic value added) [3, 8–10, 13, 15].

Проблема разрешения экономических противоречий субъектов корпоративных отношений активно исследуется в развитых капиталистических странах. Традиционно различают англо-американскую и германо-японскую мо-

дели корпоративного управления. В англо-американской модели делается акцент на государственном регулировании рынков капитала для правовой защиты собственников (участников), а также юридических лиц как равноправных участников хозяйственного оборота. При этом равно защищаются и права миноритарных групп акционеров (в случае дисперсной структуры собственности). Также существуют специальные схемы участия в совете директоров представителей наемных работников (персонал корпорации), через этот механизм учитываются экономические интересы персонала.

В германо-японской модели корпоративного управления (Германия, Япония, Австрия, Голландия, Бельгия, Франция, Италия и др.) присутствуют двухуровневые системы управления – правление и наблюдательный совет, куда входят независимые директора – представители всех субъектов экономических отношений. Российская, самая молодая модель корпоративного управления, на практике закрепляет довольно значительные права, выражающие интересы всех субъектов корпоративных отношений исполнительных директоров (президент ОАО, председатель совета директоров, генеральный (исполнительный) директор). В настоящее время необходимо обратить особое внимание на опыт ФРГ, где степень участия работника в собственности, управлении и производственных процессах определяет его мотивацию, заинтересованность в конечных результатах деятельности корпорации (что не только способствует балансу экономических интересов названных групп субъектов, но и отвечает принципам экономической и социальной справедливости) [11].

Рассмотрим несколько ситуационных моделей, типичных для практики современных корпоративных отношений и позволяющих говорить о возможности интеграции экономических интересов при корпоративном управлении имущественным комплексом индустриальных корпораций. В распоряжении акционеров есть действенный инструментарий, при помощи которого возможно корректировать управленческие решения менеджеров. Это механизмы внутреннего и внешнего контроля, использование в советах директоров независимых лиц, изменение структуры собственности – при слияниях (поглощениях) или разделении корпорации. В некоторых случаях возможна относительная гармонизация интересов акционеров и менеджеров через механизм денежной компенсации. Относительность обусловлена мерой ответственности, измеряемой конкретной суммой издержек, которую несут собственники и менеджеры в результате принятых ими управленческих решений.

Усложняет рассматриваемую ситуацию появление третьего субъекта – выразителя вполне определенных экономических интересов – кредитора (в случае долгосрочных заимствований кредитор считается инвестором) как держателя долговых обязательств корпорации. При возникновении конфликтной ситуации (несовпадение экономических интересов собственников и кредиторов) угроза банкротства корпорации реальна. Но если риск по долговым обязательствам корпорации невелик или отсутствует, кредиторам мало интересуют как норма доходности, так и рыночная стоимость (капитализация) самой корпорации. Если риск все же присутствует, то у собственников всегда есть определенные преимущества перед кредиторами. Такие преимущества лежат в правовой сфере, так как требования по акциям по своей экономико-

юридической сути являются остаточными требованиями, а в случае снижения стоимости долговых обязательств стоимость обязательств по акциям какое-то время остается неизменной.

Не исключается и такая ситуация, когда производственный менеджмент принимает управленческие решения, позволяющие (в рамках действующего законодательства) перевести активы корпорации в сферу собственных полномочий, укрепив собственные экономические позиции. Если же менеджеры действуют в интересах собственников, то при возникновении риска дефолта они могут быть заинтересованы в трансферте кредитных ресурсов в сторону собственников корпорации, например:

- направить инвестиционные ресурсы (кредиты) в самые рискованные высокодоходные активы. При получении прибыли в выигрыше остаются собственники, в обратном случае риск убытка принимают на себя кредиторы;

- сократить капитализацию затрат, финансируемых за счет привлеченных финансовых ресурсов (дополнительная эмиссия акций). Обычно привлечение осуществляется до тех пор, пока полученная за счет этого прибыль (чистая приведенная стоимость) не окажется равной сумме привлеченных для этого финансовых средств (инвестиций). Если при этом в качестве дополнительных средств используются кредиты, то рост рыночной стоимости долговых обязательств становится своеобразным «капиталом» на эту часть инвестиций. При выплате долговых обязательств в этом случае имеет место сокращение инвестиций;

- провести довольно активную кредитную политику для частичной выплаты заимствованных собственниками корпорации денежных средств. Это способствует снижению рыночной стоимости долговых обязательств и сохранению (хотя часто и снижению) уровня капитализации корпорации. Но сумма получаемых собственниками дивидендов в значительной степени компенсирует снижение стоимости их акций;

- скрыть от кредиторов финансовую информацию, касающуюся финансовой устойчивости корпорации. Затягивая процедуру реструктуризации или используя пробелы в законодательстве, менеджеры максимально усложняют процедуру банкротства и реорганизации корпорации. Экономический выигрыш (весьма относительный) за счет консервации возрастной структуры долговых обязательств и повышения риска получают собственники в ущерб кредиторам.

Решение проблемы согласования интересов собственников и менеджеров требует поиска подходов и методов количественного измерения качества управленческих решений. Собственники потенциально готовы и могут достойно оплачивать управленческие решения менеджеров при наличии показателей, позволяющих эффективно, с заданной степенью объективности, измерить и оценить их управленческий вклад. Такими показателями могут служить сумма прибыли в расчете на обыкновенную акцию, капитализация корпорации, положительная динамика доходности, уровень экономической добавленной стоимости или добавленной стоимости акционерного капитала [10, 11–17].

Правильно выбранные критерии оперативной стратегической экономической оценки позволят усилить профессиональную мотивацию корпоративно-

го менеджмента для генерации финансовых поступлений, увеличивающих капитализацию корпорации, а не организационные псевдоперестройки и рискованные инвестиции с низкой отдачей. Для российской экономики в настоящее время характерно усиление позиций государства. Это проявляется в части регулирования экономических и финансовых отношений на макроуровне, в увеличении доли государственной формы собственности в особо значимых отраслях. Государственное регулирование финансовых рынков, процессов реструктуризации крупных промышленных и транспортных корпораций сказывается на структуре уставного капитала, балансе экономических интересов участников и на источниках стратегического и текущего финансирования хозяйственной деятельности. На практике это происходит через реализацию целевых государственных программ (кредитование конкретных секторов экономики), через регулирование цен фондового рынка, через участие государства в крупных индустриальных корпоративных образованиях (холдингах), через политику кредитных ставок (участие государства в кредитных организациях, корректировка ставки рефинансирования Центрального банка и т.д.).

Качество согласования экономических интересов государства, акционеров, кредиторов и других стейкхолдеров оказывает прямое влияние и на выбор видов и структуры источников финансирования стратегических направлений развития и операционной деятельности корпорации. В.Б. Кондратьев в [3] рассматривает три базовых подхода, объясняющих различия в структуре источников финансирования. В рамках первого подхода структура капитала корпорации изменяется до соотношений, характеризующихся как оптимальная структура источников финансирования – по видам источников и временному периоду их использования. Такая структура гармонизирует состав и структуру активов, уровень инвестиционного риска и величину прибыльности в конкретных условиях налогообложения производственно-хозяйственной и финансовой деятельности корпорации.

Для второго подхода характерно влияние конфликта экономических интересов инсайдеров и аутсайдеров (акционеров) с менеджерами корпорации. Результаты также сказываются на скорости в достижении оптимальной структуры источников корпоративных финансов группы. В этом случае по значимости преобладает величина агентских издержек, связанных с осуществлением управленческих полномочий менеджеров корпорации.

При реализации третьего подхода акцент смещается на проблемы, связанные с определенным несовершенством современного российского финансового рынка. Некоторая асимметричность информации с транзакционными издержками ограничивает возможности производственного менеджмента в управлении инвестиционным процессом. Конфликт экономических интересов акционеров, кредиторов и менеджеров оказывает влияние на эффективность производственно-хозяйственной и финансовой деятельности корпорации и стратегию ее развития. Такое положение усложняет выбор источников финансирования, в максимальной степени удовлетворяющих критериям рациональности.

Для защиты государственных интересов в индустриальных корпорациях с доминированием государственной формы собственности в уставном капитале

группы и ее ДЗО рекомендуется устанавливать и в дальнейшем оценивать динамику следующих качественных показателей:

1. Показатели финансовой устойчивости, характеризующие соотношение собственных и заемных средств.

2. Соотношение долговых обязательств и суммы финансирования капитальных вложений, направленных на реализацию инновационных проектов.

3. Соотношение краткосрочных обязательств и общей суммы обязательств материнского общества, ДЗО и группы в целом.

4. Степень покрытия суммы долговых обязательств денежной наличностью, поступившей в отчетном периоде, другими словами, долевое соотношение текущей денежной наличности брутто (до вычета налогов и амортизации) к средним за отчетный период процентным ставкам по принятым долговым обязательствам (займам или кредитам).

Для согласования экономических интересов всех групп стейкхолдеров (в том числе государства) и стимулом к построению рациональной структуры имущественного комплекса индустриальных корпораций, в максимальной степени обеспечивающим мобилизацию, иммобилизацию и оптимальный перелив финансовых ресурсов, должны служить:

– равноправие всех форм собственности, проработка и последующая реализация методов (способов) регистрации действенного набора соответствующих прав и обязанностей с последующей их защитой в суде и арбитраже;

– объективное распределение прав и обязанностей заинтересованных сторон, согласованность решений и принимаемых положений на основе действующих законодательных и нормативных актов;

– последовательное реформирование корпоративного сектора национальной экономики посредством системы федеральных законов, четко и конкретно определяющих порядок создания, присоединения (слияния) и разделения юридических лиц (корпораций и их ДЗО);

– совершенствование законов о функционировании фондового рынка (рынка ценных бумаг) и о банкротстве юридических и физических лиц;

– усиление прозрачности информации, связанной с управлением имущественным комплексом корпорации (сопровождение распределения финансовых ресурсов надежной и прозрачной отчетностью о производственно-хозяйственной и финансовой деятельности корпорации);

– постоянный контроль распределения управленческих полномочий внутри корпорации и ее ДЗО с детализированным анализом процедуры принятия решений, а также жесткое соблюдение правил и нормативов статистической и финансовой отчетности.

Литература

1. Федорович В.О. Состав и структура организационно-экономического механизма управления собственностью крупных промышленных корпоративных образований // Сибирская финансовая школа. 2006. № 2. С. 45–54.

2. Федорович В.О., Федорович Т.В. Обоснование показателей финансового механизма управления для оценки экономических интересов участников корпоративных отношений России // Сибирская финансовая школа. 2007. № 1. С. 148–153.

3. Кондратьев В.Б. Корпоративное управление и инвестиционный процесс. М.: Наука, 2003. 318 с.

4. Бочарова И.Ю. Внутрифирменные интересы в условиях формирования национальной модели корпоративного управления // Экономическая наука современной России. 2005. № 3. С. 116–123.
5. Щербакова О.Н. Применение современных технологий оценки стоимости бизнеса действующей компании // Финансовый менеджмент. 2003. № 1. С. 105–121.
6. Федорович В.О., Федорович Т.В. Структурные преобразования в производственном комплексе России // Сибирская финансовая школа. 2005. № 3. С. 73–78.
7. Федорович В.О., Конципко Н.В. Исследование механизма формирования и распределения стратегических финансовых накоплений корпорации // Вестн. Том. гос. ун-та. Экономика. 2012. № 1. С. 135–144.
8. Российский статистический ежегодник. 2012: Стат. сб. / Росстат. М., 2012. 786 с.
9. Федорович В.О., Федорович Т.В. Государственная собственность: управление структурными изменениями и капитализация крупных корпоративных образований // ЭКО. 2006. № 7. С. 28–41.
10. Ross S. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem // American Economic Review. 1973. Vol. 63, May.
11. Федорович В.О., Кунгуров Ю.А., Федорович Т.В. Капитализация крупнейших корпораций: экономическая оценка структурных преобразований в национальной экономике России // Финансы и кредит. 2008. № 18. С. 32–38.
12. Федорович Т.В., Кунгуров Ю.А., Федорович В.О. Реструктуризация госсектора: формирование ядерного энергопромышленного холдинга // ЭКО. 2008. № 7. С. 16–29.
13. Федорович В.О. Крупные корпоративные образования: концентрация факторов производства и экономический рост // Сибирская финансовая школа. 2005. № 1. С. 87–96.
14. Кунгуров Ю.А., Федорович В.О. Финансовый менеджмент в условиях реформирования крупных производственных комплексов. Новосибирск: САФБД, 2009. 198 с.
15. Федорович Т.В., Федорович В.О. Выделение финансовой и инвестиционной составляющих эффекта синергии и их роль в повышении системной эффективности бизнеса // Экономический анализ: теория и практика. 2008. № 21. С. 24–33.
16. Федорович В.О., Федорович Т.В. Информационные модели управленческого анализа в крупных корпорациях (группах) // Сибирская финансовая школа. 2005. № 3. С. 18–27.
17. Федорович В.О., Конципко Н.В. Финансовый механизм формирования стратегических финансовых накоплений в крупных индустриальных корпорациях // Вестник НГУЭУ. 2012. № 3. С. 83–93.