

Экономический журнал ВШЭ. 2019. Т. 23. № 1. С. 118–142.
HSE Economic Journal, 2019, vol. 23, no 1, pp. 118–142.

Акционеры и менеджеры: конфликт интересов в российских корпорациях

Шевченко И.В., Пучкина Е.С., Толстов Н.С.

В статье рассматривается проблема несогласованности интересов собственников и наемных менеджеров корпораций, выражающаяся в принятии менеджментом решений, способных ослабить бизнес-модель корпорации и нанести прямой ущерб ее финансовому состоянию. В качестве инструмента предотвращения агентских конфликтов предлагается новая методика оценки качества финансового менеджмента корпорации, в основе которой лежит системный подход к оценке финансово-хозяйственных результатов ее деятельности.

Проведенный анализ западных моделей результативности финансового менеджмента показал, что в условиях экономики России исключительное использование EVA, TSR, SVA, CVA, MVA и других моделей, основывающихся на ограниченном наборе информации, не отражает эффективность финансового управления и оставляет возможность топ-менеджерам манипулировать указанными показателями. В связи с этим предлагается методика, позволяющая распознать слабые места бизнес-модели корпорации, вызванные неэффективным управлением, и минимизировать негативные последствия агентских конфликтов в дальнейшем. Методика подразумевает три этапа проведения оценки. На первом этапе происходит обособленный расчет показателей и достигается отражение всех значимых информационных сред. На втором этапе проводится качественная оценка показателей, позволяющая выявить сильные и слабые стороны корпорации с учетом ее отраслевой принадлежности. На третьем этапе осуществляется согласование результатов второго этапа в итоговые оценки качества финансового менеджмента.

Шевченко Игорь Викторович – д.э.н., профессор, декан экономического факультета, зав. кафедрой мировой экономики и менеджмента Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Кубанский государственный университет». E-mail: decan@econ.kubsu.ru

Пучкина Екатерина Сергеевна – к.э.н., доцент кафедры экономического анализа, статистики и финансов Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Кубанский государственный университет». E-mail: patik_ekaterina@mail.ru

Толстов Николай Сергеевич – аспирант кафедры мировой экономики и менеджмента Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Кубанский государственный университет». E-mail: ntolstov@yahoo.com

Статья поступила: 31.10.2018/Статья принята: 24.01.2019.

Главным отличием предлагаемой методики от распространенных моделей является системный подход к финансово-хозяйственной деятельности компании, позволяющий сформировать оценку, отражающую интересы собственников в полной мере, а использование трех информационных баз делает нецелесообразными попытки манипуляции отдельными показателями, что приводит к повышению эффективности менеджмента в долгосрочной перспективе.

Методика апробирована на примере пяти крупных нефтегазовых компаний России. В рамках практического применения получены результаты, позволяющие рекомендовать ее к использованию как в рамках нефтегазовой отрасли, так и других отраслей, имеющих высокую долю присутствия публичных корпораций.

Ключевые слова: корпоративное управление; VBM; капитализация; оценка качества менеджмента; корпорации; агентские конфликты.

DOI: 10.17323/1813-8691-2019-23-1-118-142

1. Введение

После крупных потрясений конца XX в. для экономики России начало XXI в. охарактеризовано полным изменением устоявшихся в стране экономических отношений и стремительным развитием и внедрением новых для экономики России рыночных механизмов, активное совершенствование которых не окончено.

Естественным этапом становления рыночной экономики в России стало то, что подавляющие объемы капитала в экономике сосредоточены именно в корпоративном секторе, от эффективности работы которого прямо или косвенно стали зависеть практически все сферы деятельности общества. Вместе с тем все большее значение и распространение стали приобретать проблемы, связанные с корпоративным управлением, в частности, связанные с возникновением конфликтов интересов и представлений собственников и топ-менеджмента о целях и стратегии развития компании.

Согласно одному из ключевых принципов современной финансовой теории, конечной целью деятельности любой коммерческой организации, в том числе и корпорации, является максимизация благосостояния ее собственников, т.е. акционеров, «благосостояние» которых напрямую зависит не только от дивидендов, но и от курса акций [Jensen, 2001].

Говоря о благосостоянии акционеров и их интересах в корпорации, необходимо принимать во внимание, что корпоративное управление в России перешло к стоимостным категориям [Александрова и др., 2013], выраженным в концепции управления стоимостью компании (VBM). Это связано с тем, что привычные бухгалтерские критерии оценки зачастую не показывают реальное положение предприятия на рынке, не позволяют оценить ценность компании для собственника, а ретроспективный характер показателей не дает всей необходимой информации для принятия управленческих решений и управления стоимостью компании. В свою очередь, VBM главной задачей ставит максимизацию стоимости компании и предполагает принятие топ-менеджментом лишь тех

решений, которые позволят усилить текущую бизнес-модель и поспособствовать ее развитию в перспективе.

Исходя из этого следует, что для мажоритарных акционеров стоимость компании и перспективы ее деятельности зачастую важнее текущих финансовых результатов, что может не совпадать с интересами топ-менеджеров в таких аспектах как, например, выполнение ключевых показателей эффективности и соответствие показателям бизнес-плана, от которых чаще всего зависит годовое премирование топ-менеджеров [Murphy, Jensen, 2011], которое в крупных российских корпорациях может достигать величины годового оклада, интерес в стабильном повышении заработной платы, использование топ-менеджментом излишне консервативных, низкорискованных стратегий инвестирования с целью минимизации вероятности ошибки и своего увольнения, что может приводить к постепенному ухудшению положения компании на рынке ввиду снижения показателей доходности и рентабельности по сравнению со среднерыночными значениями. Нередки случаи, когда топ-менеджмент имеет личную заинтересованность в отдельных фактах финансово-хозяйственной деятельности и принимает управленческие решения, идущие вразрез с интересами собственников, а иногда даже наносящие прямой ущерб финансовому благополучию компании, что в той или иной степени оказывает негативное воздействие на фундаментальную стоимость компании, ее рыночную капитализацию, а также вызывает ряд других финансовых затрат и упущенных выгод [Jensen, 1976]. Таким образом, в современных корпорациях возникает одна из актуальнейших на сегодняшний день проблем теории корпоративного управления – агентские конфликты между акционерами и топ-менеджерами.

Первое упоминание проблемы агентских взаимоотношений можно встретить в исследовании американских экономистов А. Берли и Ж. Минза «Современная корпорация и частная собственность», посвященном анализу эволюции крупного бизнеса с точки зрения экономики и юриспруденции [Berle, Means, 1932]. Авторы делают вывод о том, что корпоративное право в США 1930-х годов привело к проблеме отделения контроля от собственности, выражающейся в стремлении топ-менеджеров усилить собственный контроль над публичной корпорацией путем дробления акционерного капитала и увеличения числа собственников, что в конечном итоге сводило контроль акционеров к условной формальности и приводило к возникновению пассивного права собственности менеджеров [Berle, 1932]. В то же время проблема агентских взаимоотношений изучалась с позиции договорной теории фирмы, согласно которой негативные последствия агентских конфликтов должны минимизироваться путем детальной регламентации обязанностей топ-менеджмента, фиксирующихся договором [Coase, 1937], однако проблема так и не была решена ввиду чрезмерной трудоемкости составления подобного рода договора и невозможности исключения принципа остаточного контроля. Через 5 лет, в 1942 г. американский экономист П. Друкер, исследуя проблему пассивного права собственности топ-менеджмента корпораций [Drucker, 1965], формулирует актуальнейшую и по сей день проблему и одну из главных целей современного корпоративного менеджмента, выражающуюся в создании таких моделей управления корпорацией, в которых и акционеры, и топ-менеджеры имеют возможность реализовывать свои обязанности и права, соблюдая при этом баланс интересов.

Актуальность проблемы агентских взаимоотношений возросла по мере развития финансового рынка и инвестиционных процессов. Появились развернутые исследова-

ния влияния агентской проблемы на капитализацию бизнеса, представленные в трудах К.Б. Макферсона [Macpherson, 1978], благодаря Р. Ла Порте, А. Шлейферу, Ф. Лопез де Силанесо, Р. Вишни сформировались представления о национальных корпоративных системах и их особенностях [La Porta et al., 1997; 1998], а также были проведены исследования в области защиты интересов миноритарных акционеров [La Porta et al., 2000a; 2000b; Djankov et al., 2008; La Porta et al., 2013]. Получили распространение исследования, сравнивающие развитые национальные системы корпоративного управления с развивающимися, в том числе освещающие корпоративный сектор России [Fox, Heller, 1999], также появились исследования отечественных экономистов, связанные с конкретизацией и анализом агентских взаимоотношений [Авдашева, 2002; Радыгин и др., 2003], издержек [Пирогов, Бобрышев, 2009], конфликтов [Либман, 2005] и их последствий [Ерахтина, 2010].

Однако в научных исследованиях чаще всего рассматривается природа и проявление проблемы агентских взаимоотношений, а также анализируются финансово-экономические модели, получившие распространение в западной финансовой науке. При этом не уделяется должного внимания особенностям национальной модели корпоративного управления России, рекомендациям по минимизации финансовых последствий агентских конфликтов путем усиления мониторинга качества финансового менеджмента и своевременного предотвращения агентских конфликтов в условиях российской модели. Этим обусловлена цель написания данной статьи, заключающаяся в разработке практических рекомендаций по оценке качества финансового менеджмента, повышение которого, на наш взгляд, является необходимым условием для развития корпоративного сектора России, что сможет повысить конкурентоспособность национальной экономики на мировом рынке.

В связи с этим нам предстоит провести анализ распространенных в западной финансовой науке подходов к оценке качества финансового менеджмента, определить наиболее значимые показатели в условиях экономики России, а также на их основе разработать методику оценки эффективности финансового менеджмента, адаптированную к особенностям публичных российских корпораций.

По нашему мнению, одной из действенных мер по разрешению основного корпоративного конфликта интересов может стать изменение системы оценки качества работы финансового менеджмента на основе методики, с помощью которой возможно не только осуществлять мониторинг отдельных экономических показателей компании, но и интегрировать их в единый показатель, позволяющий повысить объективность оценки качества финансового менеджмента. Это позволит повысить уровень контроля над топ-менеджментом компании со стороны собственников, изменить систему стимулирования и определить достижения компании в среднесрочной и долгосрочной перспективе при сложившейся системе корпоративного управления.

2. Проблемы использования распространенных подходов к оценке качества финансового менеджмента

В современной финансовой науке существует множество моделей и показателей эффективности, отражающих качество финансового управления в отдельных сферах деятельности компании. Стоит отметить, что подавляющее большинство данных моделей и показателей разработаны западными учеными-экономистами. Они широко используют

ся на практике в США, странах ЕС и подтвердили свою эффективность в условиях развитой рыночной экономики, в условиях универсальности и высокого уровня сбалансированности систем финансового менеджмента западных корпораций, благодаря чему данные показатели и модели могут считаться самодостаточными при оценке качества финансового менеджмента. В российских корпорациях структура капитала зачастую не является сбалансированной, в результате чего западные модели и показатели смогут охарактеризовать только строго определенный аспект деятельности компании, зависящий от информационной базы расчета, и не могут считаться самодостаточными индикаторами качества финансового управления.

В связи с тем, что в рамках одной статьи произвести анализ всех наиболее распространенных моделей не представляется возможным ввиду обширности материала, разделим наиболее известные показатели на группы и обозначим общую ценность каждой группы для целей оценки качества финансового управления компанией. Так как финансовый менеджмент охватывает крайне широкий спектр задач, затрагивающих операционную, финансовую и инвестиционную деятельность, стоит отметить, что для целей оценки его качества большое значение имеет не только экономический смысл показателей, но и база для их расчета, которую мы и возьмем в качестве критерия для классификации показателей. В зависимости от источника информации все показатели можно разделить на три группы (рис. 1).

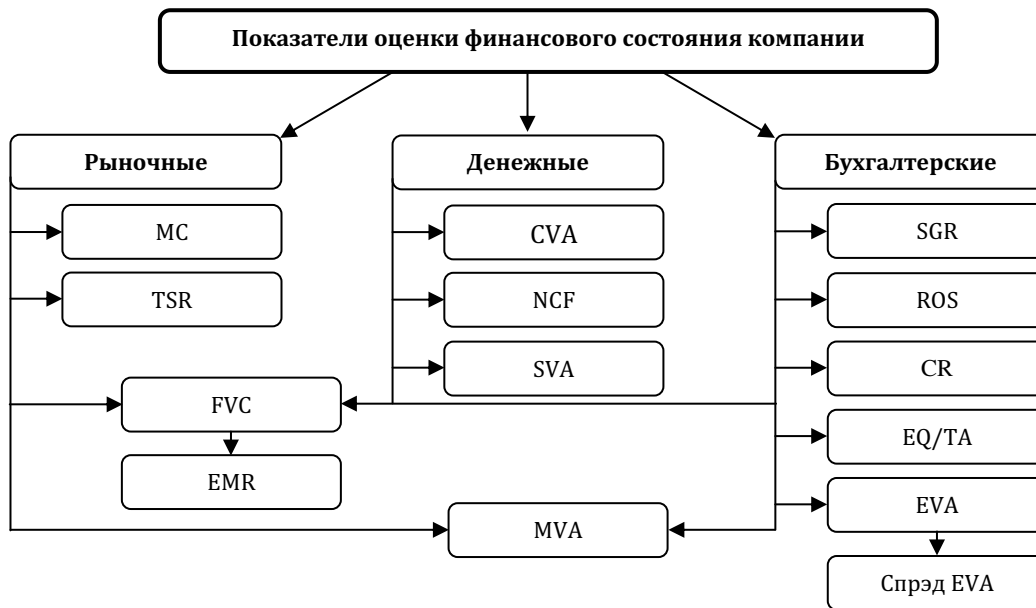


Рис. 1. Классификация показателей финансового состояния компании по критерию базы расчета

Источник: [Волков, 2005], составлено авторами.

В первую группу следует включить показатели, базирующиеся на бухгалтерских оценках. Наиболее распространенными показателями в данной группе являются темпы

роста продаж (SGR, Sales Groth Rate), рентабельность продаж (ROS, Return on Sales), коэффициент текущей ликвидности (CR, Current Ratio), коэффициент финансовой независимости (EQ/TA, Equity to Total Assets), а также показатель экономической добавленной стоимости (EVA, Economic Value Added). Показатели данной группы в первую очередь отображают фактически достигнутые финансовые результаты компании, представленные в официальной общедоступной финансовой отчетности. Не последнее место при анализе данной группы показателей занимает ретроспективный анализ, на основании которого можно сделать общие выводы о качестве финансового управления. Однако данной группе присущи, на наш взгляд, существенные недостатки. Во-первых, эти показатели не оценивают перспективы развития компании и текущие рыночные настроения, что не позволяет дать всестороннюю оценку сложившейся бизнес-модели компании и, тем более, эффективно управлять ее стоимостью. Во-вторых, база расчета, в качестве которой выступает бухгалтерская отчетность, может быть подвергнута прямому влиянию менеджеров компании. Недостаточный уровень достоверности бухгалтерской отчетности и прозрачности деятельности компании существенно снижает инвестиционную привлекательность данного актива, даже при отличных стоимостных и финансовых показателях.

Ко второй группе, на наш взгляд, следует отнести показатели, расчет которых основан на денежных потоках. Наиболее распространенными примерами данной группы являются чистый денежный поток (NCF, Net Cash Flow), денежная добавленная стоимость (CVA, Cash Value Added) и акционерная добавленная стоимость (SVA, Shareholder Value Added). Главным достоинством данной базы расчета, по нашему мнению, является возможность составления наиболее достоверных прогнозов ожидаемых денежных потоков компании на среднесрочный и долгосрочный периоды, что в значительной степени позволяет оценить перспективы деятельности компании. Высокий уровень достоверности прогнозов денежных потоков обусловлен тем, что крупные компании в процессе бизнес-планирования, как правило, уже имеют устоявшийся согласованный портфель заказов, который и ложится в основу составления доходной части бизнес-плана. В свою очередь, затратная часть формируется на основе фактических удельных затрат предыдущего периода с учетом индексации и прочими корректировками. Также, в отличие от бухгалтерской, денежная база позволяет более точно учесть капитальные вложения, например, в части реинвестирования начисленной амортизации [Волков, 2005]. Однако данная группа показателей не принимает во внимание традиционные бухгалтерские критерии, такие как ликвидность и платежеспособность, оказывающие существенное влияние на инвестиционную привлекательность компании и, как следствие, ее стоимость. Неэкономические факторы влияния на стоимость компании данные показатели также оценить не в состоянии.

Третья группа включает в себя показатели, расчет которых основывается на рыночных оценках. Это, в первую очередь, такие показатели, как рыночная капитализация (MC, Market Cap) и общая акционерная рентабельность (TSR, Total Shareholders Return). Данная группа не позволяет оценить напрямую ни финансово-хозяйственное положение предприятия, ни перспективы его развития, однако в значительной степени отражает воздействие на стоимость бизнеса таких неэкономических факторов, как отношение компании к миноритарным акционерам, судебные дела, затрагивающие репутацию компании, и даже уровень корпоративной ответственности, оказывающей косвенное влияние на многие сферы деятельности компании [Emilsson et al., 2012].

Помимо вышеуказанных показателей в современной финансовой науке и практике существуют модели, имеющие смешанную базу для расчета. Например, показатель рыночной добавленной стоимости (MVA, Market Value Added), в случае его расчета как разности между скорректированной балансовой стоимостью акций и рыночной капитализацией компании [Black, 2004], показатель фундаментальной стоимости компании (FVC, Fundamental Value of the Company) и производный от него показатель рыночного признания (EMR, Economic Market Recognition). Указанные модели достаточно эффективны в части оценки рыночной репутации компании, однако совершенно не способны оценить финансовую устойчивость корпорации.

Таким образом, ни один показатель и ни одна база расчета индивидуально не позволяют дать полную оценку качества финансового менеджмента. Каждая база для расчета позволяет определить эффективность финансового управления лишь в узком кругу финансовых задач, при этом особый акцент на какую-либо определенную модель непременно приведет к ухудшению других немаловажных показателей компании. В связи с этим необходимо разработать методику комплексной оценки качества финансового менеджмента, способную не только учитывать все три базы расчета, но и уравнивать показатели с целью минимизации возможности манипулирования финансовыми показателями со стороны менеджмента компании.

3. Отбор показателей для оценки качества финансового менеджмента корпорации

По нашему мнению, в основе инструмента оценки качества финансового менеджмента должна быть не одна модель, а комплекс взаимозависимых показателей, согласовывающихся в итоговый балл при помощи коэффициентов приоритета. С одной стороны, это простимулирует топ-менеджмент повысить эффективность наиболее уязвимых сфер деятельности корпорации, а с другой – сделает неэффективными попытки воздействия на ключевые показатели эффективности ввиду относительно низкого влияния каждого отдельного критерия на итоговую оценку.

Для разработки методики оценки качества финансового менеджмента нами были выбраны пять крупных российских нефтегазовых компаний, а именно ПАО «Газпром нефть», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «Сургутнефтегаз» и ПАО «Татнефть». В связи с тем, что для оценки качества финансового менеджмента требуются данные, наиболее полно и открыто отображающие финансовое положение компании, в качестве основной информационной базы целесообразно использовать финансовую отчетность, составленную в соответствии с МСФО (IFRS), а не РСБУ. Несмотря на то, что в последние годы в России наблюдается постепенное сближение указанных стандартов [Duvanskaya, Sverchkova, 2016], некоторые существенные принципы МСФО, например, приоритет содержания над формой, в РСБУ зачастую не соблюдаются [Generalova et al., 2016].

Первым и наиболее важным показателем, который, по нашему мнению, необходимо учитывать при оценке, является EMR, рассчитанный по формуле

$$(1) \quad EMR = \left(\frac{MC}{FVC} - 1 \right) \cdot 100\% .$$

При этом, особое внимание следует уделить расчету показателя фундаментальной стоимости, который в целях данной статьи следует представлять в виде рыночной капитализации компании на конец оцениваемого периода, скорректированной на величину стоимости чистых активов корпорации и прогнозируемых чистых денежных потоков в соответствии с единым для каждой конкретной отрасли периодом прогнозирования. В качестве инструмента согласования результатов целесообразно использовать весовые коэффициенты, рассчитанные методом анкетирования, разработанным компанией Deloitte Touche Tohmatsu¹.

Рассчитанный таким образом показатель FVC не отрывается от сложившейся рыночной конъюнктуры, но позволяет внести корректировки на величину прогнозируемых доходов и стоимость воссоздания бизнеса. Использование показателя MC в качестве рыночной стоимости бизнеса позволяет определить достаточное количество компаний-аналогов в пределах одной биржевой площадки и получить их рыночную оценку с учетом финансовых и неэкономических факторов, что в соответствии с методом компании D&T обеспечивает показателю MC наибольший приоритет в итоговой величине фундаментальной стоимости. Это, в свою очередь, снижает эффективность попыток искусственного завышения или занижения наиболее субъективного аспекта данного подхода – величины чистого денежного потока в прогнозный период, а учитывая предложенные нами интервалы нормативных значений показателя EMR и его вес в итоговой оценке качества, в большинстве случаев подобное воздействие на величину чистого денежного потока не окажет эффект на итоговую оценку.

С экономической точки зрения ценность EMR заключается в том, что показатель основан на всех трех базах для расчета, включая рыночную, что учитывает при анализе возможность альтернативного вложения средств. Сравнение фундаментальной стоимости с рыночной капитализацией, по нашему мнению, позволяет определить, насколько эффективно менеджмент презентует свою компанию потенциальным инвесторам и рынку в целом.

В табл. 1 представлены результаты расчета фундаментальной стоимости компаний по результатам 2016 г. Расчет был произведен при помощи разработанной нами модели на базе MS Excel с использованием метода чистых активов в качестве затратного подхода, метода дисконтирования денежных потоков в качестве доходного (прогнозирование – метод процента от продаж, расчет ставки дисконта – модели WACC и CAPM), а также рыночной капитализации компаний в качестве рыночной оценки.

Таблица 1.

Расчет показателя рыночного признания, млн руб.

Показатель	Газпром нефть	ЛУКОЙЛ	НОВАТЭК	Сургутнефтегаз	Татнефть
MC	1014638	2933593	2401718	1352723	964965
FVC	2216939	3478535	2279077	3853023	1131460
EMR	-54,2%	-15,7%	5,4%	-64,9%	-14,7%

Источник: рассчитано авторами.

¹ Толстов Н.С. Значение процедуры согласования результатов при оценке стоимости бизнеса // Финансы и кредит. 2016. № 13(685). С. 55–56.

Если фундаментальная стоимость приближена к рыночной капитализации, как это наблюдается в случае ПАО «НОВАТЭК», ПАО «Татнефть» и ПАО «ЛУКОЙЛ», то компания имеет достаточно высокий уровень прозрачности деятельности и финансовый менеджмент эффективно управляет ее стоимостью. В случаях, когда EMR выше нуля – компания переоценена рынком, что при значительных отклонениях в один момент может нанести колоссальный удар по рыночной стоимости фирмы [Jensen, 2005]. Если же компания в значительной степени недооценена рынком, показатель EMR ниже нуля, то это говорит о низкой степени эффективности работы менеджмента с миноритарными акционерами и потенциальными инвесторами, как это можно наблюдать на примере ПАО «Сургутнефтегаз». Очевидно, менеджмент не нацелен на максимизацию ее стоимости и привлечение новых инвесторов, что выражается в недружелюбном отношении ПАО «Сургутнефтегаз» к миноритарным акционерам² и, как следствие, низкой рыночной капитализации компании. При этом стоит отметить, что ПАО «Газпром нефть» и ПАО «Сургутнефтегаз», согласно показателю EMR, имеют значительные резервы для повышения своей рыночной капитализации, что в определенных условиях может вызвать ее стремительный рост.

Таким образом, EMR позволяет дать общее представление о качестве финансового менеджмента компании, но он подвержен влиянию общеэкономических факторов, включая санкции, страновой риск, что будет выражаться в массовой недооценке/переоценке компаний-участников отдельно взятого рынка. Выходом может стать, на наш взгляд, добавление в систему показателя, имеющего рыночную базу расчета и способного проранжировать компании по определенному критерию, способному оказать влияние на инвестиционное решение потенциального инвестора.

По нашему мнению, в качестве критерия сравнения компаний следует взять доходность их финансовых инструментов, в частности, обыкновенных и привилегированных акций. В связи с этим в оценке качества финансового менеджмента необходимо учитывать общую акционерную рентабельность (TSR). Данный показатель является одной из главных составляющих при формировании инвестиционной привлекательности компании и полностью основан на рыночной базе. Расчет TSR представлен в табл. 2.

В целях нивелирования краткосрочных рыночных факторов, оказывающих непродолжительное влияние на котировки акций, использованы недельные котировки, общая акционерная рентабельность рассчитана за 2015–2016 гг. и приведена к среднегодовому значению.

Однако приоритетное использование показателя TSR может вызвать у компании желание воздействовать на результаты оценки путем увеличения объема прибыли, направляемой на дивиденды [Burgman, Clieaf, 2012]. Вызванное тем самым уменьшение капитализируемой прибыли в долгосрочной перспективе может негативно сказаться на бизнес-модели компании и в значительной степени замедлит ее развитие. В связи с этим целесообразно учитывать показатель акционерной добавленной стоимости, способный не только косвенно учесть объем реинвестированной прибыли, но и показать динамику акционерной стоимости компании. Рассчитаем показатель SVA анализируемых компаний. Данные представлены в табл. 3.

² «Сургутнефтегаз» отчитался стандартно // Коммерсантъ. 06.05.2013 (<http://www.kommersant.ru/doc/2183661>).

Таблица 2.

**Расчет показателя TSR обыкновенных (привилегированных) акций
за 2015–2016 гг.**

Показатель	Газпром нефть	ЛУКОЙЛ	НОВАТЭК	Сургут- нефтегаз	Татнефть
Капитализация обыкновенных акций	1014638	2933593	2401718	1105720 (247003)	930301 (34664)
Котировки на 05.01.15 г.	146,60	2461,00	475,10	25,65 (32,01)	234,05 (134,50)
Котировки на 02.01.17 г.	228,35	3365,00	754,90	31,69 (32,55)	423,45 (233,30)
Дивиденды на одну акцию	8,32	331,00	25,60	1,25 (15,13)	21,54 (21,54)
Среднегодовой TSR, %	30,7	25,1	32,1	14,2 (24,5)	45,1 (44,7)
Средневзвешенный TSR, %	30,7	25,1	32,1	16,1	45,1

Источник: рассчитано авторами на основе результатов торгов на ММВБ-РТС.

Таблица 3.

Расчет акционерной добавленной стоимости, млн руб.

Показатель	Газпром нефть	ЛУКОЙЛ	НОВАТЭК	Сургут- нефтегаз	Татнефть
2015 г.					
Операционная прибыль	285175	848972	132864	199004	140516
NCF	52857	70187	-13496	75938	-18065
Стоимость заемного капитала, %	2,57	2,46	1,95	1,37	5,45
САРМ, %	15,54	25,46	22,70	24,67	28,50
WACC, %	9,08	17,27	12,04	21,97	24,43
Остаточная стоимость бизнеса	3139923	4916821	1103208	905813	575083
Дисконтированный NCF	48456	59852	-12045	62260	-14518
Дисконтированная стоимость бизнеса	2878492	4192854	984626	742654	462159
SV ₀	2926948	4252706	972580	804914	447641

Окончание табл. 3.

Показатель	Газпром нефть	ЛУКОЙЛ	НОВАТЭК	Сургут-нефтегаз	Татнефть
2016 г.					
Операционная прибыль	321297	752247	173791	262432	141371
NCF	-70987	58770	28956	5257	53971
Стоимость заемного капитала, %	2,89	2,25	3,78	1,20	1,02
САРМ, %	16,56	34,20	28,67	22,01	34,40
WACC, %	10,64	22,82	20,76	19,48	22,64
Остаточная стоимость бизнеса	3020215	3296808	836979	1347239	624505
Дисконтированный NCF	-64161	47852	23977	4400	44009
Дисконтированная стоимость бизнеса	2729812	2684316	693069	1127592	509229
SV ₁	2665651	2732168	717047	1131992	553238
Итого					
SVA	-261297	-1520538	-255534	327078	105597
SVA, %	-10,3	-30,3	-26,5	8,3	9,6

Источник: рассчитано авторами на основе официальной финансовой отчетности по МСФО и результатов торгов на ММВБ-РТС.

Указанные выше стоимостные показатели позволяют с разных точек зрения взглянуть на положение дел компании, только они не способны качественно оценить внутреннюю среду. В связи с этим при анализе качества финансового менеджмента необходимо учитывать и традиционные бухгалтерские показатели.

Первым и наиболее общим показателем данной группы, способным качественно оценить финансовый менеджмент компании, является динамика объемов продаж. Темпы роста продаж анализируемых компаний представлены в табл. 4.

Таблица 4.

Расчет темпов роста продаж за 2015–2016 гг., млн руб.

Показатель	Газпром нефть	ЛУКОЙЛ	НОВАТЭК	Сургутнефтегаз	Татнефть
Выручка 2015 г.	1467943	5173541	475325	1002605	552712
Выручка 2016 г.	1545608	5043732	537472	1020833	580127
SGR, %	5,3	-2,5	13,1	1,8	5,0

Источник: рассчитано авторами на основе официальной финансовой отчетности по МСФО.

Вместе с динамикой объемов продаж имеет смысл отслеживать рентабельность продаж. Данный показатель позволит оценить финансовую эффективность анализируемой компании в сравнении с другими сопоставимыми предприятиями отрасли, а его динамика покажет, насколько стабильны финансовые результаты. В целях нивелирования влияния стихийных событий на показатель чистой прибыли рентабельность продаж рассчитывается на основе данных за два года. Расчет рентабельности продаж анализируемых компаний представлен в табл. 5.

Таблица 5.

Расчет рентабельности продаж за 2015–2016 гг., млн руб.

Показатель	Газпром нефть	ЛУКОЙЛ	НОВАТЭК	Сургут-нефтегаз	Татнефть
2015 г.					
Чистая прибыль	150405	291135	74119	761573	105772
Выручка	1467943	5173541	475325	1002605	552712
ROS, %	10,2	5,6	15,6	76,0	19,1
2016 г.					
Чистая прибыль	192741	206794	265073	-62100	106130
Выручка	1545608	5043732	537472	1020833	580127
ROS, %	12,5	4,1	49,3	-6,1	18,3
Итого					
Средняя ROS, %	11,4	4,9	32,5	34,9	18,7

Источник: рассчитано авторами на основе официальной финансовой отчетности по МСФО.

Также при анализе необходимо принимать во внимание коэффициенты финансовой устойчивости и ликвидности предприятия. Для этой цели рассчитаем коэффициенты автономии и текущей ликвидности по анализируемым компаниям. Данные представлены в табл. 6.

Таблица 6.

Расчет коэффициентов автономии и текущей ликвидности

Показатель	Газпром нефть	ЛУКОЙЛ	НОВАТЭК	Сургут-нефтегаз	Татнефть
Собственный капитал	1444167	3227664	657720	3445412	708904
Капитал и обязательства	2548811	5014673	963834	3921585	1094597
EQ/ТА, %	56,7	64,4	68,2	87,9	64,8
Оборотные активы	396332	1255641	132760	814939	332496
Текущие обязательства	289452	830686	108791	212399	286363
CR	1,37	1,51	1,22	3,84	1,16

Источник: рассчитано авторами на основе официальной финансовой отчетности по МСФО.

Таким образом, для учета ликвидности, финансовой устойчивости, внутренней эффективности компании, а также рыночных и денежных стоимостных характеристик нам потребовалось семь показателей (табл. 7), на основании которых будет произведена дальнейшая оценка финансового менеджмента компании.

Таблица 7.

**Итоговые значения показателей,
отобранных для формирования комплексной оценки**

Показатель	Газпром нефть	ЛУКОЙЛ	НОВАТЭК	Сургутнефтегаз	Татнефть
EMR, %	-54,2	-15,7	5,4	-64,9	-14,7
TSR, %	30,7	25,1	32,1	16,1	45,1
SVA, %	-10,3	-30,3	-26,5	8,3	9,6
SGR, %	5,3	-2,5	13,1	1,8	5,0
Средняя ROS, %	11,4	4,9	32,5	34,9	18,7
EQ/TA, %	56,7	64,4	68,2	87,9	64,8
CR	1,37	1,51	1,22	3,84	1,16

Для того чтобы оценить качество менеджмента компании, нам потребуется объединить указанные показатели в единую систему и предложить шкалу оценки.

4. Формирование комплексной оценки качества финансового менеджмента

В общем виде процесс оценки качества финансового менеджмента компании можно представить в виде схемы, изображенной на рис. 2. На первом этапе происходит расчет указанных показателей, обоснованных в предыдущем разделе.

На втором этапе после расчета основных показателей необходимо произвести их качественную оценку. Для данной цели нами разработана балльная шкала оценки, присваивающая каждому показателю заранее определенный балл в зависимости от интервала, в который входит каждый отдельный показатель. За основу взята шкала от 1 до 10 баллов. Шкала представлена в табл. 8.

В отличие от показателей ликвидности и финансовой устойчивости, имеющих общепринятые нормативные значения, отраженные во многих трудах российских и зарубежных экономистов, стоимостные показатели и их относительные величины не имеют общепринятых значений, которыми можно было бы руководствоваться при проведении оценки качества финансового менеджмента, что вызывает необходимость разработки новых критериев оценки для данных целей.

В связи с тем, что показатель рыночного признания не имеет отраслевой специфики и, в отличие от остальных показателей, является самодостаточным, по нашему мнению, его целесообразно оценивать исходя из строго определенных значений. В условиях экономической стабильности данный показатель становится целевым ориентиром, эталонные значения которого свидетельствуют об абсолютной открытости компании, про-

зрачности ее деятельности и эффективности финансового менеджмента. Если же несколько компаний имеют крайне низкие либо высокие значения рыночного признания, то это будет означать, что в отрасли или на рынке имеются факторы, требующие особого учета в других показателях.

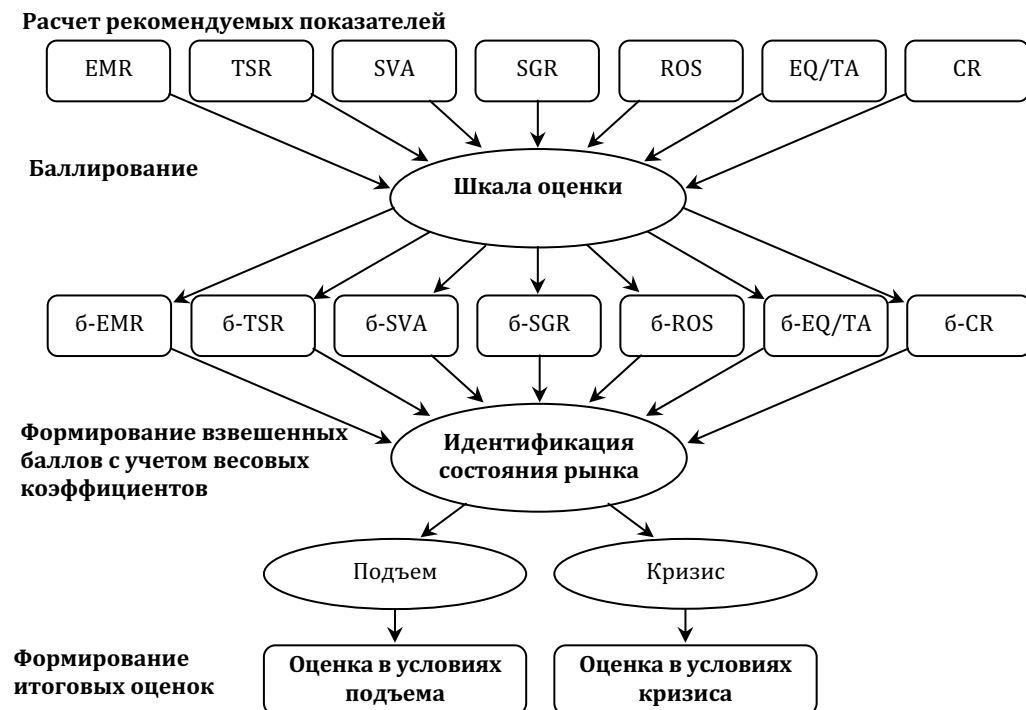


Рис. 2. Схема методики оценки качества финансового менеджмента

Источник: составлено авторами.

В свою очередь, общую акционерную рентабельность, акционерную добавленную стоимость, темпы роста продаж и рентабельность продаж, по нашему мнению, целесообразно сравнивать со среднеотраслевыми или среднерыночными значениями. В связи с тем, что в предлагаемой методике показатели TSR, SVA и SGR призваны снизить влияние общерыночных факторов, но при этом в значительной степени подвержены их влиянию, присвоить эталонные значения данным показателям нельзя. Также эталонное значение не может быть присвоено и показателю ROS, так как он имеет ярко выраженную отраслевую специфику.

Используя указанную шкалу, произведем оценку показателей анализируемых компаний. Данные представлены в табл. 9.

Таблица 8.

Шкала оценки показателей

Показатель	Балл			
	+/- 100%	+/- 40%	+/- 20%	+/- 10%
EMR				
TSR	Отрицательная доходность при положительной среднерыночной	Ниже среднерыночной доходности	Среднерыночная доходность +/- 3% (более 3% при отрицательной TSR)	Выше среднерыночной доходности и больше 0
SVA	Отрицательное значение при положительном среднерыночном	Ниже среднерыночного значения	Среднерыночное значение +/- 3% (более 3% при отрицательной SVA)	Выше среднерыночного значения и больше 0
SGR	Сокращение объемов продаж при положительной динамике рынка	Ниже среднерыночных темпов роста	Среднерыночные темпы роста +/- 3% (более 3% при отрицательной SGR)	Выше среднерыночных темпов роста и больше 0
Средняя ROS	Отрицательная ROS при положительной среднерыночной	Ниже среднерыночной ROS	Среднерыночная ROS +/- 3% (более 3% при отрицательной ROS)	Выше среднерыночной ROS и больше 0
EQ/TA	Ниже 40%	От 40 до 50%	От 50 до 60% или от 70 до 100%	От 60 до 70%
CR	Меньше 1	Больше 1	От 1,3 до 1,5	Более 1,5

Источник: составлено авторами.

Таблица 9.

Присвоение баллов показателям в соответствии со шкалой оценки

Компания	EMR	TSR	SVA	SGR	Средняя ROS	EQ/TA	CR	Итого
Газпром нефть	1	10	7	10	7	7	7	49
ЛУКОЙЛ	7	7	4	1	4	10	10	43
НОВАТЭК	10	10	4	10	10	10	4	58
Сургутнефтегаз	1	4	10	7	10	7	10	49
Татнефть	7	10	10	10	10	10	4	61

На третьем этапе после оценки показателей необходимо преобразовать полученные результаты в итоговую оценку качества финансового менеджмента. При этом стоит учесть, что в зависимости от состояния экономики целевые ориентиры и поведение компаний на рынке могут значительно различаться и итоговая оценка должна корректно

отражать действия компаний как в условиях стабильной экономики, так и в условиях кризиса. В связи с этим для согласования результатов можно использовать несколько наборов весовых коэффициентов, присваиваемых каждому показателю.

Во всех методах определения весовых коэффициентов, будь то экспертный метод, согласование по критериям или метод анализа иерархий, имеется степень субъективности, в результате чего разные пользователи одной и той же информации получают разные значения весовых коэффициентов, что исказит итоговые оценки и не позволит сопоставлять результаты различных компаний, полученные разными пользователями информации. Решением данной проблемы могут стать статические весовые коэффициенты, использование которых уберет фактор субъективности различных пользователей информации при расчете итоговых оценок, что позволит более корректно отслеживать динамику оценок и сопоставлять результаты расчетов, полученные разными пользователями информации. По нашему мнению, для определения итоговых оценок целесообразно использовать коэффициенты, представленные в табл. 10.

Таблица 10.

**Весовые коэффициенты показателей,
используемые при согласовании результатов, %**

Условие	EMR	TSR	SVA	SGR	Средняя ROS	EQ/TA	CR	Итого
Кризис	15,0	5,0	5,0	15,0	15,0	25,0	20,0	100,0
Стабильная экономика	25,0	10,0	10,0	10,0	15,0	15,0	15,0	100,0

Выбор указанных весовых коэффициентов обусловлен тем, что в условиях кризиса корпорации зачастую остро испытывают проблемы с ликвидностью, что в значительной степени сказывается на финансовой устойчивости предприятия в целом. В связи с этим в данных условиях основной вес уделяется именно коэффициентам финансовой устойчивости и ликвидности, несоблюдение нормативов которых непременно приведет к тяжелым финансовым последствиям. Если же рынок стабилен, главным показателем оценки качества менеджмента, по нашему мнению, должен быть показатель рыночного признания. Как говорилось ранее, данный показатель, в отличие от остальных, является самодостаточным. В своей основе он имеет и денежную, и бухгалтерскую, и, главное, рыночную базу, привязанную не к конкретному показателю финансово-хозяйственной деятельности, а учитывающую множество факторов, таких как стоимость компаний-аналогов, общее состояние экономики, финансово-хозяйственные результаты и т.п.

После определения весовых коэффициентов показателей для расчета итоговой оценки присвоим каждому значению показателей соответствующий весовой коэффициент. Сумма получившихся значений и будет итоговой оценкой качества финансового менеджмента компании. Расчет итоговых оценок по анализируемым компаниям представлен в табл. 11.

В результате формируются две оценки, отражающие все основные сферы деятельности компании и позволяющие определить направления деятельности финансового менеджмента, требующие коррекции. Если оценка в условиях кризиса у компании выше, чем в условиях подъема, то необходимо увеличить эффективность использования имею-

щихся ресурсов. Необходимо принимать меры, направленные на прирост чистого денежного потока за счет высокодоходных и более рискованных проектов, производительности труда, оптимизации затрат. В ситуации, если существенно выше оценка в условиях подъема, необходимо уделить внимание уровню финансовой независимости и ликвидности, поскольку в условиях кризиса компания вероятнее всего не будет в состоянии отвечать по своим обязательствам и, как следствие, возможны серьезные репутационные и финансовые потери.

Таблица 11.

Результаты оценки качества финансового менеджмента

Показатель	Газпром нефть		ЛУКОЙЛ		НОВАТЭК		Сургут-нефтегаз		Татнефть	
	кризис	ста- биль- ная эконо- мика	кризис	ста- биль- ная эконо- мика	кризис	ста- биль- ная эконо- мика	кризис	ста- биль- ная эконо- мика	кризис	ста- биль- ная эконо- мика
EMR	0,15	0,25	1,05	1,75	1,50	2,50	0,15	0,25	1,05	1,75
TSR	0,50	1,00	0,35	0,70	0,50	1,00	0,20	0,40	0,50	1,00
SVA	0,35	0,70	0,20	0,40	0,20	0,40	0,50	1,00	0,50	1,00
SGR	1,50	1,00	0,15	0,10	1,50	1,00	1,05	0,70	1,50	1,00
Средняя ROS	1,05	1,05	0,60	0,60	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
EQ/TA	1,75	1,05	2,50	1,50	2,50	1,50	1,75	1,05	2,50	1,50
CR	1,40	1,05	2,00	1,50	0,80	0,60	2,00	1,50	0,80	0,60
Оценка в условиях кризиса	6,7		6,9		8,5		7,2		8,4	
Оценка в условиях подъема	6,1		6,6		8,5		6,4		8,4	

Оптимальной будет ситуация, когда оценка не меняется в условиях кризиса и подъема, в этом случае на основе сравнения элементов оценки с другими компаниями отрасли определяются резервы повышения эффективности деятельности.

5. Оценка эффективности методики и ее ограничения

Несмотря на то, что полученные оценки характеризуют компании в строго определенный момент времени, стоит учитывать, что крупные корпорации имеют низкий уровень мобильности структуры активов, капитала и зачастую не способны за короткое время кардинально поменять свое финансово-хозяйственное устройство. Это в некоторой степени дает нам возможность сопоставить полученные оценки корпораций с доходностью их долевых финансовых инструментов. Для этого мы аналогичным образом оцени-

ли телекоммуникационные компании, корпорации металлургической отрасли, специализирующиеся на производстве стали и титана (табл. 12), а также провели корреляционный анализ между оценками и доходностью курса акций/показателем TSR (табл. 13), графически представленный на рис. 3 и рис. 4.

Таблица 12.
Расчет среднегодовой средневзвешенной доходности акций корпораций за 2017–2018 гг. по результатам торгов обыкновенных (привилегированных) акций

Корпорация	Оценка		Котировки, руб./акция		Дивиденды, руб./акция	Доходность, %		
	кри-зис	ст. экон.	30.12.16 г.	29.12.18 г.		курс	TSR	
Нефть и газ	Газпром нефть	6,7	6,1	214,00	346,90	25,68	27,3	31,9
	ЛУКОЙЛ	6,9	6,6	3449,00	4997,00	410,00	20,4	25,2
	НОВАТЭК	8,5	8,5	791,90	1131,10	31,20	19,5	21,2
	Сургутнефтегаз	7,2	6,4	30,95 (32,07)	26,88 (39,40)	1,25 (1,98)	-3,6	-1,3
	Татнефть	8,4	8,4	427,00 (235,00)	737,90 (520,00)	94,32 (93,02)	32,1	40,4
Телекоммуникации	МГТС	7,3	7,6	818,00 (807,00)	1700,00 (1618,00)	464,00 (464,00)	43,7	62,3
	МегаФон	4,3	5,1	579,60	639,80	56,44	5,1	9,6
	МТС	4,3	5,2	259,00	238,00	52,00	-4,1	5,8
	Ростелеком	4,5	4,9	84,00 (62,80)	73,21 (60,6)	10,44 (10,44)	-6,4	0,2
	Таттелеком	5,5	5,5	0,15	0,17	0,03	7,2	15,6
Металлургия	ВСМПО АВИСМА	8,5	8,2	13880,00	15580,00	3709,13	5,9	17,9
	Мечел	3,7	4,2	181,25 (147,30)	74,03 (100,35)	0,00 (26,94)	-32,1	-29,9
	ММК	7,3	7,5	33,27	43,06	6,42	13,8	22,0
	НЛМК	9,1	8,4	114,98	157,42	32,02	17,0	28,4
	Северсталь	6,0	5,1	942,00	942,90	247,00	0,0	12,4

Как можно заметить по данным табл. 12, две компании отклонились от данных нами оценок за 2016 г. Так, не в полной мере оправдал свою относительную оценку ПАО «НОВАТЭК», чья доходность акций, несмотря на отличные показатели, оказалась ниже трех из пяти оцениваемых компаний. Однако наибольшее несоответствие показал ПАО «Газпром нефть». Основная причина низкой оценки компании заключалась в показателе EMR, в соответствии с которым компания была недооценена рынком более чем на 50% (табл. 1 и табл. 9), в связи с чем блестящие финансовые результаты компании (рекордные валовая выручка, чистая прибыль, дивиденды) за 2017 г. стали драйвером для стремительного роста капитализации.

Таблица 13.

**Корреляционный анализ связей между оценками
и доходностью акций корпораций**

Показатель	Нефть и газ	Телеком- муникации	Металлургия	Итого
<i>Оценки в условиях стабильной экономики</i>				
Корреляция по росту капитализации	0,3859	0,9798	0,8613	0,7004
Корреляция по росту капитализации (за исключением ПАО «Газпром нефть»)	0,7058	0,9798	0,8613	0,7494
Корреляция по TSR	0,3697	0,9958	0,8407	0,6793
Корреляция по TSR (за исключением ПАО «Газпром нефть»)	0,6575	0,9958	0,8407	0,7094
<i>Оценки в условиях кризиса</i>				
Корреляция по росту капитализации	0,2477	0,9484	0,9157	0,6620
Корреляция по росту капитализации (за исключением ПАО «Газпром нефть»)	0,5495	0,9484	0,9157	0,6799
Корреляция по TSR	0,2351	0,9595	0,9186	0,6387
Корреляция по TSR (за исключением ПАО «Газпром нефть»)	0,5060	0,9595	0,9186	0,6463

По результатам корреляционного анализа можно сделать вывод, что в среднем компании, получившие более высокие оценки по результатам 2016 г., в следующие два года обеспечили акционерам большую доходность, нежели компании с более низкими оценками, что подтверждается устойчивой корреляционной связью. Это свидетельствует о том, что предлагаемая нами методика является достаточно эффективным инструментом оценки публичных акционерных обществ.

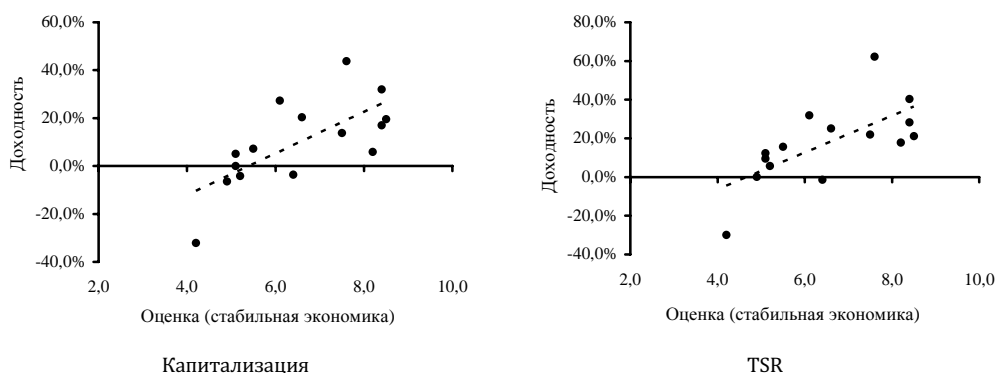


Рис. 3. Корреляционный анализ оценок в условиях стабильной экономики и показателей доходности

Однако стоит отметить факторы, способные повлиять на достоверность полученных при помощи данной методики оценок. Во-первых, оцениваемые компании должны быть публичной формы собственности и их акции должны обращаться на одной биржевой площадке, что не позволило нам провести оценку ПАО «Вымпелком» в отрасли телекоммуникаций. Во-вторых, отчетность оцениваемых компаний должна отвечать единым стандартам финансовой отчетности, при этом выбор стоит делать в пользу МСФО. Между МСФО и РСБУ существует ряд принципиальных отличий (консолидация, балансовая стоимость активов, признание дохода и т.п.), исключающих возможность пользователям финансовой информации корректно сопоставлять результаты. Например, стоимость активов, выручка, чистая прибыль ПАО «Газпром нефть» при сопоставлении отчетов по итогам 2017 г. различаются более чем в полтора раза. В-третьих, история финансово-хозяйственной деятельности компаний, в том числе история биржевых торгов, должна быть не менее трех лет. В противном случае повысится условность большей части показателей, что способно в значительной степени исказить итоговые оценки. Также стоит отметить, что точность относительных оценок компаний может снижаться при сопоставлении результатов представителей разных отраслей экономики, что, главным образом, вызвано различием в отраслевых нормативах ликвидности, рентабельности продаж, темпов роста отрасли, а также макроэкономической спецификой. Однако при соблюдении всех ранее описанных условий методика позволит сопоставить представителей разных отраслей экономики, о чем можно судить по итоговым значениям корреляции по компаниям трех разных отраслей экономики (табл. 13).

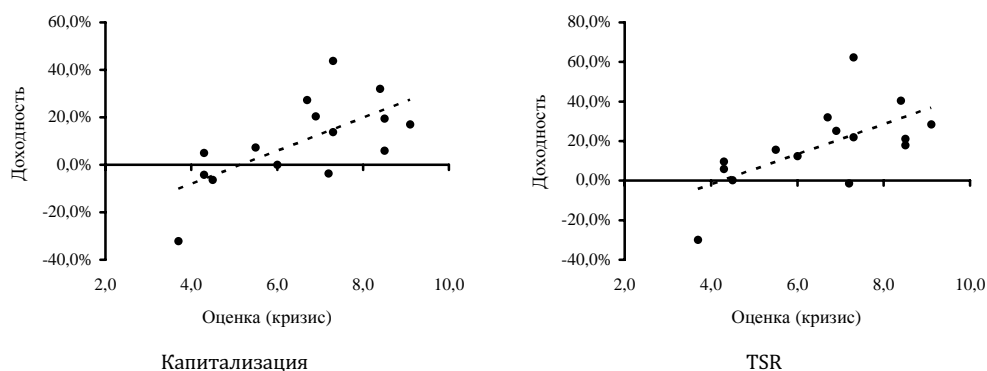


Рис. 4. Корреляционный анализ оценок в условиях кризиса и показателей доходности

Таким образом, анализ показал, что предлагаемая методика не только позволяет оценить уровень финансового менеджмента компании в сравнении с другими компаниями отрасли, но и обозначить основные недостатки текущей бизнес-модели с целью ее дальнейшего развития и усиления, что в долгосрочной перспективе не только улучшит финансово-хозяйственную деятельность компании, но и приведет к увеличению ее стоимости. Также использование данной методики способствует усилению контроля акционеров над финансово-хозяйственной деятельностью предприятия, что позволит распознать и предотвратить возможность возникновения агентских конфликтов, тем самым минимизируя их потенциальные финансовые последствия.

6. Заключение

В настоящей статье мы рассмотрели существующие показатели оценки качества финансового менеджмента, предложили методику комплексной оценки публичных акционерных обществ, продемонстрировали ее работу на примере пяти крупных нефтегазовых компаний и показали ее эффективность на примере представителей трех разных отраслей экономики. Использование предлагаемой методики оценки качества финансового менеджмента, по нашему мнению, позволит усилить контроль над компанией со стороны собственников, поможет выявить слабые стороны финансово-хозяйственной деятельности компании, а также приведет к формированию более объективного критерия как основы стимулирования финансового менеджмента и будет не только способствовать разрешению конфликта акционеров и менеджеров, но и, как следствие, повышать эффективность корпоративного сектора экономики России в целом.

В то же время мы предполагаем, что дальнейшие исследования в данной области могут проводиться по таким направлениям, как уточнение перечня используемых в методике показателей в соответствии с определенной рыночной конъюнктурой, адаптация методики под нужды потенциальных инвесторов, не имеющих инсайдерской информации о деятельности компании, обоснование выбора весовых коэффициентов при согласовании оценок, введение корректировок в показатели, использующие среднеотраслевые или среднерыночные данные, в зависимости от таких факторов, как размер компании, доля рынка, особенности выпускаемой продукции. Также, по нашему мнению, немаловажными представляются вопросы методического обеспечения таких процессов, как расчет фундаментальной стоимости, акционерной добавленной стоимости, а также определение среднерыночных и среднеотраслевых характеристик.

* *

*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Авдашева С.Б.* Анализ роли интегрированных структур на российских товарных рынках / Под ред. С.Б. Авдашевой, А.З. Астаповича, А.Е. Шаститко. Бюро экономического анализа. М.: Теис, 2002.
- Александрова А.В., Горохова А.Е., Секерин С.В.* Эволюция взглядов на корпоративное управление // Известия Московского государственного технического университета МАМИ. 2013. № 4 (18). С. 141–147.
- Волков Д.Л.* Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании // Российский журнал менеджмента. 2005. Т. 3. № 2. С. 3–42.
- Ерахтина О.С.* Корпоративные конфликты и правовые способы их минимизации // Вестник Пермского университета. Юридические науки. 2010. № 3(9). С. 103–113.
- Либман А.В.* Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник СПбГУ. Менеджмент. 2005. № 1. С. 123–140.
- Пирогов Н.К., Бобрышев Н.А.* Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на примере российских и восточноевропейских компаний // Корпоративные финансы. 2009. № 2(10). С. 40–45.

- Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераунс И.В.* Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. М.: ИЭПП, 2003.
- Berle A.A.* For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note // Harvard Law Review. 1932. № 45.
- Berle A.A., Means G.C.* The Modern Corporation and Private Property. New York: The Macmillan Company, 1932.
- Black A.* Questions of Value: Master the Latest Developments in Value-Based Management, Investment and Regulation. Glasgow: Bell and Bain Ltd, 2004.
- Burgman R., Cliaf M.* Total Shareholder Return (TSR) and Management Performance: A Performance Metric Appropriately Used, or Mostly Abused? // Rotman International Journal of Pension Management. 2012. Vol. 5. Iss. 2. P. 26–36.
- Coase R.H.* The Nature of the Firm // *Economica*. 1937. № 4.
- Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.* The Law and Economics of Self-dealing // Journal of Financial Economics. 2008. Vol. 88. № 3. P. 430–465.
- Drucker P.F.* The Future of Industrial Man: A Conservative Approach. New York: New American Library, 1965.
- Duvanskaya N.A., Sverchkova O.F.* Features of Adaptation of International Financial Reporting Standards in the Russian Commercial Organizations // International Journal of Economics and Financial Issues. 2016. Vol. 6(S1). P. 68–73.
- Emilsson L.M., Classon M., Bredmar K.* CSR and the Quest for Profitability – Using Economic Value Added to Trace Profitability // International Journal of Economics and Management Sciences. 2012. Vol. 2. № 3. P. 43–54.
- Fox M.B., Heller M.A.* Lessons from Fiascos in Russian Corporate Governance // New York University Law Review. 1999. (<https://papers.ssrn.com/abstract=203368>).
- Generalova N., Soboleva G., Sokolova N.* Adoption of IFRSs in Russia: 22 Years of Accounting Reforms // Journal of Eastern Europe Research in Business and Economics. 2016. Vol. 2016. P. 1–10.
- Jensen M.* Agency Costs of Overvalued Equity // Financial Management. 2005. Vol. 34. № 1. P. 5–19.
- Jensen M., Meckling W.* Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. № 4. P. 305–360.
- Jensen M.* Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function // Journal of Applied Corporate Finance. 2001. Vol. 14. Iss. 3. P. 8–21.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.* Agency Problems and Dividend Policies Around the World // The Journal of Finance. 2000a. Vol. 55. № 1. P. 1–33.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.* Investor Protection and Corporate Governance // Journal of Financial Economics. 2000b. Vol. 58. № 1–2. P. 3–27.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.* Law and Finance After a Decade of Research // Handbook of the Economics of Finance. 2013. Vol. 2. P. 425–491.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.* Law and Finance // Journal of Political Economy. 1998. Vol. 106. № 6.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.* Legal Determinants of External Finance // Journal of Finance. 1997. Vol. LII. № 3.
- Macpherson C.B.* Property, Mainstream and Critical Positions. Toronto: University of Toronto Press, 1978.
- Murphy K., Jensen M.* CEO Bonus Plans: And How to Fix Them: Harvard Business School NOM Unit Working Paper. 2011. № 12-022.

Shareholders' and Managers' Interests: Collisions in Russian Corporations

Igor' Shevchenko¹, Ekaterina Puchkina², Nikolaj Tolstov³

¹ Federal State-funded Educational Institution
of the Higher Education Kuban State University,
149, Stavropolskaya st., Krasnodar, 350040, Russian Federation.
E-mail: decan@econ.kubsu.ru

² Federal State-funded Educational Institution
of the Higher Education Kuban State University,
149, Stavropolskaya st., Krasnodar, 350040, Russian Federation.
E-mail: patik_ekaterina@mail.ru

³ Federal State-funded Educational Institution
of the Higher Education Kuban State University,
149, Stavropolskaya st., Krasnodar, 350040, Russian Federation.
E-mail: ntolstov@yahoo.com

The article deals with the problem of inconsistency in the interests of owners and hired managers of corporations, manifested in management decisions that can weaken the business model of a corporation and cause direct damage to its financial condition. As a tool to prevent agency conflicts, a new method is proposed for evaluating the quality of the financial management of a corporation, which is based on a systematic approach to evaluating corporation's financial results.

The analysis of Western financial management models showed that in the Russian economy, the separate use of EVA, TSR, SVA, CVA, MVA and other models based on a limited set of information doesn't reflect the effectiveness of financial management and leaves the top managers the ability to manipulate these indicators. So a method is proposed that makes it possible to identify the weaknesses of the corporate business model caused by ineffective management and minimize the negative effects of agency conflicts in the future.

The main difference of the proposed method from common models is a systematic approach to company's financial activities, allowing to form an assessment that reflects the interests of owners in full. Besides the use of three information bases makes it impractical to manipulate separate indicators.

The method was tested on five large oil and gas Russian companies. The results allow us to recommend it for use not only in the oil and gas industry, but also in other industries that have a high share of the presence of public corporations.

Key words: corporate management; VBM; capitalization; management quality evaluation; corporations; agency conflicts.

JEL Classification: G32, G34, M12, O16.

* *
*

References

Avdasheva S.B. (2002) *Analiz roli integrirovannyh struktur na rossijskikh tovarnyh rynkah* [Role of Integrated Structurest on Russian Commodity Markets] (eds. S.B. Avdasheva, A.Z. Astapovich, A.E. Shastitko), Bureau of Economic Analysis, Moscow: TEIS.

Aleksandrova A.V., Gorohova A.E., Sekerin S.V. (2013) Jevoljucija vzgljadov na korporativnoe upravlenie [The Evolution of Views on Corporate Governance]. *Izvestiya MGTU «MAMI»*, 4, 18, pp. 141–147.

Volkov D.L. (2005) Pokazateli rezul'tatov dejatel'nosti: ispol'zovanie v upravlenii stoimost'ju kompanii [Indicators of Activity Results: Application in a Company's Value Management]. *Russian Management Journal*, 3, 2, pp. 3–42.

Erahtina O.S. (2010) Korporativnye konflikty i pravovye sposoby ih minimizatsii [Preventive Measures for Minimization of Corporative Conflicts]. *Perm University Herald. Juridical Sciences*, 3, 9, pp. 103–113.

Libman A.V. (2005) Teoreticheskie aspekty agentskoj problemy v korporatsii [Theoretical Aspects of the Agency Problem in a Corporation]. *Vestnik SPbSU. Management*, 1, pp. 123–140.

Pirogov N.K., Bobryshev N.A. (2009) Vzaimosvyaz' agentskikh izderzhkek i struktury sobstvennosti na primere rossijskikh i vostochnoevropeskikh kompanij [Agency Costs and Ownership Structure: Evidence from Russia and Eastern Europe]. *Journal of Corporate Finance*, 2, 10, pp. 40–45.

Radygin A.D., Ehntov R.M., Mezheraups I.V. (2003) *Osobennosti formirovaniya natsional'noj modeli korporativnogo upravleniya* [Features of Formation of a National Model of Corporate Governance], Moscow: IEPP.

Berle A.A. (1932) For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note. *Harvard Law Review*, 45.

Berle A.A., Means G.C. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company.

Black A. (2004) *Questions of Value: Master the Latest Developments in Value-Based Management, Investment and Regulation*. Glasgow: Bell and Bain Ltd.

Burgman R., Clieaf M. (2012) Total Shareholder Return (TSR) and Management Performance: A Performance Metric Appropriately Used, or Mostly Abused? *Rotman International Journal of Pension Management*, 5, 2, pp. 26–36.

Coase R.H. (1937) The Nature of the Firm. *Economica*, 4.

Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (2008) The Law and Economics of Self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88, 3, pp. 430–465.

Drucker P.F. (1965) *The Future of Industrial Man: A Conservative Approach*. New York: New American Library.

Duvanskaya N.A., Sverchkova O.F. (2016) Features of Adaptation of International Financial Reporting Standards in the Russian Commercial Organizations. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(S1), pp. 68–73.

Emilsson L.M., Classon M., Bredmar K. (2012) CSR and the Quest for Profitability – Using Economic Value Added to Trace Profitability. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 2, 3, pp. 43–54.

- Fox M.B., Heller M.A. (1999) Lessons from Fiascos in Russian Corporate Governance. *New York University Law Review*. Available at: <https://papers.ssrn.com/abstract=203368>.
- Generalova N., Soboleva G., Sokolova N. (2016) Adoption of IFRSs in Russia: 22 Years of Accounting Reforms. *Journal of Eastern Europe Research in Business and Economics*, 2016, pp. 1–10.
- Jensen M. (2005) Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34, 1, pp. 5–19.
- Jensen M., Meckling W. (1976) Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 4, pp. 305–360.
- Jensen M. (2001) Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, 3, pp. 8–21.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (2000a) Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *The Journal of Finance*, 55, 1, pp. 1–33.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (2000b) Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 1–2, pp. 3–27.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer F. (2013) Law and Finance After a Decade of Research. *Handbook of the Economics of Finance*, 2, pp. 425–491.
- La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1998) Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, 6.
- La Porta R., Lopes-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1997) Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, LII, 3.
- Macpherson C.B. (1978) *Property, Mainstream and Critical Positions*. Toronto: University of Toronto Press.
- Murphy K., Jensen M. (2011) *CEO Bonus Plans: And How to Fix Them*. Harvard Business School NOM Unit Working Paper, no 12-022.