

УДК 336.647

**Д. И. Корсунский**

Белорусский государственный технологический университет

**УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА:  
ИСТОРИЯ И СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ ВОПРОСА**

Проанализированы предпосылки и история возникновения понятия «корпоративное управление» начиная с XIX в., а также подходы в зависимости от региона, выделены схожие черты. Определена взаимосвязь корпоративного управления и управления стоимостью компании. Приведены статистические данные о повышении инвестиционной привлекательности компании в зависимости от качества корпоративного управления.

В ходе исследования выделены аспекты работы компании, а также топ-менеджмента, эффективность которых возможно оценить через измерение рыночной стоимости.

Определена взаимосвязь интересов акционеров в максимизации стоимости с работниками предприятия. Выявлено положительное влияние эффективных компаний на рост благосостояния экономики страны.

В ходе анализа современных тенденций в области управления акционерным капиталом выявлены тенденции к поиску баланса интересов акционеров и иных групп заинтересованных, а также ориентир не просто на максимизацию стоимости акций, а на ее устойчивый поступательный рост.

В работе выявлены следующие проблемные вопросы, связанные с современным этапом развития теории управления стоимостью: учет влияния на стоимость компании стоимости заемного капитала, качество информационного взаимодействия компании с рынком, цифровизация экономики и увеличение доли нематериальных активов.

**Ключевые слова:** корпоративное управление, стоимость компании, акционерный капитал.

**D. I. Korsunsky**

Belarusian State Technological University

**MANAGING OF THE EQUITY VALUE:  
HISTORY AND CURRENT STATE OF THE ISSUE**

The author analyzes the background and history of the concept of "corporate governance" since the XIX century, as well as approaches depending on the region, and identifies similar features. The relationship between corporate governance and company value management is determined. Statistical data on the relationship between the company's investment attractiveness and the quality of corporate governance are presented.

The study highlights aspects of the company's functioning, as well as top management, the effectiveness of which can be assessed by measuring the market value.

The relationship of shareholders' interests in maximizing value with the company's employees is determined. The positive impact of effective companies on the growth of the country's economy's well-being is revealed.

The analysis of current trends in the field of equity capital management revealed trends in finding a balance between the interests of shareholders and other interest groups. The reference point is not just to maximize the value of shares, but to ensure its steady progressive growth.

The paper identifies the following problematic issues related to the current stage of development of the cost management theory: accounting for the impact of the cost of borrowed capital on the company's value, the quality of information interaction between the company and the market, digitalization of the economy, and an increase in the share of intangible assets.

**Key words:** corporate governance, value of the company, share capital.

**Введение.** Управление стоимостью представляет собой часть корпоративного управления, возникшего на рубеже XIX–XX вв. Потребность в корпоративном управлении возникла в процессе разделения права собственности и управления этой собственностью [1].

Экономическая история показывает, что на первом этапе крупные капиталисты (например, семьи Рокфеллеров, Морганов и другие) были полновластными хозяевами предприятий и сосредотачивали в своих руках как исполнительные, так и контрольные функции.

На следующем этапе развития управления наемным исполнителям высшего звена доверили право принятия решений не только по текущим, но и по стратегическим вопросам. Таким образом возник конфликт интересов менеджеров и акционеров, поскольку первым были нужны статус, зарплата и бонусы, а вторым – рост капитализации. Уже на этом этапе у собственников возникла необходимость в контроле эффективности корпоративного управления. С течением времени набор показателей эффективности расширялся, включая в себя как качественные, так и количественные показатели. По мнению ряда специалистов, одной из наиболее информативных сегодня является рыночная стоимость компании [2]. Статистика показывает, что за акции компаний США и Великобритании с эффективным корпоративным управлением инвесторы готовы были платить на 18% больше, чем за акции компаний с менее эффективной системой управления, в Италии этот показатель составлял 22%, в Индонезии – 27% [3].

Вместе с тем, согласно исследованию компании McKinsey, только треть компаний, публично объявивших о переходе на концепцию управления по стоимости, на протяжении ряда лет имели доходность акций, превышающих более чем на 5% средний показатель доходности по отрасли. По мнению специалистов, такие показатели связаны с тем, что компании рассматривали подобный проект не как долгосрочный процесс по преобразованию, а как разовую акцию [4].

Приведенная статистика подтверждает актуальность наличия у компании в рамках корпоративного управления работающей стратегии управления стоимостью.

Управление стоимостью – это прикладная область знаний на стыке стратегического и финансового менеджмента, представляющая собой процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации общих усилий на ключевых факторах стоимости.

Целью данной статьи является изучение эволюции данной области знаний на протяжении последнего столетия, начиная от представителей англосаксонской финансовой системы, провозгласивших верховенство интересов акционеров, и заканчивая современными подходами, основанными на балансе интересов различных групп при управлении стоимостью компании.

**Основная часть.** Управление стоимостью компании как обособленная деятельность получила серьезное развитие только в конце XX в. Считается, что основоположниками теории

управления стоимостью являются представители англосаксонской финансовой системы. Так, в США и Великобритании из-за сложившихся идеологических и правовых традиций акционеры – это собственники, которые назначают совет директоров для представления собственных интересов в процессе функционирования компании, главной задачей которого является максимизация стоимости (капитализации).

В континентальной Европе гораздо большим авторитетом пользуется более широкое толкование целей хозяйственных организаций, воплощенное в иных принципах корпоративного управления. Например, по голландским законам совету директоров вменяется в обязанности обеспечивать непрерывное функционирование компании, а вовсе не представление интересов акционеров по максимизации стоимости компании (ее капитализации). Сходные подходы присутствуют в основе корпоративного управления в Германии и Скандинавских странах, где целью является баланс интересов.

Также в последнее время выделяется азиатская система управления. В отличие от немецкой модели баланс интересов в ней достигается иерархическим способом – принесение в жертву интересов «младших» в обмен на патернализм «старших».

Корпоративное управление в России стало актуальным с середины 1990-х гг., после завершения ваучерной приватизации, а начало экономического подъема после кризиса 1998 г. содействовало новому переделу собственности и способствовало формированию интереса к западной модели корпоративного управления, регулирующего вопросы взаимодействия акционеров и топ-менеджмента.

В ряде публикаций указывалось, что в России на определенном этапе сформировалась негативная «инсайдерская модель корпоративного управления», предусматривающая реализацию интересов доминирующих акционеров и менеджмента в ущерб инвесторам [5].

Однако сегодня, по мнению автора, с учетом данных Банка России [6], корпоративное управление в Российской Федерации рассматривается как инструмент эффективного контроля за деятельностью компании со стороны акционеров и других заинтересованных сторон на основе формирования системы их взаимоотношений, обеспечивающей сохранность и эффективное использование предоставленных акционерами средств, а также управление рисками с целью недопущения снижения инвестиционной привлекательности компании и стоимости ее акций.

Каждая из представленных систем корпоративного управления подразумевает управление

определенными (отличными друг от друга) ключевыми факторами, влияющими на стоимость компании таким образом, чтобы учесть интересы определенных групп заинтересованных. Вместе с тем сравнивая разные системы взглядов на управление стоимостью, представители компании МакКинси отмечают, что, несмотря на кажущиеся отличия, у различных систем есть несколько главных схожих черт: во-первых, в большинстве экономически развитых стран акционеры в любом случае определяют круг основных задач для топ-менеджеров; во-вторых, экономика, ориентированная на акционеров, как показывают их наблюдения, работает лучше, чем иные экономические системы, при этом интересы остальных групп в долгосрочной перспективе не ущемлены [7].

Началом качественно нового этапа теории и практики управления стоимостью стали следующие события:

- неспособность многих менеджерских команд справиться с переменами в отрасли породила в США и Западной Европе с 1980-х гг. беспрецедентный спрос на такую сферу оказания услуг, как корпоративное управление;

- появление теории агентских отношений, предложенной М. Йенсеном (M. Jensen) и У. Меклингом (W. Meckling) (1976 г.), которые в своей статье призывали изменить систему вознаграждения менеджеров для сближения их интересов с интересами акционеров [8]. Результатом практического внедрения этой мысли стало использование форм вознаграждения, основанных на предоставлении высшим менеджерам опционов на покупку акций компании или привязка вознаграждения к цене акций;

- активное развитие фондовых рынков и возможность получения дохода, не связанного с основной деятельностью, в том числе от владения акциями.

Многолетняя практика ведущих консалтинговых компаний показала, что система управления, ориентированная на стоимость, позволяет комплексно оценивать различные аспекты работы компании, а именно:

- альтернативные стратегии группы компаний или отдельного предприятия, программ в рамках какой-либо стратегии, включающей освоение новых рынков, продуктов, капиталовложений и пр.;

- масштабные операции, связанные со слиянием или поглощением, выделением структурных единиц, выкупом акций и т. п.;

- целевые нормативы эффективности компании, ее подразделений, отдельных специалистов. А также, в какой мере предприятие при его нынешней результативности и организационной структуре способно наращивать стоимость или

создавать ее вообще и какие факторы оказывают наибольшее воздействие на стоимость и способствуя ее увеличению;

- уровень информационного обмена с рынком и его участниками о ценности своих планов и стратегий.

Большую роль играет взаимосвязь интересов акционеров в максимизации стоимости с отдельными группами заинтересованных.

Зачастую интересы акционеров связаны с различными программами оптимизации, что может привести к сокращению расходов на оплату труда персонала, а также к увольнениям.

Вместе с тем развитие фондового рынка, приватизация государственных активов и приход в состав акционеров стратегических (профильных) инвесторов создает интерес к акциям не только со стороны менеджеров компании, но со стороны домохозяйств (физических лиц), средства которых привлекаются паевыми инвестиционными и пенсионными фондами.

Например, домохозяйства США, Франции, Великобритании, Японии, Германии, Нидерландов, Италии, по данным Investment Company Institute, к 1996 г. опосредованно через пенсионные фонды владели портфелем акций почти на 3,7 трлн долл. США (к слову, более 80% в этом портфеле занимали США и Великобритания). По данным New York Stock Exchange «Shareownership», доля граждан США, владеющих акциями, выросла с 1975 по 1995 г. с 12% до 26% [9].

Таким образом, утверждение о противостоятности труда и капитала уже теряет свою остроту, так как акционером (капиталистом) может стать любой гражданин. И чем больше людей переходят в разряд акционеров, тем большее признание получает для них стоимость акций, ее максимизация.

Также важным является влияние стоимости акционерного капитала на макросреду.

Большинство экономистов сходятся во мнении, что показателем странового благополучия является валовый внутренний продукт на душу населения (ВВП). По данным исследований McKinsey Global Institute (Исследовательский центр компании McKinsey), основное отличие в 1950–1998 гг. величины ВВП на душу населения между США и такими высокоразвитыми странами, как Германия, Франция, Япония, вызвано более высокой продуктивностью факторов производства, особенно капитала (к слову, отличия по ВВП составляли в названном периоде в среднем 20%, по данным исследователей, далее разрыв стал еще более увеличиваться). Это значит, что свободные средства в США тратились на экономически более выгодные проекты, которые создавали большую стоимость. Конечно, реструктуризация как необходимость увеличения

стоимости лишила многих людей рабочих мест, вместе с тем новая экономика позволила создать новые рабочие места [10]. По мнению Адама Смита, высокопроизводительные, новаторские компании способны привлекать наилучших работников, которые в новых условиях оказываются еще более производительными и способными постоянно увеличивать доход компании [11]. Такие компании в условиях глобализации капитала и мобильности кадров просто не могут себе позволить создавать неблагоприятные условия для сотрудников – это неминуемо приведет их к краху. Таким образом, компании, создающие большую стоимость, создают больше рабочих мест и являются локомотивами национальной экономики.

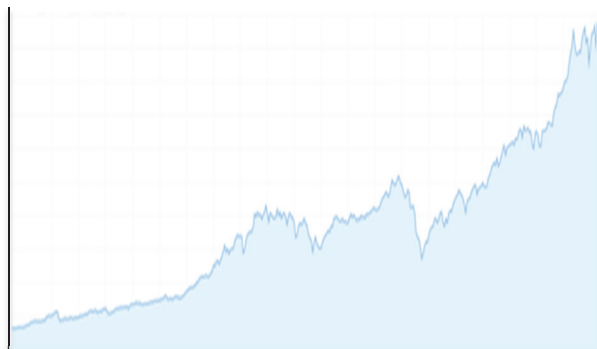
Мировой финансовый кризис, который привел к тому, что даже в странах с признанной рыночной экономикой государство вынуждено было вмешиваться в работу корпораций и банков, то и дело выкупая проблемные долги или предоставляя гарантии под их рефинансирование, активное финансирование сделок слияния и поглощения со стороны финансовых институтов, актуализация вопросов социальной справедливости и экологические проблемы, рост стоимости высокотехнологичных корпораций, многие из которых годами не выплачивают своим акционерам дивиденды, и многие иные факторы стали предпосылками к трансформации подходов не только к корпоративному управлению, но и управлению стоимостью.

Эволюция идей управления стоимостью акционерного капитала пришла к тому, что главным целевым фактором для акционеров становится не максимизация стоимости, а ее поступательный устойчивый рост.

В свою очередь, так как рост стоимости не может быть постоянным в силу экономических циклов, на краткосрочном отрезке времени может наблюдаться снижение стоимости, поэтому главной задачей менеджмента является рост в средне- и долгосрочной перспективе. Подтверждением тому может являться американский фондовый индекс Доу-Джонса, средний показатель курсов акций крупнейших компаний США. Так, можно отметить, что рыночная стоимость акций имеет тенденцию к росту в долгосрочной перспективе несмотря на кризисы 30-х, 70-х, 2000-х годов (рисунок).

Как уже отмечалось, в основе управления рыночной стоимостью лежит управление ключевыми показателями, выражающими интересы не только собственников предприятия, но и иных заинтересованных групп. Поэтому сегодня актуальным является вопрос разработки и применения инструментария, позволяющего согласовывать разнородные требования заинтересованных,

учитывать как финансовые, так и макроэкономические, социальные и экологические аспекты и разрабатывать мероприятия по улучшению баланса интересов (показателей), приводящих к увеличению стоимости компании.



Индекс Доу-Джонса за 1985–2020 гг. [12]

Активное участие финансовых структур в работе компании (например, финансирование деятельности, сделок по приобретению и т. п.) привело к тому, что на ее стоимость сегодня все больше оказывает влияние заемный капитал. Выделение нескольких составляющих в стоимости компании (заемный капитал и акционерный капитал), их совместное (синергетическое) влияние на общую стоимость требует и различных подходов к управлению ими.

Как уже отмечалось, качество информационного взаимодействия компании и рынка способна создавать стоимость сама по себе. Но здесь нужно иметь в виду следующее. Во-первых, данный фактор в условиях становления цифровой экономики приобретает особое значение, так как манипулирование информацией со стороны заинтересованных групп может как создавать стоимость, так и разрушать ее. Речь идет о намеренной манипуляции отчетностью для повышения инвестиционной привлекательности (в СМИ время от времени появляется информация, как американские и европейские корпорации, манипулируя финотчетностью, долгое время вводили в заблуждение рынок). Во-вторых, анализ больших массивов данных традиционными методами (как правило, сравнение статических показателей) может давать противоречивые результаты, поэтому главной характеристикой целевых параметров сегодня является их динамическая сопоставимость.

Цифровизация общества также вносит свои коррективы в подходы к управлению стоимостью по следующим причинам:

- повышение доли нематериальных активов в балансе компании, в том числе цифровых активов (некоторую электронную запись, в отношении которой лицо имеет право или заинтересованность);

– появление среди прочих издержек компании издержек на цифровизацию;

– определение экономической добавленной стоимости с учетом корректировки на инвестиции, отдача от которых распределена во времени;

– необходимость учета киберрисков при определении ставки дисконтирования в расчетах дисконтированных денежных потоков в части повышения планируемой доходности собственного капитала;

– необходимость оценки вклада не только акционеров, банков, но и владельцев цифровых токенов в финансовый капитал корпорации.

**Заключение.** Как показал анализ, управление стоимостью (или управление по стоимости) возникло в конце XIX в. и определенное время

развивалось в рамках практики корпоративного управления с учетом страновых особенностей. С конца 80-х гг. прошлого столетия управление стоимостью оформилось как отдельная сфера анализа эффективности работы менеджмента.

Эволюция идей управления компанией на основе показателя стоимости прошла путь от учета интересов акционеров по ее максимизации к пониманию необходимости учета интересов всех заинтересованных и сбалансированному росту стоимости в рамках устойчивого развития компании.

Особо следует подчеркнуть, что новейший этап развития сферы управления стоимостью компании, безусловно, связан с проблемами адаптации подходов теории управления стоимостью к особенностям цифровой экономики.

### Список литературы

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. 576 с.
2. Цена корпоративного управления / П. Кумз [и др.] // Вестник McKinsey. Теория и практика управления. 2003. № 1. С. 81–89.
3. Федоров А. Корпоративное управление на предприятии: примеры эффективного внедрения // Интернет-портал для руководителей «Генеральный директор». 2014. 14 июля. URL: <https://www.gd.ru/articles/3292-red-korporativnoe-upravlenie-na-predpriyatii?ustp=W%D0%9E%D1%80%D0%B8%D0%B3%D0%BD%D0%B0%D0%BB%20%D1%81%D1%82%D0%B0%D1%82%D1%8C%D0%B8:%20https://www.kp.ru/guide/upravlenie-kompaniei.html> (дата обращения: 10.02.2020).
4. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Управление стоимостью компании // Вестник McKinsey. Теория и практика управления. 2002. № 1. С. 82–111.
5. Клепач А., Кузнецов П., Крючкова П. Корпоративное управление в России в 1995–96 гг. (от предприятия советского типа к фирме, контролируемой менеджерами) // Вопросы экономики. 1996. № 12. С. 73–87.
6. О Кодексе корпоративного управления: Письмо Банка России от 10.04.2014 г. № 06-52/2463. URL: ГАРАНТ.РУ (дата обращения: 10.02.2020).
7. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление. С. 12.
8. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. October. P. 305–360.
9. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление. С. 17–18.
10. Там же. С. 20–23.
11. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. М.: Эксмо. 2016. 1056 с.
12. Индекс Доу-Джонса за период 1985–2020 гг. URL: <https://www.investing.com/indices/us-30> (дата обращения: 10.02.2020).

### References

1. Kouplend T., Koller T., Murrin Dzh. *Stoimost' kompanii: otsenka i upravleniye* [Company value: valuation and management]. Moscow, ZAO «Olimp-Biznes» Publ., 2005. 576 p.
2. Kumz P., Uotson M., Kampos K., N'yuell R., Uilson G. Corporate Governance Price. *Vestnik McKinsey. Teoriya i praktika upravleniya* [McKinsey Bulletin, Management Theory and Practice], 2003, no. 1, pp. 81–89.
3. Fedorov A. Corporate governance in the enterprise: examples of effective implementation. *Internet-portal dlya rukovoditeley "General'nyy director"*. 2014. 14 iyulya. Available at: <https://www.gd.ru/articles/3292-red-korporativnoe-upravlenie-na-predpyatii?ustp=W%D0%9E%D1%80%D0%B8%D0%B3%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BB%20%D1%81%D1%82%D0%B0%D1%82%D1%8C%D0%B8:%20https://www.kp.ru/guide/upravlenie-kompaniei.html> (accessed 10.02.2020).
4. Kouplend T., Koller T., Murrin Dzh. Company value management. *Teoriya i praktika upravleniya. Vestnik McKinsey* [McKinsey Newsletter. Management theory and practice], 2002, no. 1, pp. 82–111 (In Russian).
5. Klepach A., Kuznetsov P., Kryuchkova P. Corporate governance in Russia in 1995–96 (from a Soviet-style enterprise to a company controlled by managers). *Voprosy ekonomiki* [Economic issues], 1996, no. 12, pp. 73–87 (In Russian).

6. *O Kodekse korporativnogo upravleniya: Pis'mo Banka Rossii ot 10.04.2014g. № 06-52/2463* [On the Corporate Governance Code: Letter of the Bank of Russia dated April 10, 2014 No. 06-52 / 2463]. Available at: GARANT.RU (accessed 10.02.2020).

7. Kouplend T., Koller T., Murrin Dzh. *Stoimost' kompanii: otsenka i upravleniye* [Company value: valuation and management], p. 12.

8. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, October, pp. 305–360.

9. Kouplend T., Koller T., Murrin Dzh. *Stoimost' kompanii: otsenka i upravlenie* [Company value: valuation and management], pp. 17–18.

10. Ibid, pp. 20–23.

11. Smit A. *Issledovaniye o prirode i prichinakh bogatstva narodov* [Research on the nature and causes of the wealth of nations]. Moscow, Eksmo Publ., 2016. 1056 p.

12. *Indeks Dou-Dzhonsa za period 1985–2020 gg* [Dow Jones Index 1985–2020]. Available at: <https://www.investing.com/indices/us-30> (accessed 10.02.2020).

#### **Информация об авторе**

**Корсунский Дмитрий Игоревич** – аспирант кафедры организации производства и экономики недвижимости. Белорусский государственный технологический университет (220006, г. Минск, ул. Свердлова 13а, Республика Беларусь); заместитель генерального директора РУП «Институт недвижимости и оценки» (220030, г. Минск, ул. Комсомольская, д. 11, Республика Беларусь). E-mail: korsunsky@tut.by

#### **Information about the author**

**Korsunsky Dmitry Igorevich** – PhD student, the Department of Organization of Production and Economy of Real Estate. Belarusian State Technological University (13a, Sverdlova str., 220006, Minsk, Republic of Belarus); deputy general director RUE «Institute of Real Estate and Valuation» (11, Komso-molskaya str., 220030, Minsk, Republic of Belarus). E-mail: korsunsky@tut.by

*Поступила 18.02.2020*