

## ВЛИЯНИЕ ОТДЕЛЬНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

**В статье рассмотрены результаты исследования влияния отдельных элементов корпоративного управления на стоимость компании с точки зрения институциональной экономики и корпоративных финансов.**

**Ключевые слова:** корпоративное управление, стоимость компании, асимметрия информации.

В практике управления зарубежных корпораций все в большей степени преобладает концепция стоимостного подхода к управлению бизнесом, что ставит главной целью собственников и менеджеров максимизацию стоимости компании. В результате идет активный поиск и анализ новых факторов, позволяющих увеличить стоимость компании. В связи с тем, что для инвесторов, особенно стратегических, остро стоит вопрос минимизации рисков корпоративных отношений (стратегические инвесторы ориентированы на долгосрочное владение компанией), важную роль начинает играть проблема оптимального выстраивания отношений между множеством субъектов, имеющих собственные интересы в компании. Решению этой проблемы, препятствующей минимизации рисков инвестора, а значит, и увеличению стоимости компании, способствует грамотно выстроенная структура корпоративного управления.

В современной практике принято рассматривать корпоративное управление как совокупность процессов, методик, способов организации и ведения бизнеса, а также систему взаимоотношений между менеджментом, советом директоров, акционерами и прочими заинтересованными лицами. Стоит отметить, что термин «корпоративное управление», как дословный перевод английского оригинала «corporate governance», часто трактуется как общая система и совокупность методов осуществления менеджмента компании. Однако само понятие «corporate governance» гораздо шире этого определения и включает в себя множество иных характеристик, связанных с проблематикой оптимизации корпоративных отношений.

Основной проблемой в современных корпоративных отношениях является разделение в компании прав собственности (акционеры) и функций контроля (менеджмент). Поскольку современная система управления предпола-

ет разделение между собственниками компании и менеджментом, это создает возможные риски недобросовестного поведения со стороны управляющих собственностью по отношению к владельцам данной собственности. Издержки такой системы заключаются в возможности оппортунистического поведения менеджеров. Отсюда можно заключить, что риски корпоративного управления целиком основаны на широко известной проблеме «принципал – агент». Тем не менее стоит отметить, что в отличие от классической постановки данной проблемы здесь присутствует более двух субъектов, а именно: мажоритарные акционеры, миноритарные акционеры, менеджеры, потенциальные инвесторы и прочие заинтересованные лица (стейкхолдеры). Поскольку концепция стоимостного подхода к управлению компанией предполагает максимизацию стоимости компании, а значит, и благосостояния ее собственников (акционеров), то именно интересы акционеров являются определяющими в этом конфликте корпоративных отношений. То есть в контексте изучения корпоративного управления как фактора роста стоимости компании необходимо выделять и учитывать именно те риски, которые несут акционеры.

Несмотря на кажущееся многообразие факторов корпоративного управления, влияющих на стоимость компании, с точки зрения теории корпоративных финансов можно выделить основные проблемы корпоративных взаимоотношений, которые несут риски и (или) дополнительные затраты для акционеров и будущих инвесторов:

– асимметрия информации. Акционер, преимущественно миноритарный, гораздо хуже осведомлен о состоянии компании, нежели менеджмент и мажоритарные акционеры. Таким образом, акционер должен нести дополнительные издержки на получение необходимой ему информа-

ции о компании либо, оставаясь неосведомленным, нести риски потери стоимости принадлежащих ему активов либо риски потери прав собственности на имеющиеся у него активы;

– издержки на мониторинг менеджмента. Для контроля деятельности менеджмента и защиты своих интересов акционеры должны нести дополнительные издержки на создание механизмов, способных пресечь оппортунистическое поведение менеджеров (независимые директора, привлечение сторонних консультантов). В случае отсутствия подобных контрольных механизмов акционеры опять же будут иметь серьезные риски потери стоимости принадлежащих им активов либо риски потери прав собственности на имеющиеся у них активы;

– контроль системы финансовой отчетности. Так как финансовая отчетность – один из основных элементов в системе контроля за менеджментом, то акционеры, желая снизить свои риски, должны способствовать созданию дополнительных инструментов по его мониторингу (создание специализированных аудиторских комитетов, независимые аудиторские проверки).

Таким образом, проблемы корпоративного управления основаны на несовершенстве «контрактов» между субъектами, участвующими в корпоративных отношениях (ограниченная рациональность контракта, несовершенство и неполнота информации). Основными субъектам являются акционеры и менеджеры, однако в рамках корпоративных отношений возникают новые субъекты, усложняющие агентские проблемы: кредиторы, государство, прочие стейкхолдеры. Учитывая вышеизложенные конфликты, можно заключить, что корпоративные взаимоотношения представляют собой самостоятельный источник ряда рисков и (или) дополнительных затрат для акционеров компании и потенциальных инвесторов. Эти риски и (или) дополнительные затраты должны быть учтены при оценке стоимости компании. В теории корпоративных финансов общепризнанной нормой считается, что риски, связанные с получением денежных потоков от того или иного финансового актива (в данном случае от акций компании), учитываются либо с помощью корректировки ставки дисконтирования, либо путем корректировки самих денежных потоков, тем самым снижая стоимость компании. Также должны быть учтены дополнительные затраты, которые несут акционеры для минимизации рисков корпоративных взаимоотношений. Таким образом,

низкое качество корпоративного управления, создавая для акционеров и инвесторов новые риски, влияет на:

– свободный денежный поток (корректировка денежного потока с учетом рисков корпоративного управления);

– стоимость капитала компании (корректировка ставки дисконтирования при оценке стоимости компании с учетом рисков корпоративного управления).

Создание эффективной системы корпоративного управления, направленной на выстраивание оптимальной структуры взаимодействия между субъектами, имеющими различные интересы в компании, должно привести к элиминированию или минимизации существующих рисков корпоративных взаимоотношений, тем самым увеличив стоимость компаний. Таким образом, механизм влияния корпоративного управления на стоимость компании вполне укладывается в рамки классической теории финансов и институциональной экономики.

Так как грамотное корпоративное управление минимизирует риски корпоративных взаимоотношений, тем самым увеличивая стоимость компании, то в рамках стоимостного подхода к управлению бизнесом оно должно рассматриваться как фактор роста стоимости компании. Пристальное внимание к традиционным факторам роста стоимости (операционные и финансовые показатели) снижает их предельную отдачу. Учитывая небольшой интерес к корпоративному управлению во многих компаниях, оно может внести весомый вклад в процессе создания ими стоимости.

Стоит отметить, что величина размера премии за эффективное и высококачественное корпоративное управление волнует многие крупнейшие инвестиционные и консалтинговые компании. Так, например, консалтинговая компания McKinsey провела опрос более 200 инвестиционных компаний из 31 страны мира [McKinsey, 2000]. Опрос показал, что около 80% потенциальных будущих инвесторов готовы платить больше за акции тех компаний, которые имеют более эффективную и качественную структуру корпоративного управления, в частности имеют достаточно прозрачную основу в управленческом плане и ведут отчетность в соответствии с мировыми стандартами. Размер премии, которую они готовы платить, сильно колеблется: от 10–15% в Западной Европе до 40% в таких странах, как Россия, Марокко и Египет.

Как уже было сказано ранее, исследования влияния качества корпоративного управления на стоимость компаний можно разделить на две основные группы. Первую из них составляют работы, изучающие влияние одной или нескольких конкретных областей корпоративного управления на стоимость компании. Вторая группа состоит из работ, посвященных влиянию корпоративного управления в целом на стоимость компании.

Так, в одном из первых исследований, посвященных вопросу влияния одной или нескольких определенных областей корпоративного управления на стоимость компании, авторы изучали проблему связи структуры собственности компании, а именно наличия среди менеджмента владельцев компании, и стоимости компании, которая измерялась через коэффициент  $Q$  – Тобина [1]. Коэффициент  $Q$  – Тобина в общем виде представляет собой отношение рыночной стоимости активов компании к их восстановительной стоимости. Авторами были использованы данные по 371 компании США из списка Fortune 500 за 1980 год. В результате ими была обнаружена нелинейная зависимость между двумя этими показателями: при первоначальном росте доли менеджеров в собственности компании стоимость бизнеса росла, однако при дальнейшем росте этой доли наблюдалось снижение стоимости компании. Так, при увеличении доли менеджмента в собственном капитале компании от 0 до 5% коэффициент  $Q$  – Тобина увеличивался на 0,3, а после превышения долей менеджмента в собственном капитале компании порогового значения 5% коэффициент  $Q$  – Тобина начал снижаться. Авторы попытались объяснить данную зависимость тем, что с первоначальным ростом доли менеджеров в собственности компании их интересы совпадают с интересами миноритарных акционеров – соответственно стоимость компании растет, затем по мере увеличения концентрации собственности в руках менеджеров возникает опасность ущемления прав миноритарных акционеров – в результате чего стоимость компании несколько уменьшается. Тем не менее первоначальный эффект увеличения коэффициента  $Q$  – Тобина компании после увеличения доли собственности менеджмента может быть вызван тем фактом, что менеджмент лишь покупает акции компании, имеющей высокий коэффициент  $Q$  – Тобина, так как они имеют перспективы роста (например, менеджер

компания воспользовался предоставленной ему опционной программой). Также авторами была показано, что наличие в составе менеджмента компании ее основателей негативно влияет на коэффициент  $Q$  – Тобина, то есть на стоимость компании. В результате авторы пришли к выводу, что эффективная система корпоративного управления должна сочетать в себе защиту прав инвесторов, а также миноритарных акционеров компании, что позволит компании увеличить свою стоимость. Тем не менее стоит сказать, что Morck R., Schleifer A., Vishny R. не включили в свою модель других характеристик корпоративного управления компанией, что могло исказить влияние структуры собственности компании на ее стоимость. Результаты данной работы были частично подтверждены исследованием [2], авторы которого обнаружили аналогичную нелинейную зависимость. Они исследовали две группы компаний: 1173 фирмы в 1976 году и 1093 фирмы в 1986 году. McConnell и Servaes также оценили значимость для стоимости компании еще одного аспекта структуры собственности: наличие среди собственников институциональных инвесторов. Хотя авторы также обнаружили нелинейную зависимость между наличием среди менеджмента владельцев компании и стоимостью компании, результаты их исследования отличались от результатов работы Morck и Schleifer. Так, до тех пор, пока доля собственности инсайдеров (менеджеров, одновременно являющихся собственниками компании) не достигала 40–50%, наблюдалась положительная статистически значимая взаимосвязь между долей собственников-инсайдеров (менеджеров) и стоимостью компании, после превышения долей собственности собственников-инсайдеров выявленного порогового значения (40–50%) зависимость между ней и стоимостью компании становилась отрицательной. Авторы также показали, что доля институциональных инвесторов (важный аспект структуры собственности для оценки качества корпоративного управления компанией) значимо положительно связана со стоимостью компании. Выявленная авторами зависимость между долей собственников-инсайдеров (менеджеров) и стоимостью компании получила название «перевернутой U-образной кривой» и стала широко использоваться как основа для дискуссий в последующих работах, посвященных анализу влияния структуры собственности как одного из важнейших аспектов

корпоративного управления компанией на ее стоимость [3].

Еще одним важным направлением в группе работ, изучающих взаимосвязь определенных областей корпоративного управления и стоимости компании, стало исследование механизма влияния независимых директоров в правлении компании на ее стоимость. Исходя из теории агентских издержек, данное направление имело большие перспективы, так как независимый директор является важной частью стороннего контроля за менеджментом и может быть эффективным элементом решения проблемы «принципал – агент». Тем не менее в одной из первых работ, посвященных данной тематике [4], была отвергнута гипотеза о связи между долей независимых директоров и стоимостью компании. Авторы использовали данные по 142 фирмам, торгующимся на NYSE. Кроме того, в еще одном исследовании, посвященном данной проблематике [6], автор не обнаружил какой-либо существенной зависимости между наличием независимого директора в совете директоров компании и ее стоимостью. Автор проанализировал компании, входящие в фондовый индекс S&P 500. В исследовании не было найдено статистически значимой взаимосвязи между структурой членов совета директоров и стоимостью компании, однако были обнаружены значимые положительные зависимости между количеством так называемых «внутренних директоров» (то есть являющихся одновременно менеджерами компании) в комитете совета директоров по инвестициям и по бухгалтерскому учету и рыночной стоимостью компании. Автор объясняет данный факт тем, что «внутренние директора» больше осведомлены о текущем состоянии компании, поскольку являются менеджерами, и с учетом данной информации могут принимать на заседаниях соответствующих комитетов совета директоров решения, ориентированные на долгосрочный рост компании. Позднее другие авторы [7], используя данные по публичным компаниям, торгующимся на рынке США, получили аналогичный результат, что позволило оспорить перспективность данного направления в сфере изучения влияния корпоративного управления на стоимость компании. Bhagat и Black взяли данные о 934 крупнейших компаниях США на 1991 год, они использовали аналитические отчеты агентства Institutional Shareholder Services (ISS), которое характеризуют члена совета директоров каж-

дой компании как независимого, инсайдера или аффилированного директора. В результате эмпирической оценки модели авторы отвергли гипотезу о наличии положительной связи между количеством независимых директоров и стоимостью компании. Среди возможных причин, в результате которых данная гипотеза, которая выглядит достаточно убедительно с теоретической точки зрения, отвергается, авторы указывают на то, что зачастую инсайдеры в составе совета директоров оказываются достаточно полезны (несмотря на возможный конфликт интересов), так как они хорошо информированы о текущем состоянии компании, о ее бизнес-процессах и могут сделать значительный вклад при принятии ключевых инвестиционных решений. Авторы подчеркивают, что представляется достаточно неочевидным то, что независимый директор (но не обладающий всей полнотой информации о компании) лучше, чем директор-инсайдер, который может иметь конфликт интересов, но тем не менее хорошо информирован о бизнес-процессах фирмы. Bhagat и Black также говорят о том, что определенная часть директоров являются независимыми лишь номинально, то есть они являются либо консультантами, нанятыми компанией и получающими от нее вознаграждение, либо работниками некоммерческих организаций, которые получают гранты и спонсорскую помощь от тех компаний, которые пригласили работника стать независимым членом совета директоров. То есть данные директора лишь «частично независимы». Авторы не располагали информацией о «частично независимых» членах совета директоров и поэтому не смогли отразить этот важный аспект в своей работе. Наконец, в качестве еще одной возможной причины отсутствия связи между долей независимых директоров и стоимостью компании авторы называют тот факт, что многие независимые директора не имеют опыта в отрасли или в бизнесе вообще, а приглашаются лишь потому, что имеют заслуги в каких-то других областях (преподаватели университетов, научные сотрудники, бывшие работники государственных органов). Именно поэтому они не вносят ощутимого вклада в рост стоимости компании. Тем не менее вопрос о взаимосвязи между долей независимых директоров и стоимостью компании остается дискуссионным, несмотря на его кажущуюся очевидность.

Раскрытие информации и прозрачность – еще один важный аспект корпоративного уп-

равления, связь которого со стоимостью компании также изучалась. Так, в одной из работ [8] было проанализировано влияние размещения неамериканских фирм на фондовых площадках США через ADR. Так как размещение на американских биржах зачастую требует соблюдения более жестких условий к раскрытию информации, чем национальные стандарты, то фирмы, размещающие свои акции на рынках США, оцениваются более высоко. Особенностью данной работы является то, что авторами было показано, что размещение на рынках США улучшает как внутреннюю информационную среду компании (переход к международным стандартам финансовой отчетности, более высокий уровень прозрачности и раскрытия информации), так и внешнюю (большее количество аналитиков делает прогнозы по основным показателям компании, увеличивается точность их прогнозов). Таким образом, уменьшение степени информационной неопределенности относительно компании положительно влияет на ее стоимость. Позднее было получено еще одно подтверждение того, что компании, размещающиеся на биржах развитых стран (в данном случае NYSE), имеют более высокую стоимость, чем компании той же страны, но не разместившие свои акции на NYSE или разместившие их на национальных рынках [9].

В результате можно отметить, что в группе исследований влияния определенных характеристик корпоративного управления на стоимость компании не было установлено каких-то определенных устойчивых зависимостей, подтвержденных несколькими работами на основании данных как с развитых, так и с развивающихся рынков. Это можно объяснить достаточно узкой сосредоточенностью исследований влияния лишь некоего конкретного параметра или механизма, характеризующего корпоративное управление, на стоимость компании, тогда как изменение качества и эффективности одного параметра приводит к неравнозначному изменению качества и эффективности другого механизма корпоративного управления, который зачастую не включается в модель. Кроме того, в исследованиях, где были получены статистически значимые зависимости между стоимостью компании и качеством корпоративного управления, в модели вносились достаточно большое количество лимитирующих предпосылок, ограничений в части выборки данных, также использовались достаточно нестандартные спецификации модели. Все это позволяет говорить об имеющихся проблемах в группе исследований, оценивающих зависимость стоимости компании от определенного аспекта корпоративного управления.

14.06.2011

**Список литературы:**

1. Morck R., Schleifer A., Vishny R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis // *Journal of Financial Economics*, 20 (1988), pp. 293–316.
2. McConnell J., Servaes H. Additional evidence on equity ownership and corporate value // *Journal of Financial Economics*, 27 (1990), pp. 595–612.
3. Himmelberg C., Hubbard G., Palia D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance // *Journal of Financial Economics*, 53 (1999), pp. 353–384.
4. Hermalin B., Weisbach M. Endogeneity chosen boards of directors and their monitoring of the CEO // *American Economic Review*, 88 (1998), pp. 96–118.
5. Hermalin B., Weisbach M. The effects of board composition and direct incentives on firm performance // *Financial Management*, 20, Winter (1991), pp. 101–112.
6. Klein A. Firm performance and committee structure // *Journal of Law and Economics*, 41 (1998), pp. 275–303.
7. Bhagat S., Black B. The non-correlation between board independence and long-term Firm Performance // *Journal of Corporate Law*, 27 (2002), pp. 231–273.
8. Lang Mark H., Lins K., Miller Darius P. ADRs, analysts and accuracy: Does cross listing in the U.S. improve a firm's information environment and increase market value // *Journal of Accounting Research*, 41 (2003), pp. 317–345.
9. Doidge C., Karolyi A., Stulz R. Why are foreign firms listed in the U.S. worth more? // *Journal of Financial Economics* 71 (2004), pp. 205–238.

Сведения об авторе: **Рогачев Кирилл Игоревич**, аспирант кафедры экономики и финансов фирмы Национального исследовательского университета – Высшая школа экономики  
e-mail: krogachev@gmail.com

UDC 336.5

**Rogachev K.I.**

National Research University «Higher School of Economics» (Moscow city), e-mail: krogachev@gmail.com

**THE INFLUENCE OF THE SEPARATE ELEMENTS OF CORPORATE ADMINISTRATION ON THE COST OF COMPANY**

The author examined the results of investigating the influence of the separate elements of corporate administration on the cost of company from the point of view of the institutional economy and corporate finances.

Key words: corporate administration, the cost of company, the asymmetry of information.