

Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования
Санкт-Петербургский государственный университет
Институт «Высшая школа менеджмента»

**Агентские конфликты и результативность деятельности
компаний: анализ взаимосвязи**

Выпускная квалификационная работа
студентки 4 курса бакалаврской программы,
профиль – Финансовый менеджмент
ГОРМИНОЙ Людмилы Андреевны

Научный руководитель
к.ф.-м.н., доцент кафедры финансов и учета
БЕРЕЗИНЕЦ Ирина Владимировна

«СООТВЕТСТВУЕТ ТРЕБОВАНИЯМ»

« ____ » _____ 2017 г.

Санкт-Петербург

2017

Заявление о самостоятельном выполнении выпускной квалификационной работы

Я, Гормина Людмила Андреевна, студентка 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Агентские конфликты и результативность деятельности компаний: анализ взаимосвязи», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

_____ (Подпись студента)

_____ (Дата)

ОГЛАВЛЕНИЕ

Оглавление.....	3
Введение.....	5
Глава 1. Агентские конфликты в теории агентских отношений.....	9
1.1. Агентские отношения	9
1.2. Проблема «принципал-агент»	10
1.3. Проблема «принципал-принципал»	13
1.4. Особенности системы корпоративного управления в России.....	20
1.5. Способы разрешения конфликтов акционеров	31
1.6. Кейс: Корпоративный конфликт в ГК «Норильский никель»	34
1.7. Выводы к главе.....	44
Глава 2. Финансовая результативность компаний	46
2.1. Результативность и эффективность.....	46
2.2. Бухгалтерские показатели результативности	47
2.3. Рыночные показатели результативности	54
2.4. Корпоративные конфликты и финансовая результативность компаний	61
2.5. Выводы к главе.....	67
Глава 3. Эмпирическое исследование.....	69
3.1. Методология исследования	69

3.2. Построение индекса интенсивности корпоративного конфликта.....	72
3.3. Формирование выборки и описательная статистика	76
3.4. Результаты эконометрического исследования.....	81
3.5. Анализ результатов и выводы по работе	84
Заключение	86
Список Литературы	88
Приложение 1. Результаты регрессионного анализа	100

ВВЕДЕНИЕ

Несмотря на то, что одной из основных проблем корпоративного управления в России является проблема взаимоотношений сильных мажоритариев-инсайдеров и слабых миноритариев-аутсайдеров, конфликтам акционеров посвящено мало исследований. Еще меньшее количество работ направлено на изучение взаимосвязи между конфликтами и результативностью деятельности компаний, хотя очевидно что такое событие, как конфликт акционеров не может пройти для компании бесследно, поскольку именно собрание акционеров является высшим органом управления общества. Однако на данный момент не до конца ясно, существует ли взаимосвязь между корпоративными конфликтами и результативностью деятельности компании, а если существует, то каково её направление. С одной стороны, конфликт на интуитивном уровне воспринимается как нечто негативное, а поэтому логичным было бы предположить, что рынок воспринимает новость о конфликте отрицательно. Но с другой стороны, как говорил [И.Адизес, 2006] «Если супруги всегда друг с другом соглашаются и никогда не спорят, они либо лгут, либо умерли. Конфликт необходим для хорошего менеджмента! Главная задача – сделать его конструктивным». Поэтому вполне вероятной является и позитивная реакция рынка, поскольку конфликт – это своего рода оздоровление компании, разрешение имеющихся в ней проблем и совершенствование практик корпоративного управления. Если говорить о взаимосвязи конфликтов «принципал-принципал» и операционной результативности, также возможно рассуждать в двух направлениях. С одной стороны, во время конфликта может повышаться уровень мониторинга со стороны конфликтующих акционеров, и поэтому у менеджмента остается меньше возможностей для принятия решений, выгодных лично им самим или только одной группе акционеров, а не компании в целом, и поэтому можно ожидать повышения операционной результативности компании. Но с другой стороны, конфликт между акционерами замедляет процесс принятия самых важных решений в компании, например, избрания членов совета директоров, который ответственен за стратегию компании, или согласования некоторых сделок, в совершении которых имеется заинтересованность. А замедление процесса принятия решений может приводить к издержкам упущенных возможностей, из-за которых операционная

результативность может снижаться. Таким образом, взаимосвязь между конфликтом «принципал-принципал» и различными показателями результативности может быть как положительной, так и отрицательной. Именно поэтому данная работа посвящена исследованию направления взаимосвязи между наличием конфликта акционеров и результативностью деятельности компании. Основным вопросом данного исследования можно сформулировать так: «Имеет ли место взаимосвязь между корпоративным конфликтом и результативностью деятельности компаний, и если имеет, то каково направление этой взаимосвязи?».

Формат данной работы – эмпирическое исследование. Целью данного исследования является получение ответа на поставленный выше исследовательский вопрос, то есть выявление взаимосвязи между корпоративными конфликтами и финансовой результативностью российских публичных компаний. Для достижения сформулированной цели был поставлен и решен ряд задач:

- 1) Провести анализ литературы на тему корпоративных конфликтов между акционерами, выявить, каковы их причины и последствия, а также выделить специфические черты корпоративных конфликтов в России и их связь с качеством корпоративного управления
- 2) Проанализировать подходы к определению понятия «результативность» и измерению финансовой результативности компаний, обосновать выбор используемого для проводимого эмпирического исследования показателя
- 3) Представить обзор существующих исследований на тему взаимосвязи корпоративных конфликтов и результативности компаний, сформулировать гипотезу данного исследования, основываясь на проведенном анализе
- 4) Собрать данные и провести эмпирическое исследование, целью которого является установление взаимосвязи между корпоративными конфликтами и результативностью деятельности компаний
- 5) Описать и дать интерпретацию полученным результатам, сделать выводы и рекомендации

Объект исследования – российские публичные компании, в которых наблюдался конфликт между акционерами в период 2000-2016 гг., предмет – взаимосвязь между корпоративными конфликтами и финансовой результативностью компаний. Структура работы выстроена в соответствии с поставленными задачами: работа включает в себя введение, три основные главы, заключение, список литературы и приложения.

В первой главе содержится определение понятия «проблема принципал-принципал», анализ различия с проблемой «принципал-агент», проводится разделение понятий «проблема принципал-принципал» и «конфликт принципал-принципал» с акцентом на такую характеристику корпоративного конфликта как открытость, описываются общие факторы, которые стимулируют развитие конфликта акционеров, такие как концентрированная структура собственности и низкий уровень защиты прав акционеров, а также рассматриваются особенности корпоративного управления в России, которые влияют на специфику корпоративных конфликтов.

Во второй главе рассматриваются подходы к определению результативности, проводится сравнение понятий «результативность» и «эффективность». Показатели результативности описываются в соответствии с разделением на бухгалтерские и рыночные показатели, описываются основные достоинства и недостатки каждой группы и каждого показателя в отдельности, а также рассматривается частота употребления того или иного показателя в качестве зависимой переменной в исследованиях, направленных на выявление взаимосвязи между характеристиками корпоративного управления и результативностью компаний. В конце второй главы представлен анализ имеющихся исследований, на основании которых сформулирована гипотеза, проверке которой посвящено данное эмпирическое исследование.

Третья глава посвящена эмпирическому исследованию. Сначала описывается выбранная методология, процесс формирования выборки и её характеристики, приводится описательная статистика переменных, входящих в модель. Затем описываются результаты регрессионного анализа и исследования по методологии Difference-in-Difference. Наконец, делаются выводы по результатам исследования, а также определяются направления для будущих исследований и практические рекомендации.

Эмпирическое исследование проведено на выборке из 34 публичных российских компаний, в которых наблюдались акционерные конфликты в период с 2000 по 2016 гг. Формат данных – панельные данные с несколькими периодами наблюдений для каждой компании, охватывающими временной промежуток до, во время и после конфликта. Данные о конфликтах были собраны на основе анализа новостных изданий «Ведомости», «Коммерсант», «РБК», а также баз данных СПАРК и Thomson Reuters Eikon. Для написания данной работы были использованы современные научные статьи и публикации из баз данных EBSCO, eLibrary и Elsevier. Эконометрический и статистический анализ проведен с использованием ПО Excel и Stata.

С помощью эконометрического анализа была выявлена статистически значимая взаимосвязь между интенсивностью корпоративных конфликтов и результативностью деятельности компаний. Результаты данного исследования могут быть использованы другими авторами, интересующимися тематикой корпоративного управления и корпоративных конфликтов, а также инвесторами, выбирающими, в какую компанию вкладывать свои сбережения.

ГЛАВА 1. АГЕНТСКИЕ КОНФЛИКТЫВ ТЕОРИИ АГЕНТСКИХ ОТНОШЕНИЙ

1.1. Агентские отношения

Агентские отношения имеют место в тех ситуациях, когда один человек или группа людей (принципалов) поручают другому человеку или группе людей (агентов) выполнение некоторых действий от лица принципала, что сопровождается передачей власти по принятию решений от принципала к агенту [Jensen, Meckling, 1976, P.308].

Агентские отношения подразумевают выполнение следующих предположений [Miller G.J., 2005, P.205-206]:

- 1) Влияние агента: действия агента определяют получаемую принципалом выгоду.
- 2) Информационная асимметрия: принципал может наблюдать результат действий агента, но не сами действия. Мониторинг действий агента принципалом возможен, но получение полной информации слишком затратно.
- 3) Асимметрия предпочтений: интересы агента не совпадают с интересами принципала (конфликт интересов), а также агент менее склонен к риску, чем принципал, обладающий диверсифицированным портфелем активов.
- 4) Инициатива в руках принципала: принципал действует рационально, основываясь на непротиворечивом наборе предпочтений, принципал первым предлагает заключение контракта агенту.
- 5) Власть переговоров в руках принципала: принципал может поставить ультиматум агенту «либо согласиться вступить в соглашение, либо расторгнуть отношения».

Асимметрия информации приводит к таким явлениям как неблагоприятный отбор до заключение контракта и моральная угроза – после. Проблема неблагоприятного отбора была наглядно проиллюстрирована в 1970 году Дж. Акерлофом, который в 2001 году

совместно с М. Спенсом и Дж. Стиглицом получил Нобелевскую премию за анализ рынков с асимметрично доступной информацией¹. В своей работе «Рынок «лимонов»: неопределенность качества и рыночный механизм» [Akerlof G.A., 1970, P. 488-500] Акерлоф разъяснил, как в условиях, когда продавцы подержанных машин обладают большим количеством информации о товаре, чем покупатели, машины плохого качества («лимоны» - на американском сленге) вытесняют с рынка машины хорошего качества. Происходит это потому что покупатель, не зная качества покупаемой машины, предполагает, что он получит некий средний по качеству автомобиль, за который он, соответственно, готов платить среднюю цену. Средняя цена не устраивает продавцов машин хорошего качества, так как они знают, что их товар стоит дороже, в то время как продавцов «лимонов» она полностью удовлетворяет, поскольку эта цена больше, чем стоимость машины плохого качества. Поэтому продавцы хороших машин постепенно уходят с рынка, средняя цена снижается, и в конечном итоге на рынке остаются только машины плохого качества, которые продаются по низкой цене.

Классическим примером моральной угрозы является оппортунистическое поведение менеджеров, которые пользуются тем, что владельцы бизнеса, доверившие им управление, не обладают полной информацией о ходе дел в компании, а также необходимыми знаниями и навыками, и не могут отследить, действительно ли менеджеры предпринимают действия, которые максимизируют благосостояние владельцев.

1.2. Проблема «принципал-агент»

Применительно к корпоративному управлению, агентская проблема описывает ситуацию разнонаправленных интересов собственников и топ-менеджеров компании. В случае, когда цели принципала и агента не совпадают (что вполне естественно, ведь каждый максимизирует свою функцию полезности), возникает конфликт интересов. И это приводит к тому, что менеджеры отлынивают от работы [Alchian, Demsetz, 1972, P. 783],

¹Лауреаты Нобелевской премии 2001 года [Электронный ресурс] // Сайт нобелевской премии. – Режим доступа: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/ (дата обращения: 28.11.2016)

например, играя в гольф, или приобретают корпоративные самолеты для использования в личных целях. К гораздо более негативным последствиям для компании может привести то, что менеджеры занимаются так называемым «строительством империй», желая управлять большой и известной компанией, и поэтому инвестируют в проекты с отрицательным NPV или проводят невыгодные слияния и поглощения, то есть осуществляют рост ради роста, а не ради прибыли [Brealey, Myers, Allen, 2014, P. 443-473]. Все вышеописанные проявления ненадлежащего поведения обобщенно называются оппортунистическим поведением, или оппортунизмом. Согласно определению О. Вилльямсона оппортунизм – это следование своим интересам, в том числе обманным путём, включая сюда такие явные формы обмана, как ложь, воровство, мошенничество, но едва ли ограничиваясь ими [Williamson, 1985, P.43].

Конфликта интересов можно избежать, хотя бы частично, с помощью согласования целей менеджеров и акционеров, которому способствуют такие факторы, как структура вознаграждения менеджеров, юридические ограничения по контракту, заключаемому с менеджером, концентрированная структура собственности, угроза увольнения, угроза враждебного поглощения, высокая конкуренция на рынке производимого компанией продукта, высокая долговая нагрузка, политика выплаты больших дивидендов, конкуренция на рынке труда и мониторинг со стороны акционеров и совета директоров [Brealey, Myers, Allen, 2014, P. 443-473]. Остановимся на каждом из этих факторов подробнее.

В случае, когда структура вознаграждения менеджера включает в себя переменную часть в виде акций или опционов на акции, у менеджмента возникает дополнительный стимул работать на рост цены акции компании, который выгоден её собственникам.

Юридические ограничения по контракту удерживают менеджера от совершения определенных действий, которые наносят вред компании, но полный контракт, предусматривающий все варианты развития событий и регламентирующий действия менеджеров, невозможно составить в силу неопределенности будущего и неоднозначной причинно-следственной связи между действиями менеджеров и поведением цены акций компании. К тому же, издержки заключения полного контракта запретительно высоки, т.к.

«связывая руки» менеджеру, акционеры лишают его возможности оперативно принимать выгодные решения, что приводит к издержкам упущенных возможностей в виде недополученных прибылей.

В случае дисперсной структуры собственности, когда акционерный капитал распределен между тысячами людей, менеджеры имеют больше стимулов к оппортунистическому поведению, так как они понимают, что акционерам сложно организовать контроль за их деятельностью, поскольку издержки постоянного мониторинга высоки, что приводит к возникновению «проблемы безбилетника» на стороне принципала. Проблема безбилетника заключается в том, что одни акционеры несут значительные затраты на мониторинг, который ограничивает оппортунистическое поведение менеджеров и способствует росту ценности компании, в то время как другие акционеры не несут таких затрат, но при этом выигрывают за счет роста ценности своих вложений в компанию. Но при концентрированной структуре собственности, когда существует крупный мажоритарный акционер, менеджер с большей вероятностью будет вести себя надлежащим образом, так как мажоритарному акционеру проще проводить мониторинг и интернализировать выгоды от его осуществления.

Конкуренция на рынке труда и угроза увольнения со стороны акционеров или совета директоров² также позволяют заставить менеджмент избегать оппортунистического поведения, так как при приеме на работу репутация очень важна для менеджера, а в особенности для генерального директора.

Состыковке интересов акционеров и менеджеров также способствует рынок корпоративного контроля. Менеджеры заинтересованы в том, чтобы занимать высокие позиции в компании, и понимают, что если они будут принимать невыгодные для акционеров решения, стоимость компании упадет, и она станет мишенью для поглощения. Но поглощение менеджменту не выгодно, так как в большинстве случаев компания-

² Согласно статье 69 федерального закона «Об акционерных обществах» генеральный директор и правление акционерного общества назначаются общим собранием акционеров, если уставом эта функция не отнесена к компетенции совета директоров.

поглотитель назначает новое руководство в компании-мишени, и поэтому менеджеры стараются принимать решения, максимизирующие ценность компании.

Чтобы выдержать конкуренцию на рынке производимого компанией товара, компании нужно быть сильной и здоровой, и чем жестче конкуренция, тем более высокие требования к качеству принимаемых менеджментом решений.

Высокая долговая нагрузка и политика выплаты больших дивидендов приводят к тому, что менеджмент может распоряжаться меньшей долей заработанной прибыли, так как долговое финансирование подразумевает выплату фиксированного процента, а большие дивиденды сокращают размер нераспределенной прибыли, доступной для реинвестирования в бизнес. Поэтому менеджеры с большей тщательностью подходят к анализу инвестиционных проектов, избавляются от непродуктивных активов и вкладывают средства только в прибыльные проекты.

1.3. Проблема «принципал-принципал»

Оппортунистическое поведение менеджеров приводит к агентским конфликтам типа «принципал-агент», которые описаны и исследованы гораздо лучше, чем конфликты «принципал-принципал». К конфликтам второго типа относятся конфликты между акционерами [Dharwadkar, George, Brandes, 2000, P. 652]. Таким образом, проблема «принципал-принципал» также, как и проблема «принципал-агент», базируется на конфликте интересов, но уже не принципала и агента, а разных принципалов. Между исследователями нет окончательного согласия по поводу того, является ли проблема «принципал-принципал» подтипом агентской проблемы или же самостоятельной категорией. Так, например, часть зарубежных авторов при рассмотрении данной проблемы используют термин «principal-principal problem» [Young et al., 2008; Jiang, Peng, 2010], в то время как другие авторы употребляют термин «principal-principal agency problem» [Wellalage, Locke, 2016; Estwick, 2016; Renders, Gaeremynck, 2012; Young et al., 2003]. В российской же литературе под агентской проблемой подразумевается классическая проблема «принципал-агент» [Бухвалов, Смирнов, 2012], а сам термин «проблема «принципал-принципал»» редко встречается в текстах работ. Вместо него чаще

используют более широкое понятие «корпоративный конфликт», сторонами которого могут выступать не только акционеры, но и менеджмент [Степанов, Габдрахманов, 2011, Березинец, Ильина, Фахритдинова, 2014, Данельян, 2007, Алексеев, Бобрышев, Боханова, 2002]. Корпоративный конфликт – это открытое противостояние, в которое вовлечены две или более сторон из числа акционеров, менеджеров, членов совета директоров и, в случае поглощения, потенциальный поглотитель [С. Степанов, С. Габдрахманов, 2011, с.5]. В данной работе проблема «принципал-принципал» относится к подвиду агентской проблемы, так как, несмотря на то, что истинными сторонами конфликта являются акционеры, ответчиками в случае иска одного из акционеров о причинении убытков обществу или акционеру выступают члены совета директоров, генеральный директор, правление или управляющая организация³. Лояльность менеджмента или совета директоров, принимающих решения, выгодные мажоритарному акционеру или группе акционеров, тоже можно назвать формой оппортунистического поведения, лежащего в основе проблемы «принципал-агент», и поэтому отнесение проблемы «принципал-принципал» к агентской проблеме является вполне логичным.

Проблема «принципал-принципал» имеет место, когда мажоритарные акционеры извлекают частные выгоды контроля [Shleifer, Vishniy, 1997, P.759]. Примерами этого могут служить ситуации, когда мажоритарный акционер способствует совершению связанных сделок, т.е. принуждает менеджеров продавать активы управляемой компании другой компании, в которой он также является мажоритарным акционером, по заниженной цене, или когда на управляющие позиции в компании назначаются члены семьи мажоритарного акционера. Для мажоритарного акционера такие махинации приносят явные выгоды, которые при этом не являются таковыми для миноритариев, и

³ Ст.71 «Ответственность членов совета директоров (наблюдательного совета) общества, единоличного исполнительного органа общества (директора, генерального директора) и (или) членов коллегиального исполнительного органа общества (правления, дирекции), управляющей организации или управляющего» [Электронный ресурс] // ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ. – Режим доступа:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/4055c51ea714ea74d67126056e3878cd7e1e02b9/ (дата обращения: 10.05.2017)

поэтому называются частными. Описанные выше примеры служат механизмами экспроприации активов миноритариев [Faccio, Lang, Young, 2001, P. 61].

1.3.1. Разница между проблемой «принципал-принципал» и конфликтом

Важно разделять такие понятия, как проблема «принципал-принципал» и конфликт «принципал-принципал». Проблема «принципал-принципал» заключается в разнонаправленных интересах конфликтующих групп акционеров. Потенциально такая проблема существует в любом акционерном обществе. В соответствии с работой «Корпоративные конфликты в России и за рубежом» [Степанов, Габдрахманов, 2011, с.5], конфликтом называют открытое противостояние, а критерием открытости выступает наличие публикаций о конфликте в СМИ. В связи с этим в данной работе под конфликтом «принципал-принципал» понимается проблема разнонаправленных интересов акционеров, принявшая форму открытого противостояния. Другими словами, конфликт «принципал-принципал» - это корпоративный конфликт, сторонами которого выступают только акционеры. Исходя из выбранного определения конфликта «принципал-принципал», датой начала конфликта в данном исследовании считается дата первого упоминания о конфликте в СМИ. Открытость является важной характеристикой конфликта, так как повышенное внимание со стороны СМИ и бизнес-сообщества заставляет менеджмент компании раскрывать больше информации, что способствует повышению прозрачности и, соответственно, качества корпоративного управления в компании.

1.3.2. Предпосылки конфликта «принципал-принципал»

Конфликты типа «принципал-принципал» чаще возникают, когда [Young, 2003, P. 18-44]:

- 1) В стране наблюдается слабая защита прав миноритарных акционеров
- 2) Мажоритарные акционеры компании и менеджеры – члены одной семьи
- 3) Компании объединяются в пирамидальные структуры и бизнес-группы
- 4) Один из акционеров компании – государство
- 5) При приватизации большая часть компании перешла к инсайдерам (менеджеры стали владельцами)

Разберем каждый из перечисленных пунктов подробнее.

Предпосылка 1. Защита прав акционеров

Законы по защите прав миноритарных акционеров призваны ограничить оппортунистическое поведение мажоритариев. В классическом исследовании LaPorta [LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishniy, 1998, P. 1130, 1131, 1147, 1148] анализируется степень защиты миноритариев в 49 странах, как развитых, так и развивающихся, относящихся к англо-саксонской и романо-германской правовой системам. Согласно данному исследованию, в странах англо-саксонской правовой системы защита миноритарных акционеров наиболее сильная, в странах группы романского права – наиболее слабая, а в странах групп германского и скандинавского права – средняя. При этом в развивающихся странах защита слабее, чем в развитых (в рамках одной и той же семьи и группы). Что интересно, в некоторых развивающихся странах англо-саксонской семьи (бывших колониях Великобритании), уровень защиты акционеров выше, чем в развитых странах романской группы.

Конечно же, важно не только наличие законов по защите прав акционеров, но также качество этих законов и их соблюдение. Без наличия сильных правоприменительных механизмов уровень защиты миноритариев остается низким, даже если все законы составлены грамотно⁴.

Предпосылка 2. Семейное владение и контроль

В развивающихся экономиках довольно часто складывается такая ситуация, что мажоритарные акционеры и менеджеры – члены одной семьи. С одной стороны, владение и контроль, сосредоточенные в одних руках, руках семьи, помогают избежать проблемы «принципал-агент», так как цели членов семьи чаще всего совпадают (максимизация

⁴ World development report: Building institutions for markets 2002 [Электронный ресурс] // Сайт World Bank. - Режим доступа: <http://documents.worldbank.org/curated/en/850161468336075630/pdf/228250WDR00PUB0ons0for0marks02002.pdf> (дата обращения: 28.11.2016)

благополучия своей семьи), следовательно, сокращая издержки на мониторинг [Fama, Jensen, 1983; Jensen, Meckling, 1976]. С другой стороны, семейное владение и контроль может вызывать такие проблемы, как борьба между наследниками, конфликт поколений, завышенное вознаграждение и иррациональные стратегические решения [Gomez-Mejia, Nunez-Nickel, Gutierrez, 2001; Upton, Heck, 1997]. В случае, если конфликт «принципал-агент» все же возник, в таких компаниях его гораздо сложнее разрешить, так как отношения между принципалами (акционерами – членами семьи) и агентами (менеджерами – членами семьи) строятся на эмоциях и неформальных связях, что затрудняет процесс мониторинга [Schulze, Lubatkin, Dino, Buchholtz, 2001, P.102]. Зачастую то, пойдет ли сосредоточенное в руках семьи владение и контроль на пользу компании, зависит от ее размера и сложности организационной структуры [Habbershon, Williams, 1998, P.12]. Так, в больших и сложных организациях издержки, которые несут миноритарии при сосредоточении контроля и владения в руках семьи, часто перевешивают экономию на издержках на мониторинг [Young, 2003, P. 28]. В развивающихся странах с традиционной культурой, в которой очень ценится семья, у владеющей и контролирующей семьи часто складывается представление, что компания – это полностью их собственность, и поэтому они принимают решения, выгодные только их семье, что противоречит желанию остальных акционеров, которые хотят, чтобы управленческие решения шли на благо всем акционерам [Chen, 2001, P.30]. Таким образом при сконцентрированной семейной власти интересы миноритариев часто игнорируются.

Предпосылка 3. Пирамидальные структуры и бизнес-группы

В развивающихся экономиках распространены пирамидальные структуры, в которых группа акционеров владеет и контролирует какую-либо компанию косвенно, через владение другими компаниями. Используя пирамидальные структуры, конечные владельцы фирмы могут обладать правами контроля большими чем права владения. В такой ситуации возрастают стимулы контролирующих владельцев к оппортунистическому поведению, так как финансовые выгоды от экспроприации значительно перевешивают издержки [Faccio, Lang, Young, 2001, P.54], что приводит к нарушению прав миноритарных акционеров.

Еще одно повсеместное явление в развивающихся экономиках – это создание бизнес групп (в России – финансово-промышленных групп). Бизнес-группа – это группа юридически независимых компаний, связанных формальными и неформальными соглашениями и придерживающихся скоординированной стратегии [Khanna,Rivkin, 2001, P. 47]. Такие группы характеризуются размытыми границами, а также тем, что неформальные связи в них (перекрестное владение, интерлокинг, скоординированные действия) сильнее формальных. Между компаниями группы происходит большое количество сделок, часто на выгодных условиях. Часто неформальные связи заставляют менеджеров выручать компании группы, если те испытывают трудности. А это в свою очередь может привести к тому, что менеджеры начинают отлынивать от работы, зная, что в случае чего, управляемой ими компании помогут партнеры в группе [Khanna, Rivkin, 2001, P.51].

Низкая прозрачность таких структур приводит к тому, что миноритариям сложно определить, кому именно принадлежит контроль, а тем более предотвратить нечестные связанные сделки, что опять же приводит к ущемлению их прав.

Предпосылка 4. Государство в качестве мажоритарного акционера

В случае, когда мажоритарным акционером выступает государство, также возрастает вероятность экспроприации миноритарных акционеров, так как государство является очень влиятельным акционером, даже если доля владения не так велика. Часто оно навязывает компании сделки, которые выгодны государству, но не являются таковыми для компании.

Когда компания является полностью государственной, некоторые исследователи также говорят о проблеме «принципал-принципал», но в качестве мажоритариев выступают управляющие бюрократы, а миноритариев – граждане страны [Shleifer, Vishniy, 1997, P.768]. Но в данной работе под конфликтом «принципал-принципал» все же рассматривается классический конфликт акционеров.

Предпосылка 5. Мажоритарные акционеры – инсайдеры

В бывших централизованных экономиках неэффективность фирм в государственном владении привела к повсеместной приватизации. Так в России, право владения предприятиями переходило к обычным гражданам и к менеджерам компаний. Зачастую менеджеры выкупали у граждан акции, так как продавались они с большим дисконтом, становились мажоритарными акционерами и экспроприировали оставшихся миноритариев [Johnson, LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 2000, P.24].

1.3.2. Последствия конфликта «принципал-принципал»

Однозначно ответить на вопрос о том, каковы последствия корпоративного конфликта, не представляется возможным. С одной стороны, данный конфликт является отражением серьезных проблем в корпоративном управлении. Но с другой стороны, конфликт также способствует разрешению проблем, вызвавших его, выступает в качестве толчка к поиску решения.

Согласно [Jensen, Meckling, 1976, P. 313] проблема «принципал-принципал» приводит к росту средневзвешенной стоимости капитала фирмы, так как миноритарные акционеры, видя расхождение своих интересов и интересов мажоритарных акционеров, понимают, что им придется нести большие издержки на мониторинг, что отражается в понижении цены, которую они готовы заплатить за акцию. Но конфликт акционеров, принявший форму открытого спора, не может продолжаться бесконечно. Чтобы он завершился, стороны должны прийти к взаимоприемлемому решению, которое, как правило, является шагом к улучшению корпоративного управления в компании. Например, если конфликт вызван выводом активов из компании, акционеры вносят изменения в устав, касающиеся согласования крупных сделок и сделок с заинтересованностью, а если конфликт вызван недовольством одной из сторон по поводу выплаты дивидендов, для разрешения конфликта необходимо разработать четкую схему выплаты дивидендов, что повышает прозрачность компании. Таким образом, начавшийся в компании конфликт может служить и сигналом для рынка о том, что имеющиеся в компании проблемы скоро будут разрешены, и поэтому инвесторы начнут

скупать акции компании, пока они не подорожали, что в конечном счете приведет к снижению средневзвешенной стоимости капитала фирмы и увеличению ценности фирмы. Встает вопрос, зачем мажоритарным акционерам, извлекающим частные выгоды контроля, мириться с другими акционерами. Ответ на этот вопрос прост: в случае, если компании, в которой разгорелся конфликт, не удастся убедить потенциальных акционеров в том, что их права будут соблюдены, компании придется расти только за счет внутреннего финансирования, что значительно сужает перспективы развития [Demirguc-Kunt, Maksimovic, 1998, P. 2123].

1.4. Особенности системы корпоративного управления в России

1.4.1. Что такое корпоративное управление

Не существует единого определения термина «корпоративное управление». Международная финансовая корпорация придерживается лаконичного определения «корпоративное управление – это структуры и процессы руководства компаниями и контроля за ними» [МФК, 2004, Гл.1, С.28]. Служба Банка России по финансовым рынкам также приводит несколько определений, среди которых «корпоративное управление – система взаимоотношений между менеджерами компании и их владельцами по вопросам обеспечения эффективности деятельности компании и защите интересов владельцев, а также других заинтересованных сторон»⁵. Тем не менее, все определения так или иначе содержат в себе набор общих характеристик [МФК, 2004, Гл.1, С.29-30]:

- 1) Корпоративное управление — это система взаимоотношений, характеризуемая определенными структурами и процессами
- 2) Участники этих взаимоотношений могут иметь различные (иногда противоположные) интересы
- 3) Все стороны участвуют в управлении компанией и осуществлении контроля

⁵Корпоративное управление: история и практика [Электронный ресурс] // Сайт Банка России. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp_management_study/index.html (дата обращения: 28.11.2016)

- 4) Все это делается для того, чтобы правильно распределить права и обязанности, таким образом, повысить стоимость компании для акционеров в долгосрочном плане

1.4.2. Принципы корпоративного управления

Корпоративное управление строится на следующих принципах⁶, описанных ОЭСР:

- 1) Справедливость. Система корпоративного управления должна обеспечивать равное отношение к мажоритарным, миноритарным и иностранным акционерам.
- 2) Ответственность. Права заинтересованных лиц должны учитываться системой корпоративного управления, создавая возможность для дискуссии в целях обеспечения благосостояния заинтересованных лиц и финансовой устойчивости компании.
- 3) Прозрачность. Система корпоративного управления должна обеспечивать своевременное раскрытие необходимой информации.
- 4) Подотчетность. Система корпоративного управления должна обеспечивать подконтрольность менеджеров совету директоров, а совета директоров – общему собранию акционеров.

1.4.3. Особенности структуры собственности в России

В развивающихся странах наиболее распространена концентрированная структура собственности (так называемая модель В – the blockholder model), при которой блокхолдеры стараются одновременно не выпустить контроль из своих рук и привлечь внешний капитал, т.е. капитал миноритарных акционеров. Ситуация, когда крупные акционеры предпринимают целенаправленные действия для сохранения контроля, называется «окапыванием» (от англ. entrenchment). К орудиям окапывания относят уже рассмотренные выше перекрестное владение акциями, выстраивание пирамидальных

⁶Принципы корпоративного управления ОЭСР [Электронный ресурс] // Сайт ОЭСР. – Режим доступа: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/32159669.pdf> (дата обращения: 28.11.2016)

холдинговых структур, а также выпуск акций с неравным количеством голосов⁷ [Капелюшников, 2005, С.12].

Необходимо отметить, что в России сложилась достаточно необычная структура собственности. В 1990-е гг. после раздачи приватизационных ваучеров всем гражданам страны, а также трудовым коллективам компаний, началась активная консолидация, в результате которой Россия превратилась в страну с концентрированной структурой собственности, в основе которой, в отличие от большинства других стран, лежат не семейные, а партнерские или дружеские отношения. Эта особенность очень важна для будущего развития структуры собственности в России, так как, опять же в отличие от семейной собственности, гораздо более вероятно, что следующие поколения владельцев будут распродавать доставшиеся им по наследству пакеты акций. С одной стороны, это может поспособствовать переходу к дисперсной структуре, а с другой – еще большей концентрации, так как дети нынешних владельцев могут продавать свою долю не на открытом рынке, а предлагая ее другим блокхолдерам. Однако последний вариант считается менее правдоподобным, так как у блокхолдеров вряд ли найдутся достаточные средства для выкупа большой доли акций одновременно [Капелюшников Р., 2005, С.34-35].

1.4.4. Права акционеров в России

При надежной правовой защите инвесторы готовы больше платить за акционерный капитал, так как они знают, что вложенные средства вернуться к ним в виде дивидендов или прироста капитала, а не будут присвоены злоупотребляющими менеджерами или мажоритарными акционерами. Для обеспечения защиты акционеров, важно не только законодательство и правоприменительные механизмы, но и то, насколько компании активно соблюдают права акционеров [МФК, 2004, глава 7, С.11].

⁷ Выпуск акций с различными правами голоса распространен в США и в Европе, но в России такая практика запрещена, так как в соответствии со ст.31 ФЗ «Об акционерных обществах», каждая обыкновенная акция предоставляет акционерам одинаковый объем прав

В Российской Федерации права акционеров регламентированы ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ и 6 главой 1 части ГК РФ от 30.11.1994 №51-ФЗ (ст. 65.2 «Права и обязанности участников корпорации» ГК РФ, ст. 67 «Права и обязанности участника хозяйственного товарищества и общества» ГК РФ). Согласно ГК РФ «Акционерным обществом признается хозяйственное общество, уставный капитал которого разделен на определенное число акций; участники акционерного общества (акционеры) не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, в пределах стоимости принадлежащих им акций». Акционерные общества подразделяются на публичные и непубличные (ранее открытые и закрытые). В данной работе будут рассматриваться публичные акционерные общества, так как только они могут проводить размещение акций посредством открытой подписки. Акции непубличного акционерного общества не могут предлагаться для приобретения неограниченному кругу лиц.

Права акционеров в соответствии с принадлежащим им типом акций и долей акций представлены на рис.1.

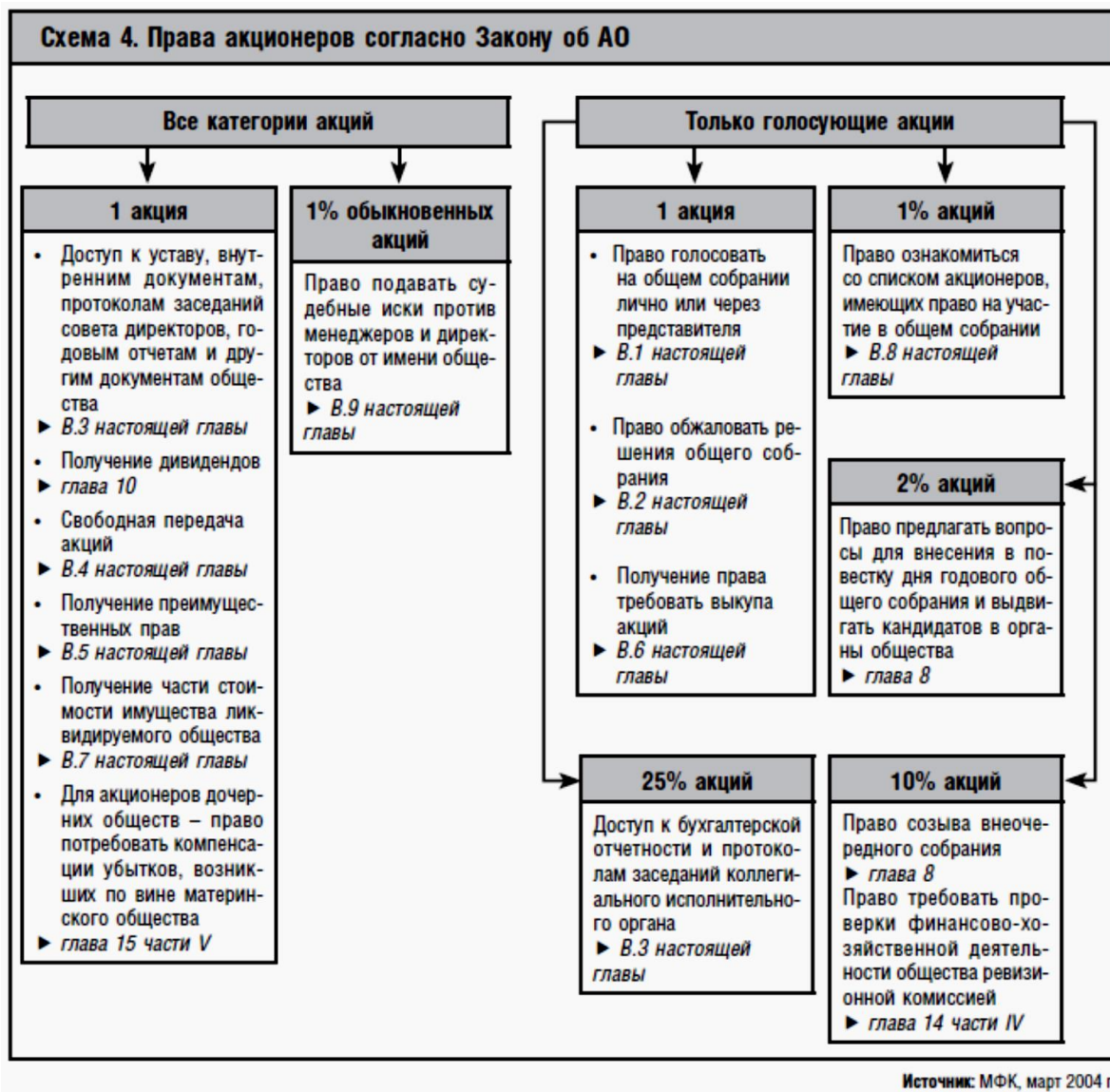


Рис. 1. Права акционеров в РФ

Голосующими акциями являются обыкновенные акции, привилегированные акции могут становиться голосующими при определенных условиях.

Остановимся на отдельных правах акционеров подробнее.

- 1) Право голоса. Акционеры могут участвовать в принятии решений путем голосования на общем собрании акционеров. В публичном акционерном обществе не могут быть ограничены количество акций, принадлежащих одному

акционеру, а также максимальное число голосов, предоставляемых одному акционеру. Голосование может осуществляться лично или через представителя, при условии выдачи ему доверенности. Голосование проводится по принципу «одна голосующая акция – один голос». Важно отметить, что иногда обыкновенные акции становятся неголосующими. Например, в случае сделок с заинтересованностью заинтересованная сторона не может принимать участия в голосовании, что защищает права миноритариев.

- 2) Право обжалования решений общего собрания. Согласно п.7 ст.49 ФЗ «Об акционерных обществах» акционер вправе обжаловать в суд решение, принятое общим собранием акционеров с нарушением требований данного ФЗ или устава общества, в случае, если он не принимал участие в общем собрании акционеров или голосовал против принятия такого решения и таким решением нарушены его права и (или) законные интересы. Суд с учетом всех обстоятельств дела вправе оставить в силе обжалуемое решение, если голосование данного акционера не могло повлиять на результаты голосования, допущенные нарушения не являются существенными и решение не повлекло за собой причинение убытков данному акционеру. К существенным неблагоприятным последствиям относятся нарушения законных интересов как самого участника, так и гражданско-правового сообщества, которые могут привести, в том числе к возникновению убытков, лишению права на получение выгоды от использования имущества гражданско-правового сообщества, ограничению или лишению участника возможности в будущем принимать управленческие решения или осуществлять контроль за деятельностью гражданско-правового сообщества.
- 3) Право на получение информации о деятельности общества. Акционер имеет право на доступ к различной информации, в зависимости от доли акций, которой он владеет.
- 4) Право на свободную передачу акций. Согласно п.5 ст.97 ч.1 ГК РФ уставом публичного акционерного общества не может быть предусмотрена необходимость получения чьего-либо согласия на отчуждение акций этого

общества. Никому не может быть предоставлено право преимущественного приобретения акций публичного акционерного общества, кроме случаев дополнительного выпуска акций. При дополнительной эмиссии путем открытой подписки, существующие акционеры имеют преимущественное право приобретения акций пропорционально количеству принадлежащих им акций. С одной стороны, такое правило предотвращает размывание акционерного капитала, которое делает долю миноритарных акционеров еще меньше, чем она была до дополнительной эмиссии. Но с другой стороны, в случае, если миноритарный акционер отказывается от покупки, а мажоритарный – нет, происходит одновременно уменьшение доли миноритарных акционеров и концентрация собственности в руках мажоритария, хоть и ограниченная условием пропорциональности.

- 5) Право потребовать выкупа акций. Согласно ст.75 ФЗ «Об акционерных обществах» акционеры - владельцы голосующих акций вправе требовать выкупа обществом всех или части принадлежащих им акций в случаях реорганизации общества, внесения изменений в устав или делистинга акций общества, в случае если они голосовали против такого решения. Цена выкупа определяется советом директоров и устанавливается не ниже рыночной стоимости акций.
- 6) Права акционеров при ликвидации общества. Акционеры являются последними, кто претендует на имущество ликвидируемого общества. Владелец обыкновенных акций имеет право получить часть оставшегося имущества общества пропорционально своей доле в уставном капитале. Владелец привилегированных акций вправе получить по своим привилегированным акциям ликвидационную стоимость, которая должна быть определена в уставе для каждого типа привилегированных акций.
- 7) Право на ознакомление со списком акционеров. Согласно п.4. ст.51 ФЗ «Об акционерных обществах» акционеры, обладающие не менее чем одним процентом голосов, имеют право ознакомиться со списком акционеров, имеющих право на участие в общем собрании акционеров. При этом сведения,

позволяющие идентифицировать физических лиц, включенных в этот список, за исключением фамилии, имени, отчества, предоставляются только с согласия этих лиц.

- 8) Право на предъявление иска от имени общества. Акционер или группа акционеров, владеющая более чем 1% акций, вправе требовать возмещения убытков через суд, причиненных обществу членами совета директоров, генеральным директором, членами коллегиального исполнительного органа, управляющим или управляющей организацией.

В учредительном документе публичного акционерного общества – уставе, должны быть установлены помимо прочего права акционеров. Список прав может больше, чем те, что рассматриваются в ФЗ «Об акционерных обществах», однако они не должны противоречить ему. Требования устава общества обязательны для исполнения всеми органами общества и его акционерами.

1.4.5. Защита прав акционеров в России

Защита прав акционеров является одной из основных задач процесса корпоративного управления. В случае если внутрикорпоративных процедур соблюдения законодательства недостаточно, защита реализуется с помощью внешних средств.

В первую очередь, защита прав акционеров гарантируется требованиями закона об акционерных обществах. Закон вводит требования касательно процедуры проведения общего собрания, обязанностей совета директоров и генерального директора, которые публичное акционерное общество не может обойти. Так, например, совет директоров может отклонить вопросы повестки общего собрания акционеров, предлагаемые акционерами, только по процедурным основаниям, которые перечислены в законе, причем с письменным разъяснением причин отказа. Благодаря этому миноритарные акционеры могут вынести на собрание даже те вопросы, которые совет директоров не хочет обсуждать.

Если какие-либо из прав акционеров были нарушены, они имеют право обратиться в суд с целью обжалования решений общего собрания акционеров или привлечения к

ответственности директоров и членов исполнительных органов от имени акционерного общества, что также гарантируется законом об акционерных обществах.

Согласно ст.42 ФЗ «О рынке ценных бумаг» от от 22.04.1996 №39-ФЗ Банк России, а именно служба Банка России по финансовым рынкам, осуществляет контроль за исполнением эмитентами требований законодательства РФ о ценных бумагах и, в случае нарушения, обращается в арбитражный суд с иском о ликвидации юридического лица и о применении к нарушителям санкций, установленных законодательством РФ. Также согласно ст. 44.1 закона о рынке ценных бумаг, Банк России обязан предоставлять в течение 30 дней мотивированные ответы на запросы юридических лиц и граждан по вопросам нарушений акционерным обществом требований законодательства. Защита прав акционеров и инвесторов на финансовых рынках является одним из основных приоритетов службы Банка России по финансовым рынкам⁸. Стоит отметить, что раньше эти функции выполнялись ФКЦБ – Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (до 2004 года), а затем ФСФР – Федеральной службой по финансовым рынкам (до 2013 года).

Согласно ст.18 ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.1999 №46-ФЗ общественные объединения инвесторов вправе осуществлять защиту прав и законных интересов инвесторов в следующих формах:

- 1) обращаться в суд с заявлениями о защите прав и законных интересов инвесторов - физических лиц, понесших ущерб на рынке ценных бумаг
- 2) осуществлять контроль за соблюдением условий хранения и реализации имущества должников, предназначенного для удовлетворения имущественных требований инвесторов - физических лиц в связи с противоправными действиями на рынке ценных бумаг
- 3) создавать собственные компенсационные и иные фонды в целях обеспечения защиты прав и законных интересов инвесторов

⁸Задачи Службы банка России по финансовым рынкам [Электронный ресурс] // Сайт Службы Банка России по финансовым рынкам. – Режим доступа://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/about/functions_government_services/services_citizens_organizations/transition_plans/index.html (дата обращения: 28.11.2016)

4) объединяться в ассоциации и союзы

Одной из таких общественных организаций в РФ является Ассоциация профессиональных инвесторов⁹, которая занимается разрешением проблемных ситуаций в корпоративном управлении и корпоративных конфликтов путем ведения переговоров с руководством и контролирующими акционерами, создания объединений миноритарных акционеров в целях консолидации блокирующих пакетов акций, работы с общественностью через средства массовой информации, участия в судебных разбирательствах.

Сами акционеры в России достаточно пассивны и редко объединяются для совместного осуществления своих прав. Несмотря на то, что им предоставляется возможность объединяться для продвижения своих интересов на общем собрании акционеров за счет ознакомления со списком акционеров, участвующих в собрании, немногие ищут соратников, чтобы голосовать на собрании за выгодные им решения. Группа объединенных миноритарных акционеров, обладающая суммарно 10% акций, может, например, потребовать внеочередной проверки финансово-хозяйственной деятельности общества или созыва внеочередного собрания, однако такие слаженные действия редко наблюдаются на практике. Для их организации при очень малых долях собственности единичных акционеров, затрудняющих консолидацию, необходимо обращаться в такие общественные организации, как ассоциация профессиональных инвесторов, описанная выше. Недостаточно высокий уровень корпоративной культуры отмечается в качестве одного из факторов, обуславливающего малый приток инвестиций в Россию от иностранных компаний [МФК, 2004, Гл.7, С.34-35].

⁹Разрешение корпоративных конфликтов [Электронный ресурс] // Сайт Ассоциации Профессиональных инвесторов. – Режим доступа: <http://api-russia.org/ru/content/razreshenie-korporativnyh-konfliktov> (дата обращения 28.11.2016)

1.4.6. Преимущества, обеспечиваемые надлежащим корпоративным управлением

Надлежащая система корпоративного управления критически важна для компаний, так как именно она в первую очередь обеспечивает соблюдение прав акционеров. Какими бы хорошими не были внешние механизмы в виде правоприменительных механизмов (которые в России в силу коррупции не всегда работают, особенно в случае, если с иском в суд обращается единичный акционер с мизерной долей акций), ни один инвестор не захочет инвестировать в компанию, зная, что ему потом придется нести расходы на защиту своих прав в суде, через НГО, службу Банка России по финансовым рынкам и т.д. Надлежащее корпоративное управление повышает эффективность деятельности компании, деловую репутацию, облегчает доступ к рынкам капитала, снижает затраты на привлечение инвестиций и, что немаловажно, создает доверие в отношениях, возникающих в связи с управлением обществом [МФК, 2004, Гл.1, С. 39, 51] .

1.4.7. Проблемы корпоративного управления в России

Российские компании характеризуются рядом черт, свидетельствующих о сложностях в создании системы корпоративного управления, соответствующей принципам ОЭСР. Помимо уже упомянутой концентрированной структуры собственности, к таким чертам также относится и обилие сложных холдинговых структур, которые не ведут сводную отчетность, что не соответствует принципу прозрачности. Еще одной важной характеристикой российских акционерных обществ является недостаточное разграничение собственности и контроля. Нередко контролирующие акционеры оказываются членами совета директоров или генеральными директорами, что нарушает принцип подотчетности и снижает эффективность контроля за деятельностью общества (в том числе за совершением сделок с заинтересованностью). Российские публичные акционерные общества также с неохотой раскрывают информацию сверх требуемой

законодательством¹⁰ (годовой отчет, годовая бухгалтерская отчетность, проспект ценных бумаг, сообщение о проведении общего собрания), что хоть и не противоречит закону, но все же снижает инвестиционную привлекательность компаний. И наконец, в силу того, что в советский период на государственных предприятиях не было наблюдательных органов, российские советы директоров не всегда ясно и четко осознают свое предназначение. Иногда они спускаются к повседневному управлению обществом, иногда берут на себя функции общего собрания акционеров. Нередко генеральные директора коммуницируют с контролирующими акционерами в обход советов директоров, особенно когда генеральный директор сам является акционером [МФК, 2004, Гл. 1, С. 47-48].

1.5. Способы разрешения конфликтов акционеров

К способам разрешения конфликтов акционеров, помимо переговоров и обращения в суд, которое является крайней мерой, когда прийти к взаимовыгодному решению уже не представляется возможным, относятся также медиация, арбитраж (третейский суд) и особые механизмы, которые прописываются в акционерном соглашении.

Медиация в переводе с латыни означает «посредничество» и, согласно определению ФЗ от 27.07.2010 N 193-ФЗ «Об альтернативной процедуре урегулирования споров с участием посредника (процедуре медиации)»¹¹, является способом урегулирования споров при содействии медиатора на основе добровольного согласия сторон конфликта в целях достижения ими взаимоприемлемого решения. В качестве медиатора выступает независимая третья сторона, которая беспристрастно оценивает обстоятельства спора. Выработанное решение закрепляется в медиативном соглашении,

¹⁰Ст. 92 «Обязательное раскрытие обществом информации» [Электронный ресурс] // ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/d58bb943e3cae851346258e32cb0cf0e6ec7838c/ (дата обращения: 28.11.2016)

¹¹ Ст.2 «Основные понятия, используемые в настоящем Федеральном законе» [Электронный ресурс] // ФЗ от 27.07.2010 N 193-ФЗ «Об альтернативной процедуре урегулирования споров с участием посредника (процедуре медиации)». – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_103038/c5051782233acca771e9adb35b47d3fb82c9ff1c/ (дата обращения: 10.05.2017)

которое представляет собой гражданско-правовую сделку¹². Защита прав, нарушенных в результате неисполнения медиативного соглашения обеспечивается способами, предусмотренными гражданским законодательством.

Согласно ст.3 Федеральному закону от 29.12.2015 N 382-ФЗ «Об арбитраже (третейском разбирательстве) в Российской Федерации»,¹³ третейский суд для разрешения конкретного спора (не постоянно действующий третейский суд) – это выбранный по соглашению сторон арбитр или коллегия арбитров. Для разрешения конфликта можно обратиться также и в постоянно действующий третейский суд, но зачастую споры между акционерами являются специфическими и арбитры в таком суде не обладают достаточными компетенциями для их разрешения, поэтому стороны согласуют выбор профессионального арбитра, разбирающегося в предмете спора. Третейский суд разбирается в обстоятельствах дела и выносит решение, исполнение которого стороны конфликта добровольно берут на себя при заключении третейского соглашения. В случае, если одна из сторон не исполняет решение третейского суда, другая сторона может обратиться в арбитражный суд, который выдаст исполнительный лист на принудительное исполнение решения третейского суда¹⁴. В случае, если в ходе арбитража стороны

¹² Ст.12 «Медиативное соглашение» [Электронный ресурс] // ФЗ от 27.07.2010 N 193-ФЗ «Об альтернативной процедуре урегулирования споров с участием посредника (процедуре медиации)». Режим доступа:
http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_103038/a9a3e8f69c495a46eb599330dc1581772c0e4104/
(дата обращения: 10.05.2017)

¹³ Ст.2 «Основные понятия, используемые в настоящем Федеральном законе» [Электронный ресурс] // Федеральный закон от 29.12.2015 N 382-ФЗ "Об арбитраже (третейском разбирательстве) в Российской Федерации". Режим доступа:
http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_191301/b819c620a8c698de35861ad4c9d9696ee0c3ee7a/
(дата обращения: 10.05.2017)

¹⁴ Ст. 236. «Выдача исполнительного листа на принудительное исполнение решения третейского суда» [Электронный ресурс] // "Арбитражный процессуальный кодекс Российской Федерации" от 24.07.2002 N 95-ФЗ. Режим доступа:
http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37800/0100f2f89ecafdb88c95c451da9ef197386c563e/ (дата обращения: 10.05.2017)

урегулируют спор, третейский суд по просьбе сторон принимает арбитражное решение на согласованных условиях.¹⁵

Акционерные соглашения – инструмент, который в развитых странах широко используется для регулирования взаимоотношений акционеров и для разрешения акционерных споров в том числе. В российском законодательстве данный термин появился только в 2009 году¹⁶. Согласно ст. 32.1 ФЗ «Об акционерных обществах» акционерным соглашением предусматривается согласованное совершение действий, связанных с управлением обществом, с его деятельностью, реорганизацией или ликвидацией, при этом акционерное соглашение является обязательным только для его сторон. В таком соглашении, в частности, могут быть прописаны способы урегулирования неразрешимых конфликтов между акционерами. Самой крайней мерой для разрешения конфликта является выход участника из акционерного общества. Для справедливого определения участника, который должен покинуть общество, используются такие способы, как «русская рулетка», «техасская перестрелка» и «мексиканская перестрелка» («голландский аукцион»)¹⁷. Обычно данные способы применяются для разрешения споров акционеров общества, обладающих долями в 50%, однако как показывает практика, эти способы могут применяться и в конфликтах акционеров с меньшими, но сопоставимыми друг с другом по размеру долями. Так, например, «русская рулетка» использовалась для разрешения конфликта между акционерами корпорации «ВСМПО-Ависма»¹⁸. «Русская

¹⁵ Ст.33 «Мировое соглашение» [Электронный ресурс] // Федеральный закон от 29.12.2015 N 382-ФЗ "Об арбитраже (третейском разбирательстве) в Российской Федерации". Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_191301/e7d57ec217b7d4a31fd14804881abe3a3b83353e/ (дата обращения: 10.05.2017)

¹⁶ Ст. 32.1 «Акционерное соглашение» [Электронный ресурс] // ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/fb457fdbdc6730eee404fb4414b6f2d7d62d396a/ (дата обращения: 10.05.2017)

¹⁷ What types of deadlock clauses are used in shareholder agreements [Электронный ресурс] // Сайт Turnbullhill.com. – Режим доступа: <http://www.turnbullhill.com.au/articles/what-types-of-deadlock-clauses-are-used-in-shareholder-agreements-.html> (дата обращения: 10.05.2017)

¹⁸ Рулетка запущена [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2005/05/03/ruletka-zapuschena> (дата обращения: 10.05.2017)

рулетка» организуется следующим образом: одна из сторон конфликта направляет другой стороне предложение о выкупе её доли с указанием цены за акцию, другая сторона в ответ на это должна либо продать свои акции по указанной цене, либо выкупить акции стороны, направившей предложение, по этой же цене. «Техасская перестрелка» заключается в том, что конфликтующие акционеры обмениваются запечатанными конвертами с предложением о выкупе доли другой стороны с указанием цены выкупа, затем акционеры одновременно вскрывают полученные конверты, и сторона, назвавшая наибольшую цену в расчете на одну акцию, выигрывает и выкупает долю проигравшей стороны¹⁹. «Мексиканская перестрелка» похожа на техасскую, только стороны в ней обмениваются конвертами с указанием минимальной цены, за которую они готовы продать свою долю, а выигрывает и выкупает долю другой стороны тот акционер, который указал наибольшую цену. Все три способа приводят к тому, что в компании остается акционер, который ценит её больше, видит в ней нераскрытый потенциал для развития и готов инвестировать в неё.

1.6. Кейс: Корпоративный конфликт в ГМК «Норильский никель»

Одним из самых громких корпоративных конфликтов в России за последние годы бал конфликт акционеров ГМК «Норильский никель». Описание конфликта заимствовано из группового проекта по курсу «Корпоративное управление», выполненного мною в соавторстве со студентами 4 курса ВШМ СПбГУ С.Ильичевым, А.Ковальковым, А.Козловой, В. Крыловой.

1.6.1. Хронология конфликта акционеров

Предыстория

С начала 1990-х Михаил Прохоров и Владимир Потанин вели совместный бизнес и владели холдингом «Интеррос» на паритетных началах. Однако 31 января 2007 года Потанин и Прохоров объявили о разделе активов. Между бизнесменами не было

¹⁹ Неразрешимые споры: техасская перестрелка и голландский аукцион [Электронный ресурс] // Сайт Vdma.co.za. – Режим доступа: <http://www.vdma.co.za/deadlock-provisions-texan-shoot-out-dutch-auction-clauses/> (дата обращения: 10.05.2017)

заключено акционерного соглашения, поэтому раздел бизнеса затянулся надолго. В. Потанин предлагал купить у М. Прохорова его долю в «Норильском никеле» с дисконтом в 25 %, поскольку пакет такого размера неликвидный. М. Прохоров был согласен отдать свою долю только по рыночной цене, которая в 2007 году постоянно росла вместе с ценами на никель, на что В. Потанин был не согласен. Тогда М. Прохоров нашел покупателя в лице компании «Русал» О. Дерипаска.

Этап 1. Новый блокхолдер и первая мировая

В апреле 2008 года М. Прохоров продает свой 25-процентный пакет акций ОК «Русал», у «Интерроса» В. Потанина остается пакет в 27 % акций²⁰. Заявленная цель покупки ОК «Русал» Олега Дерипаска блокпакета в «Норильском никеле» - осуществление слияния, в результате которого образовался бы диверсифицированный гигант. Для осуществления сделки Дерипаска привлек кредит в 4,5 миллиарда долларов у западных банков под залог приобретаемых акций. Совокупный долг «Русала» после этой сделки составил 14 миллиардов долларов²¹. К маю 2008 года Потанин нарастил свою долю до 29,02 %²².

На годовом Общем собрании акционеров ГМК «Норильский никель», состоявшемся 30 июня 2008 года, был избран состав Совета директоров, в который вошли 3 директора от «Интерроса», 3 директора от «Русала» и 3 независимых директора²³. Председателем Совета директоров на первом заседании Совета директоров в новом составе, состоявшемся после окончания собрания акционеров, был избран Потанин В.О.

²⁰ Проекты: Норникель [Электронный ресурс] // Сайт компании «Интеррос». – Режим доступа: <http://www.interros.ru/projects/norilsk-nikel/history/> (дата обращения 28.03.2017).

²¹ РУСАЛ досрочно погасил кредит, привлеченный для покупки «Норникеля» Норникель [Электронный ресурс] // Сайт РИА-Новости. – Режим доступа: <https://ria.ru/company/20081105/154426029.html> (дата обращения 28.03.2017).

²² Годовой отчет за 2007 год: уставный капитал и рынок акций [Электронный ресурс] // Сайт компании «Норильский никель». – Режим доступа: http://www.nornik.ru/_upload/year2007/chapter13.pdf (дата обращения 28.03.2017).

²³ Годовой отчет за 2008 год акций [Электронный ресурс] // Сайт компании «Норильский никель». – Режим доступа: http://www.nornik.ru/_upload/year2008/report2008.pdf (дата обращения 28.03.2017).

Также на годовом Общем собрании акционеров было принято решение об увеличении количественного состава будущих Советов директоров с 9 до 13 человек.

Осенью 2008 года О. Дерипаска и В. Потанин договорились о соблюдении паритета в Совете директоров, о делегировании «Русалом» своего представителя в менеджмент «Норильского никеля», а также о том, что ни один из основных акционеров не должен входить в состав Совета²⁴. На фоне обвала котировок «Норильского никеля» переданный «Русалом» в залог пакет акций «Норильского никеля» обесценился, и иностранные банки потребовали досрочного погашения кредита. Чтобы перекредитоваться, О. Дерипаска получил деньги от государственного Банка развития (ВЭБ). Помимо блокпакета «Норильского никеля», заложенного под кредит ВЭБа, государство вводит своих представителей в совет директоров и правление компании²⁵.

В сентябре 2008 года ГК «Норильский никель» продал 8,6 % казначейских акций дочерним структурам²⁶, что позволило «Интерросу» совершать сделки, одобренные решениями лояльного «Интерросу» менеджмента дочерних структур. Это обозначило новый виток конфликта, так как при приблизительно равных с Дерипаской долях владения Потанин обладал большим правом контроля (примерно 30%) и при этом не выставлял оферту миноритарным акционерам.²⁷

2009 год прошел мирно, пока в 2010 году О. Дерипаска не выдвинул свою кандидатуру в Совет директоров. Это являлось нарушением договоренностей, заключенных с В. Потаниным осенью 2008 года.

²⁴ «Норникель» получил административный ресурс [Электронный ресурс] // Сайт Коммерсант. – Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/1081075> (дата обращения 28.03.2017).

²⁵ Там же.

²⁶ «Русал» поставили перед выкупом [Электронный ресурс] // Сайт Коммерсант. – Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/1033265> (дата обращения 28.03.2017).

²⁷ Там же.

Этап 2. Эскалация конфликта и вторая мировая

В мае 2010 года «Русал», долг которого понизился до 13 миллиардов долларов, настаивал на выплате дивидендов «Норильского никеля» в размере 3 миллиардов долларов, что составляло 115% от чистой прибыли «Норильского никеля» по МСФО за 2009 год. Совет директоров пошел навстречу и принял решение о выплате дивидендов в размере половины чистой прибыли, хотя в соответствии с положением о дивидендной политике «Норильского никеля» на выплату дивидендов было предусмотрено тратить 20-25 % чистой прибыли)²⁸.

На годовом Общем собрании акционеров ГМК «Норильский никель», состоявшемся 28 июня 2010 года, был избран состав Совета директоров, в который вошли 4 директора от «Интерроса», 3 директора от «Русала», 3 исполнительных директора, 3 независимых директора.²⁹ Председателем Совета директоров Компании на первом заседании Совета директоров в новом составе, состоявшемся после окончания собрания акционеров, был избран В.Н. Титов. А. Волошин, вопреки ожиданиям О. Дерипаска, в Совет директоров не вошел.

Таким образом, обе стороны не придерживались установленных в 2008 году договоренностей: Дерипаска номинировался в Совет директоров, а «Интеррос» продвинул больше представителей лояльного ему менеджмента «Норильского никеля» за счет сокращения мест «Русала».

В октябре 2010 года блокпакет «Норильского никеля» у «Русала» за \$9 млрд предлагал купить Потанин. В декабре уже \$12 млрд за блокпакет предложил сам «Норильский никель», в феврале ГМК давала \$12,8 млрд за 20%. Все эти предложения

²⁸ «Норникель» отдаст 50 % прибыли на дивиденды за год [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/news/2010/05/27/nornikel_otdast_50_pribyli_na_dividendy_za_god (дата обращения 28.03.2017).

²⁹ Годовой отчет за 2010 год [Электронный ресурс] // Сайт компании «Норильский никель». – Режим доступа: http://www.nornik.ru/_upload/editor_files/file1634.pdf (дата обращения 28.03.2017).

компания «Русал» отвергла. Каждый раз оценка «Норникеля» для сделки росла: с \$36 млрд до \$64 млрд (последняя оценка была на 43% выше рынка). И февральское предложение совладельцы «Русала» – Михаил Прохоров, Виктор Вексельберг и Леонард Блаватник (вместе контролировали около 32,8%) поддержали. Против продажи выступил Дерипаска и Glencore. В июне Прохоров заявлял, что будет поддерживать все более выгодные предложения о продаже пакета «Норникеля»³⁰.

В конце декабря 2010 года «Норильский никель» продал 8% акций трейдеру Trafigura. Хотя формально эта структура не является дочерней, как в предыдущих случаях продажи казначейских акций, сделка вызвала подозрения у представителей «РУСАЛА», так как она не одобрялась советом директоров, а у Trafigura была возможность сговора с менеджментом «Норильского никеля», так как компания была заинтересована в том, чтобы продавать продукцию ГМК³¹. В январе 2011 года «Норильский никель» также совершил обратный выкуп акций на 3,5 миллиарда долларов³². При этом «Русал» не мог участвовать в обратном выкупе, так как его пакет был заложен под обеспечение кредита

³⁰ «Норникель» снова хочет выкупить пакет US Rusal [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/08/16/chetvertaya_popytka (дата обращения 28.03.2017).

³¹ Вектор [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2010/12/24/vektor> (дата обращения 28.03.2017).

³² «Норильский никель» купит больше своих акций, чем планировал компаний [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/01/24/dobavyat_500 mln (дата обращения 28.03.2017).

от ВЭБ. Обе сделки «Русал» оспаривал в суде, что привело к временному аресту акций³³³⁴. К марту 2011 года Потанин нарастил долю в «Норильском никеле» до 30%³⁵.

На внеочередном Общем собрании акционеров, созванном по требованию «Русала», 11 марта 2011 года был избран новый состав Совета директоров, в который вошли 4 директора от «Интерроса», 2 директора от «Русала», 2 исполнительных директора, 2 независимых директора, 1 представитель государства, 1 директор от «Металлоинвеста», 1 директор от Trafigura.³⁶ Весной совокупная доля «Интерроса», «Норникеля» и Trafigura стала превышать 45%, а у «Русала» и «Металлоинвеста» было не больше 30%³⁷.

В сентябре 2011 года «Норильский никель» в четвертый раз предложил «Русалу» продать свой блокпакет, но последний отказался³⁸, хотя и не без споров между своими акционерами о правильности отказа³⁹.

³³ «РУСАЛ» оспаривает сделки «Норникеля» в английском и американском судах компаний [Электронный ресурс] // Сайт Вести.ру. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/02/14/us_rusal_osparivaet_sdelki_nornikelya_v_anglijskom_i (дата обращения 28.03.2017).

³⁴ Квазиказначейские акции «Норильского никеля» арестованы [Электронный ресурс] // Сайт Вести.ру. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/02/08/karibskij_arest (дата обращения 28.03.2017)

³⁵ Владимир Потанин стал крупнейшим акционером «Норильского никеля» [Электронный ресурс] // Сайт Вести.ру. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/03/10/potantin_poluchil_preimuschestvo (дата обращения 28.03.2017).

³⁶ Отчет об итогах голосования на ВОСА 11 марта 2011 года [Электронный ресурс] // Сайт компании «Норильский никель». – Режим доступа: http://www.nornik.ru/_upload/editor_files/file1546.pdf (дата обращения 28.03.2017).

³⁷ Алишер Усманов взял сторону Олега Дерипаски в конфликте в «Норильском никеле» [Электронный ресурс] // Сайт Вести.ру. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/03/15/soyuznik_deripaski (дата обращения 28.03.2017).

³⁸ «Русал» снова отказался продать акции «Норильского никеля» [Электронный ресурс] // Сайт Вести.ру. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/09/06/shans_na_kontrol (дата обращения 28.03.2017).

Годовое общее собрание акционеров в 2012 году прошло мирно. Состав совета директоров «Норильского никеля» по итогам голосования почти не изменился. Впрочем, совет вновь возглавил представитель «Интерроса». Хотя «Русал», как и прежде, выдвигал на этот пост А. Волошина⁴⁰.

Осенью 2012 года «Русал» впервые одержал победу в суде над «Норильским никелем»: суд признал незаконным решение о выкупе 7% акций на 4,5 миллиарда долларов⁴¹.

Конфликт завершился неожиданно: для урегулирования спора, длившегося несколько лет, в качестве независимого арбитра был призван Р. Абрамович. 10 декабря 2012 года стороны подписали 10-летнее соглашение и прекратили все судебные разбирательства. «Интеррос» и «Русал» продали 4,87% акций «Норникеля» Millhouse Р.Абрамовича за \$1,487 млрд. Этот пакет Millhouse перевела на специальный счет в банке-агенте, туда же примерно по 7% акций передали «Русал» и «Интеррос». При этом владельцы всех внесенных в банк пакетов акций сохранили право собственности⁴². Управлять акциями на этом счете (всего там оказалось около 20% «Норникеля») призвана компания Millhouse - именно она будет следить, чтобы соблюдались условия соглашения. Например, если мнения «Русала» и «Интерроса» по ключевым вопросам разойдутся, Millhouse проголосует против – и обсуждение начнется

³⁹ Конфликт в «РУСАЛ» набирает обороты [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2012/06/29/konflikt_v_uc_rusal_nabiraet_oboroty (дата обращения 28.03.2017).

⁴⁰ Оттепель в Норникеле [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2012/07/02/ottepel_v_nornikele (дата обращения 28.03.2017)

⁴¹ ОК «РУСАЛ» одержала первую победу в судах над «Норильским никелем» [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2012/10/10/uc_rusal_pereplavila_nikel (дата обращения 28.03.2017).

⁴² Вторая мировая [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2012/12/05/vtoraya_mirovaya (дата обращения 28.03.2017).

заново⁴³. Условия соглашения также включали в себя погашение квазиказначейского пакета акций и увеличение дивидендов с 20–25% чистой прибыли до половины годовой EBITDA⁴⁴.

Главное отличие данного соглашения от заключенного в 2008 г. – появление третьей стороны в лице Р. Абрамовича. Он выступает третьей стороной, гарантирующей исполнение мирового соглашения. 4 апреля 2016 года «Норникель» объявил о новой формуле расчета дивидендов. Теперь компания будет отдавать акционерам 60% EBITDA, если соотношение чистого долга и EBITDA меньше 1,8. Если оно больше 2,2 - на дивиденды компания направит 30% EBITDA. Коэффициент выплат будет рассчитываться исходя из долговой нагрузки на 31 декабря каждого года. До сих пор компания платила в виде дивидендов половину EBITDA. После объявления о новой формуле расчета выплат «Норникель» на Лондонской бирже подорожал на 3,1% до \$20,7 млрд.⁴⁵

1.6.2. Проблемы в корпоративном управлении в ГМК «Норильский никель»

Использование «квазиказначейских» акций при голосовании на ОСА

Согласно п.2. ст. 72⁴⁶ ФЗ «Об акционерных обществах» общество, если это предусмотрено его уставом, вправе приобретать размещенные им акции по решению общего собрания акционеров или по решению совета директоров (наблюдательного совета) общества. Эти акции, находящиеся в собственности эмитента, называются

⁴³ В многолетнем конфликте акционеров ГМК «Норильский никель» поставлена точка [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2012/12/28/mir_v_nornikele (дата обращения 28.03.2017).

⁴⁴ Там же.

⁴⁵ Структура Абрамовича и Абрамова готова увеличить пакет в Норникеле [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/04/12/637372-paket-nornikele> (дата обращения 28.03.2017).

⁴⁶ ФЗ «Об акционерных обществах», ст. 72. [Электронный ресурс] // Сайт КонсультантПлюс. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/02357c13ce1cdc26c49e1fd44a40fa341fb8ea37/ (дата обращения 28.03.2017).

казначейскими. Согласно п.3. ст. 72 ФЗ «Об акционерных обществах» такие акции не предоставляют права голоса, они не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. «Квазиказначейскими» называют казначейские акции, которые были выкуплены дочерними структурами эмитента. В РФ, в отличие от всех остальных стран ОЭСР, где квазиказначейские акции приравниваются к казначейским по предоставляемым правам, квазиказначейские акции предоставляют право голоса⁴⁷. Такой пробел в законодательстве предоставляет менеджменту материнской компании возможность фактически контролировать её, указывая дочерним структурам, как им голосовать своими акциями на собрании акционеров. В рассматриваемом кейсе, менеджмент «Норильского Никеля» был лоялен «Интерросу», поэтому дочерние компании на общих собраниях акционеров голосовали в пользу решений, поддерживаемых «Интерросом». Таким образом, «Интеррос», владевший 29,8 % акций ГМК, имел больше прав контроля, при сравнимом с «Русалом» пакете в 25 %⁴⁸. В частности, это являлось одной из причин, по которой «Русалу» стабильно не удавалось достигнуть паритета в совете директоров.

Несбалансированная структура совета директоров

Большую часть времени в совете директоров «Норникеля» преобладали директора от «Интерроса». А поскольку менеджмент «Норникеля» был лоялен «Интерросу» и поддерживал предлагаемые его представителями решения, «Русалу» не удавалось оказать существенного влияния на оперативное управление компанией, хотя фактически он владел схожим пакетом акций. Это привело к жалобам со стороны «Русала» на то, что компания управляется только в интересах «Интерроса», причем с нарушением

⁴⁷ «Дочкам» могут запретить голосовать акциями материнских компаний [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/economics/articles/2015/08/06/603718-dochkam-mogut-zapretit-golosovat-aktsiyami-materinskih-kompanii> (дата обращения 28.03.2017).

⁴⁸ Приглашение принято [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2008/07/30/priglasenie-prinyat> (дата обращения 28.03.2017).

общемировых принципов корпоративного управления⁴⁹. Не факт, что добившись паритета или даже перевеса в совете директоров «Русал» бы стал продвигать решения, которые бы шли на пользу компании, а не отдельно взятым акционерам, ведь известно, что «Русал», обремененный гигантским долгом, всегда пытался увеличить размер выплачиваемых дивидендов, что сокращало бы инвестиционные возможности компании⁵⁰. Таким образом, можно сказать, что «Русал» боролся не за соблюдение принципа корпоративного управления о том, что директора должны действовать в интересах компании, а за то, чтобы этот принцип нарушался в его пользу, а не в пользу «Интерроса».

1.6.3. Выводы по кейсу

Конфликт акционеров ГМК «Норильский никель» обладает несколькими важными с точки зрения российской специфики корпоративного управления чертами. Во-первых, первоначально собственниками компании были В.Потанин и М.Прохоров, состоящие в дружеских отношениях, что является одной из специфических черт корпоративного управления в России. Во-вторых, члены совета директоров поддерживали решения, выгодные акционеру, номинировавшему их в совет директоров, а не решения, идущие на благо акционерам общества в целом, о чем говорит постоянная борьба конфликтующих акционеров за «своих» представителей в совете директоров.

Данный конфликт вытекает из типичной проблемы разнонаправленных интересов акционеров-инсайдеров и акционеров-аутсайдеров. В.Потанин, управлявший данным бизнесом на протяжении долгих лет, был заинтересован в реинвестировании получаемых компанией прибылей и развитием компании в долгосрочной перспективе, а О.Дерипаска,

⁴⁹ UC Rusal не удалось переизбрать совет директоров «Норникеля» Норникеле [Электронный ресурс] // Сайт Вести.ру. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2010/10/21/uc_rusal_ne_udalos_pereizbrat_sovet_direktorov_nornikelya (дата обращения 28.03.2017).

⁵⁰ Конфликт акционеров пойдет на пользу «Норникелю» Норникеле [Электронный ресурс] // Сайт Вести.ру. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2010/07/29/konflikt-akcionerov-pojdet-na-polzu-nornikelyu> (дата обращения 28.03.2017).

компания которого была обременена гигантским долгом, - в получении высоких дивидендов, которые можно было бы направить для погашения этого долга.

Для разрешения данного конфликта использовались такие методы, как переговоры (стороны в 2008 году заключили соглашение о паритете в совете директоров), обращение в суд («Русал» подавал иски о необходимости погашения квазиказначеских акций) и медиация (добровольное привлечение Р.Абрамовича в качестве независимой третьей стороны, следящей за исполнением условий соглашения).

В конечном итоге качество корпоративного управления в компании улучшилось. Во-первых, в ходе переговоров была выработана четкая и ясная схема выплаты дивидендов, являвшихся камнем преткновения конфликтующих акционеров. Во-вторых, стороны стали соблюдать договоренность о паритете в совете директоров, что уменьшает вероятность принятия решений, выгодных лишь одной стороне. В-третьих, компания избавилась от квазиказначеских акций, использование которых в развитых странах запрещено.

1.7. Выводы к главе

Данная глава посвящена описанию того, что такое корпоративный конфликт между акционерами, каковы его предпосылки и возможные последствия. Помимо разногласий между акционерами, вызванными расхождениями во взглядах на управление обществом, которые обычно разрешаются мирным голосованием на общем собрании акционеров, существуют также открытые противостояния между акционерами, вызванные конфликтом интересов. Именно такие противостояния относятся к категории конфликтов «принципал-принципал» или, иными словами, корпоративных конфликтов между акционерами. Согласование интересов различных заинтересованных сторон, которое необходимо для устранения конфликта интересов, является одной из основных функций корпоративного управления. Именно поэтому значительная часть первой главы посвящена описанию того, что такое корпоративное управление, каковы его принципы, роль в разрешении корпоративных конфликтов и специфика в России. В конце главы представлен кейс ГМК «Норильский никель», конфликт в которой является одним из самых громких

корпоративных конфликтов в России за последние годы. В кейсе представлена хронология событий, анализ основных проблем в корпоративном управлении в данной компании, проклассифицированы использованные методы разрешения конфликта и проиллюстрированы специфические черты корпоративного управления в России, такие как концентрация собственности в руках акционеров, являющихся друзьями, неясное осознание советом директоров своей роли в управлении корпорацией и несовершенство законодательства, допускающее голосование квазиказначейскими акциями, и не обеспечивающее надлежащий уровень защиты прав акционеров.

ГЛАВА 2. ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ КОМПАНИЙ

Данная глава посвящена описанию показателей оценки финансовой результативности компаний. Сначала в данной главе дается обоснование выбора термина «результативность», затем рассматриваются бухгалтерские и рыночные показатели результативности, наиболее часто используемые в исследованиях о взаимосвязи корпоративного управления и результативности деятельности компаний, а также проводится обзор эмпирических исследований на тему корпоративных конфликтов.

2.1. Результативность и эффективность

В русском языке понятия «результативность» и «эффективность» являются схожими по смыслу и часто используются как синонимичные. Однако все же между ними есть различия. На английский язык «результативность» принято переводить как «effectiveness», а «эффективность» как «efficiency». Для того чтобы наглядно продемонстрировать разницу между этими понятиями, уместно будет привести цитату П. Дракера⁵¹: «Efficiency is doing things right; effectiveness is doing the right things» (Эффективность означает делать вещи правильно, а результативность – делать правильные вещи). Но в чем разница между фразами «делать вещи правильно» и «делать правильные вещи»? Делать вещи правильно – это действовать экономно, не растрачивая ресурсы и фокусируясь на затратах, а делать правильные вещи – это достигать поставленных целей. В национальном стандарте РФ системы менеджмента качества (ГОСТ Р ИСО 9000-2015⁵²) даются аналогичные определения: эффективность (efficiency)-соотношение между достигнутым результатом и использованными ресурсами, результативность (effectiveness) – степень реализации запланированной деятельности и достижения запланированных результатов.

⁵¹Цитаты Питера Дракера [Электронный ресурс] // Сайт Brainyquote. – Режим доступа: <https://www.brainyquote.com/quotes/quotes/p/peterdruck134881.html> (дата обращения: 31.03.2017)

⁵²ГОСТ ИСО 9000-2015[Электронный ресурс] // Электронный фонд правовой и нормативно-технической документации. . – Режим доступа: http://docs.cntd.ru/document/1200124393_(дата обращения: 31.03.2017)

В зарубежных исследованиях часто встречается термин «firm/company performance», например в [Jameson, Prevost, Puthenpurackal, 2014; Gutierrez, Tribo, Mariano, 2012]. Вероятно, авторы таких исследований используют данный термин, чтобы избежать путаницы в понятиях и не запутывать читателей. Некоторые исследователи полагают, что «performance» объединяет термины «effectiveness» и «efficiency» [Neely, Gregory & Platts, 1995]: «Performance measurement refers to the process of measuring the action's efficiency and effectiveness». С.Черемушкин в своих статьях использует термин «результативность» и приравнивает его к английскому «performance», подчеркивая, что это многосмысловой термин.⁵³ В российских научных исследованиях принято придерживаться термина «финансовая результативность» (см. напр. [Ильина, Березинец, Орлова, 2009; Березинец, Ильина, Черкасская, 2013; Седаш, Левицкий, 2014; Соболева, 2016], поэтому в данной работе для оценки деятельности компании будет использоваться термин «финансовая результативность».

Измерение финансовой результативности компании крайне важно для менеджеров и собственников компаний, поскольку снабжает их объективным критерием оценки правильности тех или иных управленческих решений, помогает проследить динамику развития компании и сравнить свою компанию с соперниками по борьбе за вложения инвесторов. Измерение результативности деятельности компании также лежит в основе ценностно-ориентированного менеджмента (value-based management - VBM⁵⁴).

2.2. Бухгалтерские показатели результативности

Бухгалтерская отчетность компаний дает широкие возможности для анализа деятельности компании и для расчета показателей результативности в том числе. Недаром [Zuca, Tinta, 2012, p.1] называют отчет о прибылях главным инструментом анализа

⁵³Управление результативностью [Электронный ресурс] // Сайт Сергея Черемушкина. – Режим доступа: http://sergei-cheremushkin.ru/performance_management/performance_mgmt_approaches.html (дата обращения: 31.03.2017)

⁵⁴Что такое VBM [Электронный ресурс] // Сайт McKinsey. – Режим доступа: <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/what-is-value-based-management> (дата обращения: 31.03.2017)

результативности компаний. Бухгалтерские показатели результативности рассчитываются на основе информации, представленной в отчетности компании и, соответственно, используются для оценки финансовой результативности как публичных, так и непубличных компаний, что является достоинством данной категории показателей. Недостаток бухгалтерских показателей результативности заключается в том, что в краткосрочном периоде манипулирование бухгалтерской отчетностью со стороны компании может приводить к неправильной оценке результативности со стороны исследователей или рынка. К бухгалтерским показателям относятся, например, рентабельность активов (ROA), рентабельность собственного капитала (ROE), рентабельность продаж (ROS), рентабельность инвестиций (ROI), маржа прибыли, прибыль на акцию (относительные показатели), а также чистая прибыль, EBITDA, EBIT, размер дивидендов (абсолютные показатели). Поскольку относительные показатели позволяют сравнивать компании разного размера между собой, в данном разделе уделяется внимание именно им.

2.2.1. Рентабельность активов (ROA)

Общая формула для расчета рентабельности активов выглядит следующим образом:

$$ROA = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Активы}} * 100\% \quad (2.1)$$

В зависимости от того, какую часть активов включать в знаменатель, рентабельность активов может принимать следующие формы:

$$ROTA = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Total assets}} * 100\% \quad (2.2)$$

$$RONA = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Чистые активы}} * 100\% \quad (2.3)$$

$$RNOA = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Чистые операционные активы}} * 100\% \quad (2.4)$$

Показатель RONA (Return on Net Assets) эквивалентен показателю ROCE (Return on Capital Employed), а показатель RNOA (Return on Net Operating Profit) – показателю ROIC (Return on Invested Capital). Под показателем ROA обычно подразумевают именно ROTA, причем для расчета берется среднегодовая величина активов. За операционную прибыль допускается брать как EBIT, так и чистую прибыль, скорректированную на величину уплаченных процентов с учетом налоговой ставки (см. формулу 2.5):

$$EBI = NI + i * (1 - t), \quad (2.5)$$

где NI – величина чистой прибыли за период, t – ставка налога, i – уплаченные за период проценты

Представленный список вариаций расчета рентабельности активов не является исчерпывающим: исследователи J.Jewell и J.Mankin в своем анализе⁵⁵ выделили 11 формул для расчета рентабельности активов, варьирующихся по тому, какая прибыль берется в числителе, какие активы берутся в знаменателе и за какой период времени (средние или на начало периода).

Исследователи [Al-Matari, Al-Swidi, Hanim, 2014, p.28] выяснили, что рентабельность активов является наиболее часто используемым бухгалтерским показателем в исследованиях, направленных на изучение взаимосвязи различных характеристик корпоративного управления и финансовой результативности компаний. Согласно публикации Deloitte «Success or struggle: ROA as a true measure of business performance», рентабельность активов является более сбалансированной мерой результативности компаний, так как, в отличие от рентабельности собственного капитала, учитывает дополнительный риск, присущий компании с высокой долговой нагрузкой, и меньше подвержена манипуляциям по искусственному завышению чистой прибыли с помощью изменения методов учета. ROA помогает определить, насколько продуманные решения по использованию имеющихся активов принимает менеджмент: если активы

⁵⁵What is your ROA? An investigation of the many formulas for calculating return on assets [Электронный ресурс] // Сайт FPO – Режим доступа: <http://www.freepatentsonline.com/article/Academy-Educational-Leadership-Journal/273616188.html> (дата обращения: 31.03.2017)

используются в проектах с низкой доходностью, рентабельность активов будет снижаться, и наоборот.

2.2.2. Рентабельность собственного капитала (ROE)

Согласно [Al-Matari, Al-Swidi, Hanim, 2014, p.29], рентабельность собственного капитала является вторым по популярности бухгалтерским показателем результативности в исследованиях о взаимосвязи характеристик корпоративного управления и финансовой результативности компаний. Рентабельность собственного капитала рассчитывается по следующей формуле:

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}} * 100\% \quad (2.6)$$

Причем собственный капитал принято брать либо на начало года, либо средний за год (второй вариант предпочтительнее). Как и для ROA, для ROE существует несколько формул расчета⁵⁶. Чтобы понять, сколько денежных единиц генерирует одна денежная единица, вложенная держателями обыкновенных акций, нужно из чистой прибыли вычесть дивиденды по привилегированным акциям, а из собственного капитала – часть, приходящуюся на держателей привилегированных акций⁵⁷ (см. формулу 7):

$$ROCE = \frac{NI - Preferred\ dividends}{Common\ Equity}, \quad (2.7)$$

где *NI* – чистая прибыль за год, *Preferred dividends* – дивиденды по привилегированным акциям, *Common Equity* – обыкновенный акционерный капитал

Рентабельность собственного капитала, в отличие от рентабельности активов, показывает отдачу для акционеров и характеризует эффективность использования только

⁵⁶Рентабельность собственного капитала [Электронный ресурс] // Сайт Investopedia – Режим доступа: <http://www.investopedia.com/terms/r/returnonequity.asp> (дата обращения: 31.03.2017)

⁵⁷Рентабельность собственного капитала [Электронный ресурс] // Сайт Cfin. – Режим доступа: http://www.cfin.ru/encycl/return_on_equity.shtml (дата обращения: 31.03.2017)

той части активов, которая принадлежит инвесторам. С одной стороны, это является достоинством рассматриваемого показателя, так как помогает акционерам быстро определить отдачу от совершенной инвестиции. Но с другой стороны, ROЕ не учитывает долговую нагрузку на компанию и, соответственно, более высокий уровень риска. Таким образом, в краткосрочной перспективе этим показателем легче манипулировать, чем ROA, так как можно, многократно увеличив долговое финансирование, заметно повысить прибыли и тем самым повысить значение показателя ROЕ, но при этом под угрозу ставится долгосрочная жизнеспособность компании⁵⁸. При сравнении различных компаний по данному показателю, стоит учитывать, что рентабельность собственного капитала также подвержена влиянию масштаба деятельности. Так, например, у большой диверсифицированной корпорации с высокими значениями собственного капитала ROЕ будет ниже, чем у небольшой узкоспециализированной фирмы с низкими значениями собственного капитала, но это вовсе не будет означать, что первая компания функционирует хуже второй: просто чем больше величина собственного капитала, тем сложнее поддерживать прибыли на высоком уровне.

2.2.3. Маржа прибыли (Profit margin – PM)

Маржа прибыли рассчитывается по следующей формуле:

$$PM = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} * 100\% \quad (2.8)$$

Маржа прибыли показывает, сколько процентов с каждой заработанной денежной единицы остается в распоряжении компании в виде прибыли. Приведенная выше формула используется для расчета чистой маржи прибыли (Net Profit Margin). В зависимости от фокуса анализа можно рассчитывать также доналоговую маржу прибыли (Pretax Profit Margin), маржу валовой прибыли (Gross Profit Margin) и операционную маржу прибыли (Operational Margin). Формулы для расчета данных показателей различаются только

⁵⁸Deloitte «Success or struggle: ROA as a true measure of business performance» [Электронный ресурс] // Сайт Deloitte – Режим доступа: <https://dupress.deloitte.com/dup-us-en/topics/operations/success-or-struggle-roa-as-a-true-measure-of-business-performance.html> (дата обращения: 31.03.2017)

показателем в числителе (чистая прибыль, прибыль до уплаты налогов, валовая прибыль и операционная прибыль, соответственно). Показатель операционной маржи прибыли идентичен показателю рентабельности продаж (ROS) и подходит для анализа операционной результативности.

Маржа прибыли обычно используется в исследованиях наряду с другими показателями результативности. Так, например, в [AlManaseer, Al-Hindawi, Al-Dahiyat, Sartawi, 2012; Dar, Naseem, Rehman, Niazi, 2011], для оценки финансовой результативности компании используются показатели рентабельности активов, рентабельности собственного капитала, маржи прибыли и прибыли на акцию.

2.2.4. Прибыль на акцию (Earnings per share – EPS)

Прибыль на акцию (EPS) показывает, какая часть прибыли доступна к распределению между владельцами обыкновенных акций. Согласно международному стандарту финансовой отчетности № 33 базовую EPS рассчитывают по следующей формуле⁵⁹:

$$EPS = \frac{NI - Preferred Dividends}{S} \quad (2.9)$$

Где NI – чистая прибыль, Preferred Dividends – дивиденды по привилегированным акциям,

S – средневзвешенное количество обыкновенных акций за период

Помимо базовой прибыли на акции упомянутый международный стандарт также определяет формулу для расчета разводненной прибыли на акцию (Diluted EPS) – показателя, учитывающего возможные изменения количества обыкновенных акций в обращении за счет конвертации других ценных бумаг компании в обыкновенные акции, а также изменения прибыли вследствие такой конвертации. Такой показатель очень важен,

⁵⁹Журнал МСФО (IAS) 33 Прибыль на акцию [Электронный ресурс] // Сайт Финотчет – Режим доступа: <http://finotchet.ru/articles/151/> (дата обращения: 31.03.2017)

например, в случаях, когда в компании предусмотрены защитные меры против враждебного поглощения в виде планов привилегированных акций, предоставляющих акционерам опцион на предъявление своих привилегированных акций к конвертации в обыкновенные и тем самым заметно увеличивать количество акций в обращении.

Прибыль на акцию является одним из самых используемых показателей для оценки результативности. Согласно опросу, проведенному [R. Graham, R.H. Campbell, S. Rajgopal, 2005, p. 20], в котором участвовало 400 финансовых директоров американских компаний, прибыль (и, соответственно, прибыль на акцию) является самым важным показателем результативности, который транслируется рынку. К тому же EPS часто ложится в основу оценки акций и используется в схемах вознаграждения менеджмента, что свидетельствует о том, что прибыль на акцию достаточно точно аппроксимирует результативность компании. Прибыль на акцию просто рассчитывается и интерпретируется: чем больше рост данного показателя, тем больше результативность. Согласно [P.R. Brown, 1999, p.62], когда прибыль на акцию не соответствует ожидаемому показателю EPS хоть на несколько центов, цена акций компании значительно падает.

Несмотря на широкое использование и простой расчет и интерпретацию, EPS обладает несколькими важными недостатками. Во-первых, данный показатель недостаточно точно отражает создание ценности для акционеров, поскольку он не учитывает стоимость капитала, которая растет с повышением долговой нагрузки⁶⁰. Во-вторых, поскольку вознаграждение многих менеджеров привязано к прибыли на акцию, менеджеры начинают заниматься не максимизацией ценности для акционеров, а максимизацией данного показателя. Так, [D. Bergstresser, T. Philippon, 2006, p. 517] обнаружили, что в компаниях, где вознаграждение топ-менеджмента более тесно привязано к цене акций, гораздо чаще наблюдается манипулирование прибылями. И наконец, сравнение компаний по данному показателю может ввести в заблуждение,

⁶⁰EPS as a measure of financial performance: do we interpret it appropriately? [Электронный ресурс] // Сайт Gaaaccounting – Режим доступа: <http://www.gaaaccounting.com/earnings-per-share-as-a-measure-of-financial-performance-do-we-interpret-it-appropriately/> (дата обращения: 31.03.2017)

поскольку показатель прибыли на акцию не содержит никакой информации о том, какого размера активы были использованы для достижения того или иного уровня прибыли.

2.3. Рыночные показатели результативности

Для расчета рыночных показателей результативности требуется не только информация, содержащаяся в бухгалтерской отчетности, которая подвержена манипулированию, но и информация с рынка. В краткосрочной перспективе манипулирование отчетностью может повлиять на оценку компании рынком, так как аналитики в той или иной мере опираются на отчеты компаний, уо рано или поздно обман раскроется, и цена акций компании упадет, как это было в скандальном кейсе компании Enron⁶¹, поэтому в долгосрочной перспективе и бухгалтерские и рыночные показатели результативности дают схожие результаты. К рыночным показателям эффективности относят, например, коэффициент Тобина (Tobin's Q), рыночную капитализацию, экономическую добавленную ценность (EVA), рыночную добавленную ценность (MVA), рентабельность инвестиций акционеров (TSR), мультипликаторы MV(Market-to-Book Value) и PE (Price-to Earnings), дивидендную доходность и кумулятивную абнормальную доходность (CAR – Cumulative Abnormal Return).

2.3.1. Коэффициент Тобина (Tobin's Q)

Согласно [Al-Matari, Al-Swidi, Nanim, 2014, p.32], коэффициент Тобина является самым используемым рыночным показателем результативности. Однако его расчет осуществляется гораздо сложнее, чем расчет приведенных выше бухгалтерских показателей, поэтому зачастую исследователи разрабатывают упрощенные формулы коэффициента Тобина, которые не требуют использования большого количества источников, доступа к информации, которая зачастую находится в закрытом доступе, и расчета рыночной стоимости долгосрочного долга компании.

⁶¹Enron scandal [Электронный ресурс] // Сайт Security Exchange commission – Режим доступа:<https://www.sec.gov/news/press/2004-18.htm> (дата обращения: 31.03.2017)

Первоначально коэффициент Тобина был разработан в 1969 году экономистами Джеймсом Тобином и Уильямом Брэйнардом. Коэффициент Тобина рассчитывается как отношение рыночной стоимости активов компании к восстановительной стоимости. Восстановительная стоимость активов компании равна стоимости приобретения всех активов, имеющих в распоряжении компании, по текущим рыночным ценам. Если коэффициент Тобина больше 1, это означает, что рыночная стоимость активов компании превышает балансовую, что создает стимул для инвесторов вкладываться в данную компанию, так как капитал данной компании стоит больше, чем за него заплачено.

В одной из ранних работ, посвященных альтернативным формулам расчета коэффициента Тобина [Lindenberg, Ross, 1981, p. 10-13], предлагается пользоваться следующей формулой:

$$Tobin's Q = \frac{MVD + MV(common\ stock) + MV(preferred\ stock)}{TA + RNP - HNP + RINV - HINV} \quad (2.10)$$

где MVD – рыночная стоимость долга,

$MV(common\ stock)$ – рыночная стоимость обыкновенных акций,

$MV(preferred\ stock)$ – рыночная стоимость привилегированных акций,

TA – суммарная величина активов компании,

RNP (*replacement cost of net plant*) – восстановительная стоимость внеоборотных активов,

HNP (*historical cost of net plant*)-историческая стоимость внеоборотных активов,

$RINV$ (*replacement cost of inventories*)-восстановительная стоимость запасов,

$HINV$ (*historical cost of inventories*) – историческая стоимость запасов

Рыночную стоимость долга Линденберг и Росс предлагают рассчитывать исходя из срока погашения облигаций, купонной доходности и текущей доходности к погашению [Lindenberg, Ross, 1981, p. 11].

Расчет коэффициента Тобина по формуле Линденберга и Росса – достаточно трудоемкий процесс, поэтому на практике чаще используется аппроксимирующая формула, разработанная К.Чангом и С.Пруиттом [Chung, Pruitt, 1994, p.71] (см. Формулу 2.11):

$$\text{Approximate } Q = \frac{MVE + PS + Debt}{TA} \quad (2.11)$$

MVE – рыночная капитализация компании,

PS–стоимость привилегированных акций,

Debt–сумма долгосрочных и краткосрочных обязательств,

TA–суммарная величина активов

Согласно [Chung, Pruitt, 1994, p.71], в случае отсутствия данных о рыночной оценке долга и привилегированных акций, допускается использование балансовых значений. Проведенный упомянутыми исследователями анализ показал, что значения коэффициента Тобина, полученные с помощью разработанной ими формулы, близки к значениям, полученным на основе формулы Линденберга и Росса, и поэтому данная формула является достаточно точной оценкой коэффициента Тобина.

Несмотря на то, что в эмпирических исследованиях часто используется коэффициент Тобина как мера результативности компании, исследователи [Dybvig, Warachka, 2012, p.2] считают, что коэффициент Тобина не подходит для использования в качестве меры результативности компании, поскольку недоинвестирование в компанию снижает её результативность, однако повышает коэффициент Тобина, и, следовательно, рост коэффициента Тобина не всегда означает рост результативности.

2.3.2. Экономическая добавленная стоимость (Economic Value Added – EVA)

Показатель экономической добавленной стоимости был разработан сотрудниками компании Stern Stewart&Co Д. Стерном и Б. Стюартом [Ивашковская, 2004, с.114] в конце 1980-х гг. и рассчитывается по следующей формуле:

$$EVA = NOPAT - WACC * IC \quad (2.12)$$

где *NOPAT* (*net operating profit after taxes*) – чистая операционная прибыль после уплаты налогов, *WACC* – средневзвешенная стоимость капитала, *IC* (*invested capital*) – инвестированный капитал

Стерн и Стюарт также разработали 164 корректировки, помогающих устранить влияние учетной политики и более точно определить инвестированный капитал [Волков, 2008, с.213-217]. Полный список корректировок является закрытым, но Стерн и Стюарт утверждают, что достаточно использовать лишь основные из них, оказывающие наибольшее влияние на бухгалтерскую отчетность и понятные менеджменту. К основным корректировкам Стерн относит корректировки на величину отложенного налога на прибыль, корректировки на резерв LIFO (*last in first out*), а также корректировки, позволяющие более точно учесть инвестиции в нематериальные активы компании [там же].

Экономическая добавленная стоимость помогает определить, генерирует ли компания ценность от использования инвестированного в неё капитала: если показатель EVA больше нуля, это свидетельствует о том, что компания создает ценность, а если меньше нуля – что уничтожает ценность.

Считается, что EVA как мера создания ценности фирмой превосходит бухгалтерские показатели, так как учитывает структуру капитала через использование средневзвешенной стоимости капитала и, следовательно, уровень риска компании [Sichigea, Vasilescu, 2015, p.489-492], а также учитывает более широкий спектр управленческих решений, включая стратегию, планирование и направления использования капитала. Экономическая добавленная стоимость также тесно коррелирует

с рыночной добавленной стоимостью (MVA), вычисляющейся как разность между рыночной стоимостью компании и инвестированным капиталом [там же]. Такая тесная связь объясняется тем, что компания, генерирующая большую дополнительную ценность для акционеров, оценивается рынком дороже, чем компания, генерирующая меньшую экономическую прибыль, или, иными словами, тем, что MVA является функцией от ожидаемых будущих EVA компании.

К достоинствам EVA относится то, что данный показатель дает менеджерам наглядное представление о затратах на капитал [Брейли, Майерс, 2014, с. 301]. Взглянув на формулу расчета экономической добавленной стоимости, менеджер сразу понимает, что для улучшения значений EVA, ему нужно либо повышать прибыли, либо избавляться от недозагруженных активов, выводя их на аутсорсинг.

К недостаткам EVA относится то, что, как и бухгалтерские показатели, он полезен при оценке прошлых результатов деятельности компании, но не учитывает перспективы ее развития, поскольку для расчета показателя используются данные о прошлых денежных потоках и стоимости капитала, а не о прогнозах будущих денежных потоках [Р.Брейли, С.Майерс, 2014, с. 302]. К тому же, поскольку перечень корректировок, разработанный Стерном и Стюартом, является закрытым, польза показателя EVA в значительной мере зависит от точности его измерения, которой аутсайдерам компании очень тяжело добиться, не зная деталей учетной политики компании.

2.3.3. Рыночная капитализация (Market capitalization)

Рыночная капитализация (синоним рыночной стоимости собственного капитала компании) – это рыночная стоимость всех акций, находящихся в обращении (см. Формулу 2.13):

$$\text{Market Capitalization} = \text{Текущая цена акции} * \text{Количество акций в обращении} \quad (2.13)$$

Именно рыночная капитализация, а не цена акции позволяет сравнивать компании между собой. Часто данный показатель используется для классификации компаний по размеру наряду с суммарной величиной активов или количеством работников.

Классификация компаний по капитализации полезна для инвесторов, которые хотят оценить потенциал роста и рискованность инвестиций: исторически сложилось, что фирмы с большой капитализацией, «голубые фишки», имеют ограниченный потенциал роста, но при этом несут небольшой риск, в то время как компании с низкой рыночной капитализацией обладают высокими перспективами роста, которые сопряжены с высоким риском⁶².

Рыночная капитализация лежит в основе расчета коэффициента Тобина и мультипликатора Market-to-Book-Value, но иногда используется и в качестве самостоятельного показателя финансовой результативности. Например, [A.Apisakul, 2016, p.132] в исследовании о взаимосвязи корпоративного управления и финансовой результативности семейных фирм в Тайланде, выяснил, что имеется статистически значимая взаимосвязь между финансовой результативностью и оценкой корпоративного управления, основанной на таких характеристиках, как наличие семейного владения и менеджеров – членов семей, количество лет, прошедших с выхода на Тайскую биржу и ряд других, причем в качестве мер финансовой результативности в данном исследовании использовались рыночная капитализация, чистая маржа прибыли, рентабельность активов и рентабельность собственного капитала.

Главный недостаток использования рыночной капитализации для оценки финансовой результативности – это проблема сопоставимости, для решения которой можно перейти к доходности акций компании.

2.3.4. Рентабельность инвестиций акционеров (Total return to shareholders)

Рентабельность инвестиций акционеров (TSR – total shareholders' return или TRS – total return to shareholders) показывает, какой прирост капитала и какие дивиденды получили держатели акций за период (см. Формулу 2.14):

⁶²Market Capitalization Defined [Электронный ресурс] // Сайт Investopedia – Режим доступа: <http://www.investopedia.com/articles/basics/03/031703.asp> (дата обращения: 31.03.2017)

$$TRS = \frac{P_1 - P_0 + D}{P_0} * 100\% \quad (2.14)$$

где P_1 – цена акции в конце периода, P_0 – цена акции в начале периода, D – дивиденды, выплаченные за период

Положительные значения данного показателя будут означать, что рынок благоприятно реагирует на принимаемые менеджментом компании решения. Очевидно, что значение данного показателя будет зависеть от выбора начальной и конечной даты. Так, если за конец периода исследователь возьмет день, когда цена акций компании резко упала при том, что до этого она показывала стабильный рост, рентабельность инвестиций акционеров будет занижать реальную результативность компании.

Согласно публикации McKinsey⁶³ TRS является самым распространенным подходом к измерению финансовой результативности, однако у него есть свои ограничения: в краткосрочном периоде в данном показателе в большей степени учитываются ожидания рынка относительно результативности, чем реальная результативность фирмы. Так, менеджерам компаний, которые на протяжении длительного периода времени показывают высокие показатели результативности, становится все сложнее обеспечивать высокую рентабельность инвестиций акционеров, поскольку ожидания рынка по поводу высокой будущей результативности уже закладываются в цену акции в начале периода. Для преодоления данного ограничения рекомендуется использовать TRS совместно с MVA и мультипликатором Market-to-Book-Value: TRS для оценки результативности в аспекте рыночных ожиданий и их изменений, а MVA и мультипликатора MB – в аспекте соотношения рыночных ожиданий и инвестированного капитала.

⁶³Measuring Stock Market performance [Электронный ресурс] // Сайт McKinsey – Режим доступа <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/measuring-stock-market-performance> (дата обращения: 31.03.2017)

К недостаткам данного показателя также относится то, что его значения зависят от текущей экономической ситуации: так, TRS будет низким в период рецессии, несмотря на эффективную работу менеджмента, и высоким во время подъема экономики, даже если менеджеры принимают не самые лучшие управленческие решения.

2.4. Корпоративные конфликты и финансовая результативность компаний

2.4.1. Обзор исследований на тему корпоративных конфликтов и финансовой результативности

На тему взаимосвязи конфликтов между принципалами и финансовой результативности проведено мало исследований, что в совокупности с тем фактом, что проблема «сильный мажоритарий – слабый миноритарий» является одной из основных проблем корпоративного управления в России [Бухвалов, Смирнов, 2012], свидетельствует о том, что исследовательский потенциал еще не полностью раскрыт и подтверждает актуальность темы данной работы.

Одно из первых российских исследований по выявлению взаимосвязи между корпоративными конфликтами и результативностью компаний – это исследование А.Радыгина и С.Архипова «Собственность, корпоративные конфликты и эффективность», опубликованное в 2000 году [Радыгин, Архипов, 2000]. В этом исследовании авторы использовали индекс корпоративного конфликта, построенный по следующей формуле:

$$CCI = d_0 * \sum_{j=1}^N d_j \quad (2.15)$$

где d_0 – бинарная переменная, равная нулю, в случае, если в компании присутствует акционер, владеющий 50% акций, и единице в противном случае, N – число использованных в построении индекса показателей, j – номер показателя, d_j – значение соответствующего показателя

Для построения индекса А.Радыгин и С.Архипов использовали такие показатели: факт выплаты дивидендов по привилегированным акциям, факт осуществления компанией обратного выкупа акций, факт дополнительной эмиссии акций, не связанной с переоценкой основных фондов, количество общих собраний акционеров за последние два года. При этом в качестве показателей результативности были использованы отношение выручки к числу занятых, отношение прибыли к основным фондам, отношение прибыли к выручке (маржа прибыли), отношение выручки к промышленно-производственному персоналу и отношение выручки к основным фондам. Авторы данного исследования сделали неожиданный вывод о том, что для компаний с более высоким уровнем интенсивности корпоративного конфликта характерны более высокие показатели финансовой результативности.

Исследование [Березинец, Ильина, Фахритдинова, 2014, стр.100-135], которое легло в основу данной работы, содержало в себе более продуманный индекс интенсивности корпоративного конфликта, в который было включено больше показателей, касающихся способов экспроприации миноритарных акционеров, и показатель, учитывающий медийную составляющую конфликта. Более того, в работе [Березинец, Ильина, Фахритдинова, 2014, стр.100-135], было устранено неправдоподобное предположение А.Радыгина и С.Архипова о том, что наличие акционера с 50% акций, означает отсутствие потенциала для конфликта, а также были присвоены различные веса показателям, входящим в индекс. В качестве показателя, характеризующего финансовую результативность компании, была взята рыночная капитализация компаний. Исследователи на основе регрессионного анализа сделали вывод о том, что имеется статистически значимая положительная взаимосвязь между интенсивностью корпоративного конфликта и результативностью компании. Такой результат объясняется тем, что чем более интенсивно протекает конфликт, тем больше он привлекает внимания со стороны СМИ, регулирующих органов и рынка, и, соответственно, компания вынуждена в большей мере раскрывать информацию о себе, повышается прозрачность, что положительно влияет на качество корпоративного управления. Также было выяснено, что часто разрешение корпоративного конфликта приводит к появлению политики корпоративного управления в компании, регулирующей

композицию совета директоров и отношения между акционерами, что воспринимается инвесторами как положительный сигнал, говорящий о том, что качество корпоративного управления в данной компании повысилось.

Одной из работ зарубежных авторов на схожую тематику является исследование [Renders, Gaeremynk, 2012, p.125-143] под названием «Корпоративное управление, агентские конфликты типа принципал-принципал и стоимость компании для компаний, котирующихся на Европейских биржах». Авторы данного исследования выяснили, что высокая интенсивность корпоративного конфликта коррелирует с низким качеством и результативностью корпоративного управления. Но при появлении в компании, переживающей конфликт, более качественного корпоративного управления, совмещенного с высокой степенью раскрытия информации, стоимость таких компаний растет. В данной работе для оценки интенсивности конфликта исследователи рассматривали такие показатели, как доля крупнейшего акционера, наличие в компании второго по величине акционера с пакетом более, чем в 10% акций, выпуск акций с различными правами голоса, факт превышения у крупнейшего акционера прав контроля над правами на денежные потоки (такая ситуация складывается вследствие выпуска акций с разным правом голоса), а также отношение дивидендов к прибыли на акцию. Включение данных показателей объяснялось следующим образом: чем больше доля крупнейшего акционера, тем больше у него возможностей определять стратегию компании через продвижение своих кандидатов в совет директоров и извлекать частные выгоды контроля; наличие второго крупного акционера, который имеет средства к сдерживанию крупнейшего собственника, приводит к снижению вероятности экспроприации миноритарных акционеров; выпуск акций с различным правом голоса позволяет контролирующим акционерам разделять права на денежные потоки и на контроль над компанией, что также чревато повышенным риском экспроприации миноритариев; и наконец, большие дивидендные выплаты (большие – составляющие значительную долю от прибыли на акцию) ограничивают возможности для извлечения частных выгод контроля крупнейшим акционером, поскольку оставляют меньшее количество средств в распоряжении компании.

Другие исследования, касающиеся проблемы принципал-принципал [Estwick, 2016; Wellalage, Locke, 2016], рассматривают в качестве зависимых переменных не стоимость или результативность деятельности компаний, а финансовую гибкость компаний, выраженную наличием избыточных ресурсов, и различные характеристики корпоративного управления.

Интересны выводы, полученные испанскими исследователями на выборке непубличных испанских компаний с несколькими блокхолдерами [Gutierrez, Tribo, Mariano, 2012, p.2081]. В упомянутой работе авторы пришли к выводу, что рост числа блокхолдеров, обладающих совокупной долей в 50-60% акций, приводит к увеличению результативности компании. Они объяснили это тем, что блокхолдеры «торгуются» между собой за извлечение частных выгод контроля, и в итоге ни один акционер не может значительно злоупотреблять своим контролирующим положением. Также авторы заметили, что с ростом доли в руках блокхолдеров наблюдается согласование их интересов с интересами миноритариев. Эти наблюдения могут быть применены для анализа конфликтов акционеров в России, так как многие из них – это именно конфликты между блокхолдерами.

Краткий обзор исследований взаимосвязи различных характеристик корпоративного управления и различных финансовых показателей представлен в таблице 1:

Таблица 1. Обзор исследований

Исследование	Выборка	Независимая переменная	Зависимая переменная	Взаимосвязь
А.Радыгин, С.Архипов, 2000	201 русская компания	Индекс интенсивности корпоративного конфликта, составленный на основе 5 показателей	Отношение прибыли/выручки к основным фондам, маржа прибыли	Прямая линейная

Таблица 1 (продолжение) Обзор исследований

Исследование	Выборка	Независимая переменная	Зависимая переменная	Взаимосвязь
И.Березинец, Ю.Ильина, Д.Фахритдинова, 2014	23 российские компании	Индекс интенсивности корпоративного конфликта, составленный на основе 10 показателей	Рыночная капитализация	Прямая линейная
Su, Xu, Phan, 2008	1252 китайские компании	Концентрация собственности	Вознаграждение членов СД, размер СД, доля независимых директоров в СД	U-образная
Santiago-Castro, Brown, 2011	97 бразильских компаний	Индекс экспроприации миноритариев, построенный на основе 8 переменных	ROA, ROE, рыночная капитализация	Обратная линейная
Li, Teng Sun, 2014	3690 американских компаний	Доля собственности менеджмента	Q Тобина	Квадратичная с отрицательным коэффициентом перед X^2
Gutierrez, Tribo, Mariano, 2012	5287 испанских компаний	Число блокхолдеров, в руках которых сосредоточено 50-60% акций	ROA	Прямая линейная

Таблица 1 (продолжение) Обзор исследований

Исследование	Выборка	Независимая переменная	Зависимая переменная	Взаимосвязь
Estwick, 2016	74 компании, торгующиеся на карибской бирже	Размер совета директоров	Отношение нераспределенной прибыли к активам	Прямая
Renders, Gaeremynk, 2012	300 европейских компаний, входящих в индекс FTSEurofirst	Индекс интенсивности конфликта из 5 переменных	$\frac{TA + MVE - BVE}{TA}$ Где TA – активы, MVE и BVE – рыночная и балансовая стоимость СК	Обратная
Ararat, Black, Yurtoglu, 2017	162 турецких компании	Индекс корпоративного управления из 5 переменных	Q Тобина, ROA, Market-to-Book value	Прямая

2.4.2. Формулировка гипотез исследования

Как видно из обзора работ в предыдущем параграфе, результаты существующих исследований, анализирующих взаимосвязь корпоративных конфликтов и результативности деятельности компаний, противоречивы. Но стоит отметить, что выводы об обратной взаимосвязи в исследовании [Renders, Gaeremynk, 2012, p.125-143] были сделаны на основе выборки компаний из европейских стран, которые относятся к развитым странам. Если говорить об исследованиях, проведенных на выборках компаний из развивающихся стран, к которым относится и Россия, то большинство исследователей пришли к выводу о прямой взаимосвязи, исходя из чего была выдвинута следующая гипотеза:

Гипотеза: имеет место прямая взаимосвязь между интенсивностью корпоративного конфликта и финансовой результативностью компаний.

2.5. Выводы к главе

Существуют различные трактовки терминов «эффективность» и «результативность», которые нередко вводят исследователей и читателей в заблуждение, однако в российских научных публикациях устоявшимся является термин «финансовая результативность», который используется для перевода английского «performance», и поэтому был выбран и в данной работе.

И бухгалтерские, и рыночные показатели результативности обладают своими достоинствами и недостатками. Так, бухгалтерские показатели часто критикуются за то, что отражают результативность лишь в краткосрочной перспективе, не учитывая прогнозы будущих денежных потоков, в то время как рыночные показатели считаются ориентированными на долгосрочную перспективу [Gentry, Shen, 2010, p. 514]. Бухгалтерскими показателями результативности легче манипулировать, поскольку отчетность, в отличие от настроений акционеров и аналитиков, находится в прямом ведении менеджеров, но в то же время данная категория показателей помогает сфокусироваться на операционной составляющей результативности. В то же время рыночные показатели подвержены влиянию рыночной конъюнктуры и зависят от фазы экономического цикла, из-за чего могут завышать или занижать реальную результативность компаний. Между исследователями наблюдается согласие, что идеального показателя результативности не существует, а некоторые авторы [Santos, L. A. Brito, 2012, p.96] даже разрабатывают собственные показатели результативности, основанные на субъективных индикаторах.

Также следует отметить, что редко в исследованиях за зависимую переменную берется лишь один показатель, чаще авторы работ используют несколько показателей, включающие как бухгалтерские, так и рыночные. Поэтому в данной работе также предполагается выбрать несколько показателей.

Поскольку из бухгалтерских показателей именно рентабельность активов учитывает уровень риска, вызванный долговой нагрузкой, помогает сфокусироваться на операционном аспекте деятельности, а также меньше подвержена манипуляциям, чем,

например, рентабельность собственного капитала и рентабельность продаж, в данной работе именно этот показатель будет рассматриваться в качестве одного из показателей результативности компании.

Поскольку данная работа частично основывается на данных исследования [Березинец, Ильина, Фахритдинова, 2014, стр.100-135], где в качестве зависимой переменной была использована рыночная капитализация, было решено из рыночных показателей взять доходность акций, которая отражает изменение капитализации и при этом решает проблему сопоставимости разных по масштабу компаний.

ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

3.1. Методология исследования

Эмпирическое исследование, направленное на выявление взаимосвязи между интенсивностью корпоративного конфликта и финансовой результативностью компаний, состоит из двух разделов:

- 1) Анализ с использованием линейных регрессионных моделей
- 2) Выявление эффекта корпоративного конфликта на результативность деятельности компании по методологии difference-in-difference

Методология difference-in-difference нацелена на выявление влияния какого-либо воздействия (англ. treatment), в рассматриваемом случае – корпоративного конфликта – на зависимую переменную. Данная методология подразумевает выбор аналога, в котором не было конфликта, для каждой компании выборки (формирование контрольной группы).

В качестве показателей финансовой результативности были выбраны рентабельность активов, характеризующая операционный аспект деятельности компании, и доходность акций, характеризующая динамику изменения оценки компании рынком.

Исследование взаимосвязи между интенсивностью корпоративного конфликта и финансовой результативностью компаний основано на линейных регрессионных моделях вида:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CCI_{it} + \beta_2 * Size_{it} + \beta_3 * Age_{it} + \beta_4 * Age^2_{it} + \beta_5 * Leverage + \varepsilon_{it}, \quad (3.1)$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 * R_{RTS,it} + \beta_2 * CCI_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (3.2)$$

где $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ – неизвестные коэффициенты, подлежащие оцениванию, ε_{it} – случайная величина, $i=1, 2, \dots, 34, t=1999, 2000, \dots, 2016$

Выявление эффекта конфликта на доходность акций и рентабельность активов по методологии difference-in-difference основано на линейных регрессионных моделях вида:

$$ROA_i = \beta_0 + \omega * T_i + \lambda * t_i + \delta * (T_i * t_i) + \beta_1 * Size + \beta_2 * Age + \beta_3 * Age^2 + \beta_4 * Leverage + \varepsilon_i, \quad (3.3)$$

$$R_i = \beta_0 + \omega * T_i + \lambda * t_i + \delta * (T_i * t_i) + \beta_1 * R_{RTS,i} + \varepsilon_i, \quad (3.4)$$

где $\omega, \lambda, \delta, \beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ – неизвестные коэффициенты, подлежащие оцениванию, ε_i – случайная величина, $i=1, 2, \dots, 34$

Параметры ω, λ, δ моделей, построенных на основе методологии difference-in-difference, отражают следующее: ω – показывает среднюю постоянную разницу в зависимой переменной между контрольной группой и группой компаний, в которых был конфликт, λ – показывает общий для обеих групп временной тренд, δ – реальный эффект, который производит конфликт (оценка δ называется difference-in-difference estimator или double difference estimator). Графическая интерпретация коэффициента δ представлена на рис.2, где данный коэффициент обозначен как Treatment effect:

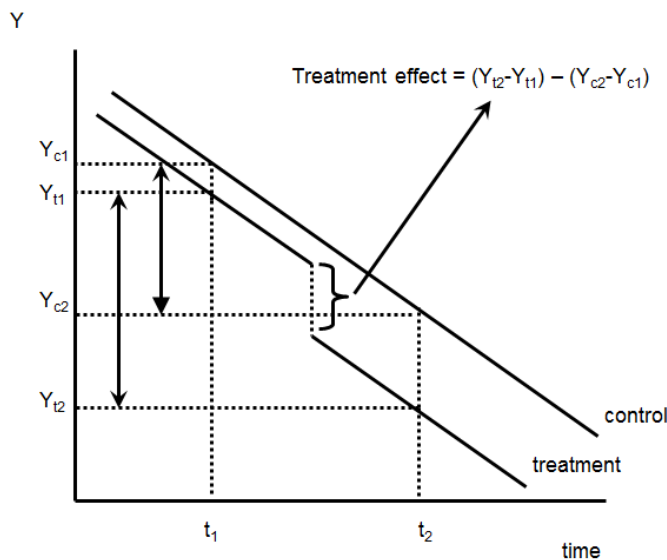


Рис. 2. Графическая интерпретация difference-in-difference estimator

Описание переменных, входящих в модели, представлено в таблице:

Таблица 2. Описание переменных регрессионной модели

Переменная	Описание
Зависимые переменные:	
ROA	Рентабельность активов, характеризующая операционную результативность компании, измеренная как отношение прибыли до уплаты процентов и налогов к активам
R	Доходность акций компании, измеренная как средняя из недельных доходностей в каждом году
Независимые переменные:	
Переменная, характеризующая интенсивность конфликта:	
CCI	Индекс интенсивности корпоративного конфликта
Контрольные переменные:	
Size	Логарифм величины активов компании, характеризующий её размер
Age	Возраст компании, измеренный в годах
Leverage	Финансовый рычаг, измеренный как отношение суммы долгосрочного долга к акционерному капиталу
R _{RTS}	Доходность индекса РТС, измеренная как средняя из недельных доходностей индекса РТС в каждом году
Бинарные переменные:	
T	Бинарная переменная, равная 1, если наблюдение относится к компании, в которой был конфликт, и 0, если наблюдение относится к компании из контрольной группы
t	Бинарная переменная, равная 0, если наблюдение было произведено в период до конфликта, и 1, если наблюдение было произведено в период после конфликта

Выбор контрольной переменной в виде доходности индекса РТС в модели 3.2 и 3.4 обусловлен рыночной моделью У.Шарпа, в которой доходность рыночного индекса выступает в качестве независимой переменной. Контрольные переменные, включенные в модели 3.1 и 3.3 – стандартные контрольные переменные, используемые в исследованиях, где в качестве зависимой переменной выступает рентабельность активов [Dogan, 2013, Haslindar, Fazilah, 2011, Ozcan, Erkan, 2013, Sudiyatno, Puspitasari, Kartika, 2012, Bagchi,

Khamrui,2012]. Ожидается обратная взаимосвязь между рентабельностью активов и левэриджем и прямая взаимосвязь между рентабельностью и размером компании. При этом, руководствуясь знаниями о жизненном цикле организации, решено было включить переменную возраста в модель нелинейно. Ожидается, что квадратичная взаимосвязь рентабельности активов и возраста будет иметь отрицательный коэффициент перед возрастом в квадрате, что объясняется тем, что при достижении определенного возраста компании становится все сложнее извлекать большую прибыль на зрелом рынке.

3.2. Построение индекса интенсивности корпоративного конфликта

Индекс интенсивности корпоративного конфликта строился на основе методики, разработанной [А.Радыгин, С.Архипов, 2000] и скорректированной [И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, Д.Н.Фахритдинова, 2014, с.130-135]. В данный индекс входило 10 различных составляющих, характеризующих корпоративное управление, экспроприацию акционеров и освещение конфликта в СМИ. Более подробное описание переменных, входящих в индекс, представлено в таблице:

Таблица 3. Составляющие индекса ССИ

Показатель	Измерение
Категория 1. «Корпоративная составляющая»	
«Корпоративное управление»	
Наличие контролирующего акционера	Бинарная переменная, принимающая значение 0 – при наличии контролирующего акционера в компании; 1 – при отсутствии такового
Доля внеочередных собраний акционеров в общем количестве собраний акционеров	Отношение количества внеочередных собраний акционеров к общему количеству собраний акционеров
Средняя доля членов совета директоров, <u>не</u> являющихся независимыми	$1 - k$, где k – средняя доля независимых директоров в совете директоров

Таблица 3 (продолжение) Составляющие индекса ССИ

Показатель	Измерение
«Экспроприация акционеров»	
Осуществление переоценки активов компании в случае ее реорганизации	Бинарная переменная, принимающая значение 1 – в случае, если проводилась переоценка активов при реорганизации, 0 – в ином случае
Осуществление дополнительных эмиссий акций	Бинарная переменная, принимающая значение 1 – в случае если осуществлялись дополнительные эмиссии акций; 0 – в ином случае
Вывод активов из компании	Бинарная переменная, принимающая значение 1 – в случае, если в период конфликта из компании выводились активы; 0 – в ином случае
Наличие факта неисполнения обязательного предложения (оферты)	Бинарная переменная, принимающая значение 1 – при наличии факта неисполнения обязательного предложения (оферты); 0 – в ином случае
Осуществление выкупа собственных акций	Бинарная переменная, принимающая значение 1 – в случае, если выкуп собственных акций осуществлялся; 0 – в ином случае
Наличие факта трансфертного ценообразования	Бинарная переменная, принимающая значение 1 – в случае, если в период конфликта осуществлялось трансфертное ценообразование; 0 – в ином случае
Категория 2. «Освещение в СМИ»	
Доля упоминаний определенного конфликта в СМИ в общем количестве упоминаний всех конфликтов в СМИ	Отношение количества упоминаний конфликта в СМИ («Ведомости», «РБК daily», «Коммерсант») в данном периоде к общему количеству упоминаний всех конфликтов

В период конфликта и после него веса составляющих индекса пересчитывались по методу главных компонент (результаты анализа представлены в приложении 1). Итоговые формулы для расчета индекса представлены в таблице:

Таблица 4. Формулы для расчета индекса интенсивности конфликта

Период	Формула для расчета индекса
До конфликта	$CCI=CORP$
Во время конфликта	$CCI=0,5405*CORP+0,4595*MEDIA$
После конфликта	$CCI=0,6096*CORP+0,3904*MEDIA$

где CORP – корпоративная составляющая индекса, рассчитанная как сумма переменных, характеризующих корпоративное управление и экспроприацию акционеров, MEDIA – освещение конфликта в СМИ

Данный индекс отражает интенсивность конфликта, его значение во время конфликта значительно выше, чем до или после него, что проиллюстрировано на рис. 3:



Рис. 3. Средний индекс интенсивности корпоративного конфликта до, во время и после конфликта

Как проиллюстрировано на рис.4, во время конфликта средняя доля внеочередных ОСА в общем количестве собраний акционеров выше, чем до или после него, что говорит о том, что между акционерами были трудноразрешимые противоречия касательно управления обществом, для решения которых требовался созыв ВОСА. Например, конфликтующие стороны часто инициировали созыв ВОСА с целью переизбрания членов совета директоров, которые, по мнению акционеров, действовали в интересах лишь одной стороны конфликта.



Рис. 4. Средняя доля ВОСА до, во время и после конфликта

Средняя доля членов совета директоров, не являющихся независимыми, постепенно снижалась от периода до конфликта к периоду после конфликта, что говорит об улучшении качества корпоративного управления. Данная тенденция проиллюстрирована на рис.5:



Рис. 5. Средняя доля членов совета директоров, не являющихся независимыми

Наиболее часто используемыми способами экспроприации миноритариев выступали переоценка активов, дополнительная эмиссия акций и неисполнение обязательного предложения, что проиллюстрировано на рис.6:

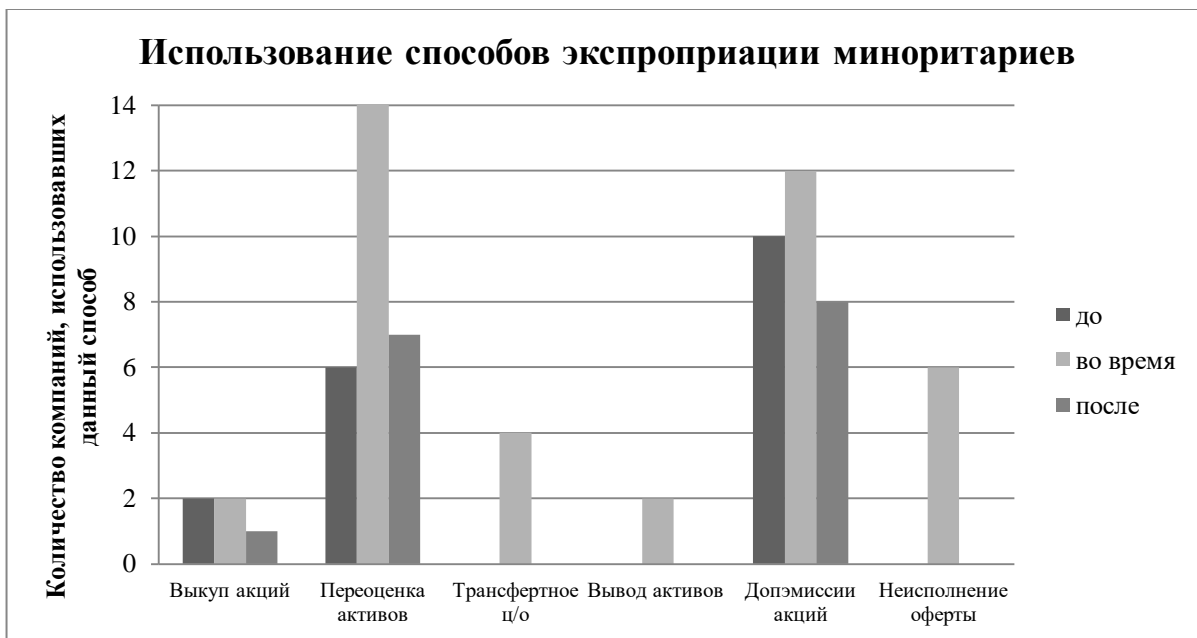


Рис. 6. Частота использования различных способов экспроприации миноритариев

3.3. Формирование выборки и описательная статистика

3.3.1. Формирование выборки

В выборку вошли 34 публичные российские компании, в которых в период с 2000 по 2016 год наблюдались корпоративные конфликты, участниками которых выступали только акционеры. Формат данных – панельные данные с тремя периодами наблюдений по каждой компании: до, во время и после конфликта. Поскольку в компаниях конфликты происходили в разное время и были разные по длительности, панель является несбалансированной. В силу того, что для части компаний конфликт еще не закончен или завершился поглощением со стороны другой компании, не для всех компаний есть данные по периоду после конфликта.

Данные по компаниям с конфликтами в период с 2000 по 2012 год были предоставлены авторами исследования [И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, Д.Н. Фахритдинова, 2014, стр.100-135], выборка также была расширена за счет сбора информации по

конфликтам, произошедшим в период с 2012 по 2016 год, а также включения конфликтов, произошедших с 2000 по 2012 год, но не вошедших в выборку исследования [там же].

Для выявления компаний, в которых происходили конфликты, анализировались упоминания о конфликте в таких газетах и интернет-изданиях, как «Ведомости», «Коммерсант», «РБК», а также базах данных СПАРК и Thomson Reuters Eikon. По запросам «корпоративный конфликт», «конфликт акционеров», «конфликт интересов», «корпоративная война», было выявлено более 100 компаний, в которых происходили конфликты, однако не все они соответствовали критериям отбора.

Критерии отбора компаний следующие:

- 1) наличие конфликта между акционерами
- 2) публичная или открытая (для компаний до 2014 года) форма акционерного общества

Для проведения исследования по методологии difference-in-difference была сформирована контрольная группа для компаний выборки, в которых конфликт закончился.

Критерии отбора компаний в контрольную группу следующие:

- 1) отсутствие корпоративного конфликта
- 2) публичная или открытая (для компаний до 2014 года) форма акционерного общества
- 3) принадлежность к той же отрасли, что и компания, в которой был конфликт
- 4) сопоставимость размера активов компании-аналога и компании с конфликтом в периоды до и после конфликта.

Сравнение компаний выборки с компаниями контрольной группы по величине активов представлено ниже. Как видно из рис.7, разница между величиной активов компаний выборки и компаний контрольной группы невелика, что говорит о качестве подбора компаний-аналогов:



Рис. 7. Сравнение компаний по величине активов

3.3.2. Описательная статистика

Как видно из диаграммы на рис.8, в большей степени конфликты затронули энергетическую, горнодобывающую и нефтегазовую отрасль.



Рис. 8. Распределение компаний выборки по отраслям

Несмотря на то, что говоря о конфликте принципал-принципал зарубежные авторы часто имеют в виду конфликты между мажоритарными и миноритарными акционерами,

значительная доля конфликтов пришлась на конфликты между блокхолдерами, что показано на рис.9:

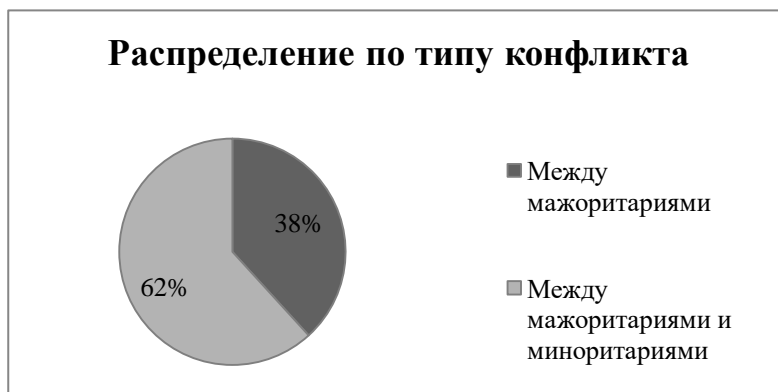


Рис. 9. Распределение компаний по типу конфликта

Большинство из конфликтов (17 из 34) в компаниях выборки длилось меньше года, что проиллюстрировано на рис.10:

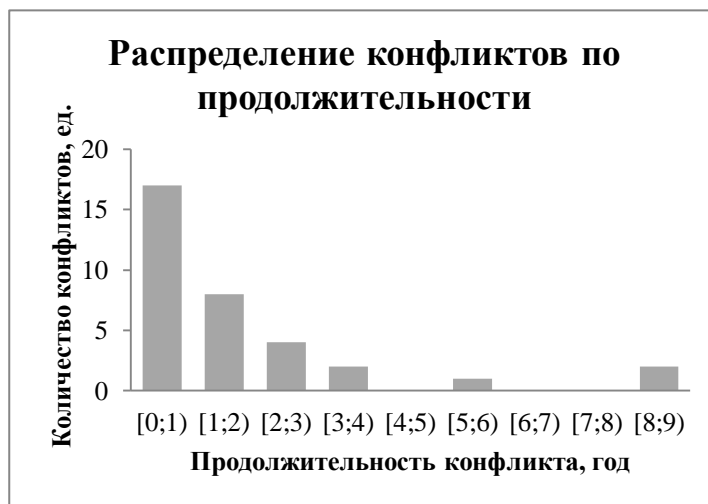


Рис. 10. Распределение конфликтов по длительности

Также следует отметить, что средняя рентабельность активов на протяжении конфликта снижалась, что проиллюстрировано на рис.11:



Рис. 11. Рентабельность активов до, во время и после конфликта

Описательная статистика переменных, входящих в модель, представлена в таблице:

Таблица 5. Описательная статистика переменных, использованных в моделях

Переменная	Выборочное среднее			Выборочное СКО		
	До	Во время	После	До	Во время	После
ROA (%)	17.2773	14.3575	12.4906	15.4851	13.0788	9.1106
R_{RTS} (%)	0.1572	-0.1710	0.1776	0.6208	1.5650	0.5344
Size (млн руб.)	241 145	198 890	304 981	325 168	321 334	304 981
Leverage	1.1178	0.6799	1.3705	1.5770	0.9811	1.9153
R (%)	0.7931	-0.1015	0.8867	1.8809	1.9097	2.7840
Age (год)	10	17	18	7	3	3
CCI	1.5800	1.5813	1.2988	0.5411	0.4538	0.5170
	Минимальное значение			Максимальное значение		
	До	Во время	После	До	Во время	После
ROA (%)	0.1520	0.2380	0.2240	73.8500	54.8200	28.0900
R_{RTS} (%)	-1.5217	-7.2918	-0.3814	1.7287	3.3954	1.7287
Size (млн руб.)	232	325	1 094	944 094	1 157 000	1 453 000
Leverage	0	0	0	5.44	4.39	6.76
R (%)	-1.6843	-5.2983	-1.2588	8.3703	7.5929	14.1104
Age (год)	2	7	8	26	27	22
CCI	0.6	0.7714	0.6096	2.8	2.5294	2.3415

В выборку вошли различные по своим характеристикам компании: величина активов компаний выборки варьировалась от 232 млн руб. (у «Завода САМ

им.Калмыкова») до 1 453 млрд руб. (у TNK-BP), рентабельность активов – от 0,152% (у «Банка Москвы») до 73,85% (у «ТГК-11»), а возраст от 2 (у «ТГК-2») – до 27 лет (у «Сильвинита»). Максимальный возраст в период после конфликта ниже, чем максимальный возраст во время конфликта, так как по самой старой компании выборки- по «Сильвиниту» - нет наблюдений в период после конфликта, поскольку конфликт закончился поглощением «Сильвинита» «Уралкалием». Таким неоднородным составом выборки объясняются высокие значения среднеквадратичного отклонения по всем переменным моделям.

Минимальное значение левэриджа, равное 0, наблюдалось у компании «Ингосстрах», максимальное – у «МЗ Арсенал» в период до и во время конфликта и у «НМТП» в период после конфликта. На всех периодах конфликта средняя доходность акций компаний выборки была выше, чем доходность индекса РТС.

3.4. Результаты эконометрического исследования

Результаты регрессионного анализа по модели 3.1 представлены в таблице:

Таблица 6. Результаты регрессионного анализа модели 3.1

Зависимая переменная	ROA	
	Базовая модель	Модель 3.1
CCI	-	0.0499**
Size	-0.0022	-0.0035
Age	-0.013*	-0.0134*
Age ²	0.0004	0.0005*
Leverage	-0.0289***	-0.0297***
Const	0.28***	0.2178***
P-value	0.0036	0.001
R²	0.12	0.1583

Примечание: *,** и *** обозначена значимость на 10%-, 5%- и 1%-ом уровне значимости соответственно

Все модели, представленные в таблице, являются статистически значимыми. Как видно из таблицы, была выявлена статистически значимая положительная взаимосвязь между интенсивностью конфликта и рентабельностью активов компании, которая интерпретируется следующим образом: в среднем при увеличении значения индекса интенсивности на единицу, рентабельность активов растет на 4,99%. Знак коэффициента перед переменной левэриджа соответствует ожидаемому. Знаки перед всеми переменными сохраняются, как в базовой модели, так и в модели с включением индекса интенсивности корпоративного конфликта, что отвечает требованию устойчивости. При этом в моделях не было обнаружено статистически значимой взаимосвязи между рентабельностью активов и размером компании, что объясняется наличием статистически значимой линейной взаимосвязи между ЕБИТ и величиной активов компании, что проиллюстрировано в приложении 1, рис.24.

В модели 3.1 между рентабельностью активов и возрастом выявлена статистически значимая квадратичная взаимосвязь. При этом коэффициент перед возрастом в квадрате положительный, что не соответствует ожиданиям. Однако данный коэффициент очень мал, поэтому парабола получается вытянута вдоль оси абсцисс, в силу чего можно предположить, что при расширении выборки, взаимосвязь обратится в линейную. Координата вершины оцененной параболы по оси возраста составляет 14,16 лет. Если обратиться к детальной описательной статистике по переменной age, представленной в приложении 1, рис.23, видно, что более 25% компаний выборки находились в возрасте до 14, 16 лет, а поэтому аппроксимировать взаимосвязь рентабельности с помощью линейной взаимосвязи нельзя. Такое поведение рентабельности активов можно объяснить следующим образом: при росте возраста компании, как правило, растет и её размер, причем растет опережающими темпами, поэтому с годами компании становится все сложнее поддерживать уровень прибыли, достаточный для поддержания рентабельности на высоком уровне. При этом дожить до зрелого возраста могут только успешно конкурирующие на своем рынке компании, поэтому после определенного значения возраста (в данной выборке 14, 16) рентабельность активов вновь растет. Также из диаграммы рассеяния можно заметить, что компании по возрасту распределены неравномерно. К тому же, в выборку входят компании из нескольких отраслей, и можно

предположить, что жизненные циклы компаний, входящие в разные отрасли, различаются. Диаграмма рассеяния и график параболы представлены на рис.12:

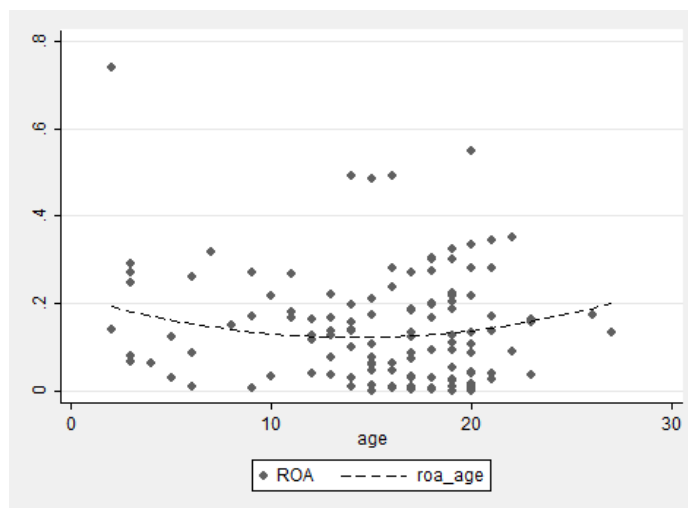


Рис. 12. Диаграмма рассеяния рентабельности (ось Y) и возраста (ось X)

Результаты регрессионного анализа по модели 3.2 представлены в таблице:

Таблица 7. Результаты регрессионного анализа по модели 3.2

Зависимая переменная	R	
	Базовая модель	Модель 3.2
CCI	-	-0.0031
R _{RTS}	0.637***	0.6452***
Const	0.0038**	0.0086
P-value	0.0002	0.0006
R ²	0.1178	0.1243

Все модели, представленные в таблице являются статистически значимыми, однако с их помощью не удалось установить статистически значимой взаимосвязи между интенсивностью конфликта акционеров и доходностью акций.

Модели 3.3 и 3.4 оказались незначимыми, поэтому, используя методологию difference-in-difference, сделать вывод об эффекте конфликта акционеров на рентабельность активов или на доходность акций не представляется возможным.

3.5. Анализ результатов и выводы по работе

В результате проведенного эконометрического исследования, направленного на выявление взаимосвязи между интенсивностью корпоративного конфликта и финансовой результативностью компаний с помощью линейной регрессионной модели была выявлена статистически значимая взаимосвязь между индексом интенсивности конфликта и рентабельностью активов. Данная взаимосвязь интерпретируется следующим образом: в среднем при увеличении индекса интенсивности корпоративного конфликта на единицу, рентабельность активов растет на 4,99%. Стоит отметить, что разброс значений индекса интенсивности корпоративного конфликта небольшой – от 0,6 до 2,53 (минимально возможное значение индекса равно 0, а максимально возможное – 9). Поэтому допустимо предполагать, что между индексом интенсивности конфликта и рентабельностью существует квадратичная зависимость с отрицательным коэффициентом перед квадратом индекса интенсивности корпоративного конфликта, но на данной выборке увидеть можно только левую ветвь такой параболы, которая аппроксимируется линейной зависимостью.

Выявленная положительная взаимосвязь может объясняться тем, что конфликт приводит к повышению мониторинга за деятельностью компании со стороны акционеров, инвесторов и СМИ, что вынуждает менеджмент и совет директоров компании избегать принятия решений, выгодных только одной стороне конфликта, и, например, выбирать уже не тех контрагентов, которых укажет мажоритарный акционер, заинтересованный в сделке, а тех, кто предлагает наиболее выгодные для компании условия. Общий низкий уровень добровольного раскрытия информации в России способствует тому, что инсайдеры могут незамеченно нарушать права акционеров-аутсайдеров, а корпоративный конфликт в такой ситуации выступает как средство разоблачения и устранения таких нарушений. Такое объяснение подходит для корпоративных конфликтов, причиной которых выступает конфликт интересов и следующая из него экспроприация акционеров-аутсайдеров.

В случае, когда корпоративный конфликт вызван расхождением во мнениях относительно управления компанией при том, что ни одна из сторон не извлекает частные выгоды контроля, требуется иное объяснение положительной взаимосвязи конфликта и

финансовой результативности компании. Возможно, в такой ситуации дело в том, что в процессе конфликта и диалога, необходимого для его разрешения, акционеры могут взглянуть на управление компанией с нового ракурса, увидеть существующие проблемы с позиции другой стороны конфликта и обратить конфликт в конструктивное русло, вместе разработав взаимовыгодное решение.

В качестве направлений для будущего исследования выступают установление взаимосвязи между интенсивностью конфликта и рыночными показателями финансовой результативности, которую не удалось обнаружить в данном исследовании, дальнейшее расширение выборки и включение в нее компаний с высоким индексом интенсивности корпоративного конфликта, которое необходимо для проверки предположения о нелинейной зависимости между интенсивностью конфликта и результативностью, а также совершенствование индекса интенсивности конфликта за счет включения большего количества переменных, характеризующих категорию «Освещение в СМИ», в целях получения более сбалансированного индекса. Для проверки жизнеспособности аргумента о том, что корпоративный конфликт положительно взаимосвязан с результативностью за счет повышения мониторинга и, соответственно, раскрытия информации, необходимо провести отдельное исследование взаимосвязи между корпоративными конфликтами и раскрытием информации.

Инвесторам, решающим, в акции какой компании вложить свои сбережения, рекомендуется внимательно приглядеться к компаниям, в которых назревает конфликт. Возможно, рентабельность таких компаний в скором времени возрастет, что приведет к повышенному спросу на акции такой компании и, соответственно, росту цен акций, а покупка акций на начальных этапах конфликта с последующей продажей при росте показателей финансовой результативности окажется выгодной инвестицией. Безусловно, не следует бездумно инвестировать в любую компанию, в которой назревает или уже начался конфликт, не проанализировав перед этим, готовы ли стороны конфликта к конструктивному диалогу и поиску взаимовыгодного решения, но и полностью отказываться от инвестирования в компании с конфликтом не стоит.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данное исследование было проведено с целью выявления взаимосвязи между акционерными конфликтами и результативностью деятельности российских публичных компаний. Для ответа на вопрос о том, имеет ли место такая взаимосвязь, а если имеет, то каково её направление, был сформулирован ряд задач, которые последовательно выполнялись в процессе написания выпускной квалификационной работы.

В первой главе был проведен анализ литературы на тему корпоративных конфликтов между акционерами, выяснены их причины и возможные последствия, проведено разделение между понятиями проблема «принципал-принципал» и конфликт «принципал-принципал». Различием между этими понятиями выступает открытость конфликта, критерием которой выступает освещение конфликта в СМИ. Так как конфликт между акционерами в большинстве случаев возникает из-за конфликта интересов, в данной главе рассматриваются также вопросы, посвященные корпоративному управлению, одной из основных функций которого является согласование разнонаправленных интересов стейкхолдеров. В частности, рассматриваются такие аспекты как принципы корпоративного управления, права акционеров, способы их защиты и степень соблюдения этих прав в России. В конце главы представлен кейс конфликта в ГК «Норильский никель», иллюстрирующий связь конфликта акционеров с корпоративным управлением.

Во второй главе данной работы были проанализированы подходы к определению понятия «результативность», проведен обзор показателей измерения финансовой результативности компаний, выбраны показатели, наиболее соответствующие цели данного исследования. В конце второй главы был проведен обзор существующих исследований на тему взаимосвязи различных характеристик корпоративного управления и результативности компаний. На основе проведенного анализа литературы была сформулирована исследовательская гипотеза данной работы, которая выглядит следующим образом: имеется положительная взаимосвязь между интенсивностью корпоративного конфликта и финансовой результативностью компаний.

В процессе работы над ВКР было выявлено более 100 российских компаний, в которых происходили конфликты, однако не все из них соответствовали критериям отбора, из-за чего в конечную выборку вошло 34 компании. На основе собранных данных по корпоративному управлению, экспроприации акционеров и освещению в СМИ, был построен индекс интенсивности корпоративного конфликта (всего в индекс входило 10 бинарных и количественных переменных, данные по которым на всех этапах конфликта собирались вручную). Исследование, целью которого является установление взаимосвязи между корпоративными конфликтами и финансовой результативностью компаний, было проведено с использованием таких инструментов как регрессионный анализ и методология Difference-in-difference. В третьей главе описывается методология исследования, построение индекса интенсивности корпоративного конфликта, формирование выборки, описательная статистика переменных, входящих в используемые модели, а также интерпретация полученных результатов регрессионного анализа.

В результате исследования была выявлена статистически значимая прямая линейная взаимосвязь интенсивности корпоративных конфликтов и финансовой результативности компаний, измеренной с помощью рентабельности активов. Таким образом, гипотеза исследования, выдвинутая в конце второй главы, подтвердилась. Интерпретируют полученную взаимосвязь так: в среднем при увеличении индекса интенсивности конфликта на единицу, рентабельность активов растет на 4,99%. Полученная оценка модели может использоваться только для прогнозирования рентабельности активов тех компаний, значения индекса интенсивности корпоративного конфликта в которых не выходят за рамки минимального и максимального значений индекса в изучаемой выборке, т.е. для компаний, значение индекса для которых изменяется в пределах от 0,6 до 2,53.

В конце третьей главы дано возможное объяснение выявленной взаимосвязи, предложены направления для будущих исследований, а также даны практические рекомендации инвесторам, задумывающимся об инвестировании своих сбережений в компании, где начинается корпоративный конфликт между акционерами.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- 1) Адизес, И. Займитесь менеджментом с другим / И.Адизес // Эксперт. – 2008. - №43. - С. 7 – 12.
- 2) Алексеев, Г.В. Корпоративные конфликты: Причины их возникновения и способы их преодоления / Г. В. Алексеев, А. Д. Бобрышев, Е.Н. Боханова [и др.]. Под ред. А. С. Семенова, Ю. С. Сизова. - М.: Едиториал УРСС, 2002. - 298 с
- 3) Алишер Усманов взял сторону Олега Дерипаски в конфликте в «Норильском никеле» [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/03/15/soyuznik_deripaski (дата обращения 28.03.2017).
- 4) Арбитражный процессуальный кодекс Российской Федерации: федер. закон от от 24.07.2002 N 95-ФЗ: принят Государственной Думой 14 июня 2002 года [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37800/0100f2f89ecafdb88c95c451da9ef197386c563e/ (дата обращения: 10.05.2017)
- 5) Березинец И.В. Корпоративные конфликты и финансовая результативность компаний / И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, Д.Н. Фахритдинова // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. Менеджмент. - 2014. - Вып. 2. – С.100-135
- 6) Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – М. - Олимп-бизнес. - 2014. – 980 с.
- 7) В многолетнем конфликте акционеров ГК «Норильский никель» поставлена точка [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2012/12/28/mir_v_nornikele (дата обращения 28.03.2017).
- 8) Вектор [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2010/12/24/vektor> (дата обращения 28.03.2017)
- 9) Владимир Потанин стал крупнейшим акционером «Норильского никеля» [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа:

http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/03/10/potantin_poluchil_preimuschestvo
(дата обращения 28.03.2017).

- 10) Волков, Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д.Л. Волков. – 2008. — Санкт-Петербург: Высшая школа менеджмента СПбГУ. — 320 с.
- 11) Вторая мировая [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2012/12/05/vtoraya_mirovaya (дата обращения 28.03.2017).
- 12) Годовой отчет за 2007 год: уставный капитал и рынок акций [Электронный ресурс] // Сайт компании «Норильский никель». – Режим доступа: http://www.nornik.ru/_upload/year2007/chapter13.pdf (дата обращения 28.03.2017).
- 13) Годовой отчет за 2008 год акций [Электронный ресурс] // Сайт компании «Норильский никель». – Режим доступа: http://www.nornik.ru/_upload/year2008/report2008.pdf (дата обращения 28.03.2017).
- 14) Годовой отчет за 2010 год [Электронный ресурс] // Сайт компании «Норильский никель». – Режим доступа: http://www.nornik.ru/_upload/editor_files/file1634.pdf (дата обращения 28.03.2017)
- 15) ГОСТ ИСО 9000-2015 [Электронный ресурс] // Электронный фонд правовой и нормативно-технической документации. – Режим доступа: <http://docs.cntd.ru/document/1200124393> (дата обращения: 31.03.2017)
- 16) Гражданский кодекс Российской Федерации от 30.11.1994 № 51-ФЗ: принят Государственной думой РФ 21 октября 1994 года [Электронный ресурс] // Часть 1, Глава 6 «Об акционерных обществах». – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/59a3a1c8d8908d4d6b6c1e601aac5ee9b583cd15/ (дата обращения: 28.11.2016)
- 17) Данельян, А.А. Корпорация и корпоративные конфликты / А. А. Данельян. - М.: Камерон, 2007. - 192 с
- 18) Дочкам могут запретить голосовать акциями материнских компаний [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа:

- <http://www.vedomosti.ru/economics/articles/2015/08/06/603718-dochkam-mogut-zapretit-golosoivat-aktsiyami-materinskih-kompanii> (дата обращения 28.03.2017).
- 19) Журнал МСФО (IAS) 33 Прибыль на акцию [Электронный ресурс] // Сайт Финотчет – Режим доступа: <http://finotchet.ru/articles/151/> (дата обращения: 31.03.2017)
- 20) Задачи Службы банка России по финансовым рынкам [Электронный ресурс] // Сайт Службы Банка России по финансовым рынкам. – Режим доступа: [//www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/about/functions_government_services/services_citizens_organizations/transition_plans/index.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/about/functions_government_services/services_citizens_organizations/transition_plans/index.html) (дата обращения: 28.11.2016)
- 21) Ивашковская, И. В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту / И.В. Ивашковская // Российский журнал менеджмента. — 2004. — № 4. — С. 113-132.
- 22) Капелюшников, Р.И. Концентрация собственности и корпоративное управление / Р.И. Капелюшников. – Москва: ГУ ВШЭ, 2005. – 39 с.
- 23) Квазиказначейские акции «Норильского никеля» арестованы [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/02/08/karibskij_arest (дата обращения 28.03.2017)
- 24) Конфликт акционеров пойдет на пользу «Норникелю» Норникеле [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2010/07/29/konflikt-akcionerov-pojdet-na-polzu-nornikelyu> (дата обращения 28.03.2017).
- 25) Конфликт в «РУСАЛ» набирает обороты [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2012/06/29/konflikt_v_uc_rusal_nabiraet_oboroty (дата обращения 28.03.2017).
- 26) Корпоративное управление: история и практика [Электронный ресурс] // Сайт Банка России. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp_management_study/index.html (дата обращения: 28.11.2016)

- 27) Лауреаты Нобелевской премии 2001 года [Электронный ресурс] // Сайт нобелевской премии. – Режим доступа: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/ (дата обращения: 28.11.2016)
- 28) Лауреаты Нобелевской премии 2001 года [Электронный ресурс] // Сайт нобелевской премии. – Режим доступа: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/ (дата обращения: 28.11.2016)
- 29) Неразрешимые споры: тexasская перестрелка и голландский аукцион [Электронный ресурс] // Сайт Vdma.co.za. – Режим доступа: <http://www.vdma.co.za/deadlock-provisions-texan-shoot-out-dutch-auction-clauses/> (дата обращения: 10.05.2017)
- 30) Норильский никель купит больше своих акций, чем планировал компаний [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/01/24/dobavyat_500 mln (дата обращения 28.03.2017).
- 31) Норникель отдаст 50 % прибыли на дивиденды за год [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/news/2010/05/27/nornikel_otdast_50_pribyli_na_dividend_u_za_god (дата обращения 28.03.2017).
- 32) Норникель получил административный ресурс [Электронный ресурс] // Сайт Коммерсант. – Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/1081075> (дата обращения 28.03.2017).
- 33) Норникель снова хочет выкупить пакет US Rusal [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/08/16/chetvertaya_popytka (дата обращения 28.03.2017).
- 34) О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: федер. закон от 05.03.1999 №46-ФЗ : принят Государственной думой РФ 12 февраля 1999 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_22219/ (дата обращения: 28.11.2016)
- 35) О рынке ценных бумаг: федер. закон от от 22.04.1996 №39-ФЗ : принят Государственной думой РФ 20 марта 1996 года [Электронный ресурс]. – Режим

доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/(дата обращения: 28.11.2016)

- 36) Об акционерных обществах: федер.закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ : принят Государственной думой РФ 24 ноября 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (дата обращения: 28.11.2016)
- 37) Об альтернативной процедуре урегулирования споров с участием посредника (процедуре медиации): федер.закон. от 27.07.2010 N 193-ФЗ: принят Государственной Думой РФ 7 июля 2010 года [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_103038/c5051782233acca771e9adb35b47d3fb82c9ff1c/ (дата обращения: 10.05.2017)
- 38) Об арбитраже (третейском разбирательстве) в Российской Федерации: федер. закон от 29.12.2015 N 382-ФЗ: принят Государственной Думой РФ 15 декабря 2015 года [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_191301/e7d57ec217b7d4a31fd14804881abe3a3b83353e/ (дата обращения: 10.05.2017)
- 39) ОК «РУСАЛ» одержала первую победу в судах над «Норильским никелем» [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2012/10/10/uc_rusal_pereplavila_nikel (дата обращения 28.03.2017).
- 40) Оттепель в Норникеле [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2012/07/02/ottepel_v_nornikele (дата обращения 28.03.2017)
- 41) Отчет об итогах голосования на ВОСА 11 марта 2011 года [Электронный ресурс] // Сайт компании «Норильский никель». – Режим доступа:http://www.nornik.ru/_upload/editor_files/file1546.pdf (дата обращения 28.03.2017).
- 42) Пособие по корпоративному управлению: Т. 1: Часть I. Введение в корпоративное управление / Международная финансовая корпорация (МФК). — М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004. — 93 с.

- 43) Пособие по корпоративному управлению: Т. 3: Часть III. Права акционеров / Международная финансовая корпорация (МФК). — М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004. — 233 с.
- 44) Приглашение принято [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. — Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2008/07/30/priglasenie-prinyat> (дата обращения 28.03.2017).
- 45) Принципы корпоративного управления ОЭСР [Электронный ресурс] // Сайт ОЭСР. — Режим доступа: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/32159669.pdf> (дата обращения: 28.11.2016)
- 46) Проекты: Норникель [Электронный ресурс] // Сайт компании «Интеррос». — Режим доступа: <http://www.interros.ru/projects/norilsk-nikel/history/> (дата обращения 28.03.2017).
- 47) Радыгин, А. Собственность, корпоративные конфликты и эффективность / А.Радыгин, С. Архипов // Вопросы экономики. - 2000. – Т. 3. - С. 45-61.
- 48) Разрешение корпоративных конфликтов [Электронный ресурс] // Сайт Ассоциации Профессиональных инвесторов. — Режим доступа: <http://apirussia.org/ru/content/razreshenie-korporativnyh-konfliktov> (дата обращения 28.11.2016)
- 49) Рентабельность собственного капитала [Электронный ресурс] // Сайт Cfin. — Режим доступа: http://www.cfin.ru/encycl/return_on_equity.shtml (дата обращения: 31.03.2017)
- 50) Рентабельность собственного капитала [Электронный ресурс] // Сайт Investopedia — Режим доступа: <http://www.investopedia.com/terms/r/returnonequity.asp> (дата обращения: 31.03.2017)
- 51) Рулетка запущена [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2005/05/03/ruletka-zapuschena> (дата обращения: 10.05.2017)
- 52) Русал поставили перед выкупом [Электронный ресурс] // Сайт Коммерсант. — Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/1033265> (дата обращения 28.03.2017).

- 53) РУСАЛ досрочно погасил кредит, привлеченный для покупки «Норникеля» Норникель [Электронный ресурс] // Сайт РИА-Новости. – Режим доступа: <https://ria.ru/company/20081105/154426029.html> (дата обращения 28.03.2017).
- 54) РУСАЛ оспаривает сделки «Норникеля» в английском и американском судах компаний [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/02/14/us_rusal_osparivaet_sdelki_nornikely_a_v_anglijskom_i (дата обращения 28.03.2017).
- 55) Русал снова отказался продать акции «Норильского никеля» [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/09/06/shans_na_kontrol (дата обращения 28.03.2017).
- 56) Степанов, С. Корпоративные конфликты в России и за рубежом / С.Степанов, С.Габдрахманов // М. – 2011. – 140 с.
- 57) Структура Абрамовича и Абрамова готова увеличить пакет в Норникеле [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/04/12/637372-paket-nornikele> (дата обращения 28.03.2017).
- 58) Управление результативностью [Электронный ресурс] // Сайт Сергея Черемушкина. – Режим доступа: http://sergei-cheremushkin.ru/performance_management/performance_mgmt_approaches.html (дата обращения: 31.03.2017)
- 59) Цитаты Питера Дракера [Электронный ресурс] // Сайт Brainyquote. – Режим доступа: <https://www.brainyquote.com/quotes/quotes/p/peterdruck134881.html> (дата обращения: 31.03.2017)
- 60) Что такое VBM [Электронный ресурс] // Сайт McKinsey. – Режим доступа: <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/what-is-value-based-management> (дата обращения: 31.03.2017)
- 61) Akerlof G.A. The Market for “Lemons”: Quality uncertainty and Market mechanism / Akerlof G.A. // The Quarterly Journal of Economics. – 1970. – Vol. 84. – P. 488-500.

- 62) Al Manaseer, M. F. A. The impact of corporate governance on the performance of Jordanian banks / M.F.A. Al Manaseer, R.M. Al-Hindawi, M.A. Al-Dahiyat, I.I. Sartawi // European Journal of Scientific Research. - 2012. - Vol. 67. - No.3. - P.349–359.
- 63) Alchian, A. A. Production, information costs, and economic organization / A.A. Alchian, H. Demsetz // American Economic Review. – 1972. – Vol. 62. – P. 777-795.
- 64) Al-Matari, E.M. The Measurements of Firm Performance's Dimensions / E.M. Al-Matari, A.K. Al-Swidi, F.Hanim 2014, p.28
- 65) Ararat, M. The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey / M. Ararat, B. S. Black, B. B. Yurtoglu // Emerging Markets Review. – 2017. - Vol. 30. – P.113–132.
- 66) Bagchi, B. Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Study of Selected FMCG Companies in India / B. Bagchi, B. Khamrui // Business and Economics Journal. – 2012. - Vol. 60. – No.1. – P.34-56.
- 67) Bergstresser, D. CEO incentives and earnings management / D. Bergstresser, T. Philippon // Journal of Financial Economics. - 2006. - Vol.80.- No.9. - P.511–529.
- 68) Brealey, R. Principles of Corporate Finance / R. Brealey, S. Myers, F. Allen. – 11th ed. – New York: McGraw-Hill, 2014. – 1341 p.
- 69) Brown, P.R. Earnings management: a subtle (and troublesome) twist to earnings quality / P. R. Brown // Journal of Financial Statement Analysis. - 1999. - Vol.4. – No.1. - P. 61–63.
- 70) Chen, M.J. Inside Chinese business: A guide for managers worldwide. / M.J. Chen. – Boston: HBS Press, 2001. – 233 p.
- 71) Chung, K.H. A simple approximation of Tobin's q / K. H. Chung, S. W. Pruitt // Financial management. – 1994. – Vol. 34. – No.5. – P. 70-74.
- 72) Dar, L.A. Corporate governance and firm performance a case study of Pakistan Oil and Gas companies listed in Karachi Stock Exchange / L. A Dar, M.A. Naseem, R.U. Rehman, G.S. Niazi // Global Journal of Management and Business Research. – 2011. - Vol.11. - No.8. - P. 1-10.
- 73) Deloitte «Success or struggle: ROA as a true measure of business performance»
[Электронный ресурс] // Сайт Deloitte – Режим доступа:

<https://dupress.deloitte.com/dup-us-en/topics/operations/success-or-struggle-roa-as-a-true-measure-of-business-performance.html> (дата обращения: 31.03.2017)

- 74) Demirgruc-Kunt, A. Law, finance, and firm growth / A. Demirgruc-Kunt, V. Maksimovic // *Journal of Finance*. – 1998. – Vol. 53. – P. 2107-2137.
- 75) Dharwadkar, R. Privatization in emerging economies: An agency theory perspective / R. Dharwadkar, G. George, P. Brandes // *Academy of Management Review*. – 2000. – Vol. 25, No.3. – P. 650-669.
- 76) Dogan, M. Does Firm Size Affect The Firm Profitability? Evidence from Turkey / M. Doğan // *Research Journal of Finance and Accounting*. – 2013. - Vol.4. - No.4. - P.53-89.
- 77) Enron scandal [Электронный ресурс] // Сайт Security Exchange commission – Режим доступа:<https://www.sec.gov/news/press/2004-18.htm> (дата обращения: 31.03.2017)
- 78) EPS as a measure of financial performance: do we interpret it appropriately? [Электронный ресурс] // Сайт Gaaaccounting – Режим доступа:<http://www.gaaaccounting.com/earnings-per-share-as-a-measure-of-financial-performance-do-we-interpret-it-appropriately/> (дата обращения: 31.03.2017)
- 79) Estwick, S. Principal-principal agency and financial flexibility in transition economies / S. Estwick // *Qualitative Research in Financial Markets*. – 2016. Vol. 15. – No. 1. - P. 33 – 54. .
- 80) Faccio, M. Dividends and expropriation / M. Faccio, L. Lang, L. Young // *American Economic Review*. – 2001. – Vol.91. – P. 54-78.
- 81) Fama, E.F. Separation of ownership and control / E.F. Fama, M.C. Jensen // *Journal of Law and Economics*. - 1983. – Vol. 26. – P. 301-325.
- 82) Gentry, R.G. The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: how strong is it? / R.G. Gentry, W.Shen // *Journal of managerial issues*. – 2010. Vol. 22. – No. 4. - P. 514 - 530.
- 83) Gomes, A. Going public without governance: Managerial reputation effects / A. Gomes // *Journal of Finance*. – 2000. – Vol. 55. – P. 615-646.
- 84) Gomez-Mejia, L. The role of family ties in agency contracts / L. Gomez-Mejia, M. Nunez-Nickel, I. Gutierrez // *Academy of Management Journal*. – 2001. – Vol. 44. – P. 81-95.
- 85) Graham, R. The economic implications of corporate financial reporting / R. Graham, R. H. Campbell and S. Rajgopal // *Journal of Accounting and Economics*. – 2005. - Vol.40.-P. 3-73.

- 86) Gutierrez, M. Ownership structure and minority expropriation: the case for multiple blockholder / M. Gutierrez, J.A. Tribo, B.Mariano // *Applied Financial Economics*. – 2012. – Vol. 22. – No.6. – P. 2075–2083.
- 87) Gutierrez, M. Ownership structure and minority expropriation: the case for multiple blockholders / M.Gutierrez, J.A.Tribo, B.Mariano // *Applied Financial Economics*. – 2012. – Vol. 22. – P. 2075–2083.
- 88) Habbershon, T. A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms / T.A. Habbershon, M. William// *Family Business Review*. – 1999. – Vol. 12, N. 1. – P. 1-25.
- 89) Haslindar, I. Corporate Governance Mechanisms and Performance of Public-Listed Family-Ownership in Malaysia / I. Haslindar, A.S. Fazilah // *International Journal of Economics and Finance*. – 2011. - Vol. 3. - No. 1. – P.63-87.
- 90) Isik, O. Large shareholders and firm performance: evidence from Turkey / O. Isik, M. E. Soykan // *European Scientific Journal* September 2013 edition vol.9, No.25
- 91) Jameson, J. Controlling shareholders, board structure, and firm performance: Evidence from India / M.Jameson, A.Prevoost, J. Puthenpurackal // *Journal of Corporate Finance*. - 2014. – Vol. 27. – No.3. – P. 1–20.
- 92) Jensen, M.C. Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure / M.C.Jensen, W.H. Meckling// *Journal of Financial Economics*. – 1976. – Vol. 3. – P. 305-360.
- 93) Johnson, S. Tunneling / S.Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer // *American Economic Review*. – 2000. – Vol. 90. – P. 22-27.
- 94) Khanna, T. Estimating the performance effects of business groups in emerging markets / T. Khanna, J. Rivkin // *Strategic Management Journal*. – 2001. – Vol. 22. – P. 45-74.
- 95) La Porta, R. Law and Finance / R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishniy // *Journal of Political Economy*. – 1998. – Vol. 106, N. 6. – P. 1113-1155.
- 96) Li, X. Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence From the 2003 Tax Cut / Xing Li, Stephen Teng. – 2014. – 57 p.
- 97) Lindenberg, E.B. Tobin's q ratio and industrial organization / E. B. Lindenberg, S. A. Ross // *Journal of business*. – 1981. – Vol. 7. – No.2 -P. 1-32.

- 98) Management and Organization Review 4:1 17–38 Principal–Principal Conflict in the Governance of the Chinese Public Corporation Yiyi Su, Dean Xu and Phillip H. Phan
- 99) Market Capitalization Defined [Электронный ресурс] // Сайт Investopedia – Режим доступа: <http://www.investopedia.com/articles/basics/03/031703.asp>_(дата обращения: 31.03.2017)
- 100) Measuring Stock Market performance [Электронный ресурс] // Сайт McKinsey – Режим доступа <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/measuring-stock-market-performance>_(дата обращения: 31.03.2017)
- 101) Miller G.J. The Political evolution of principal-agent models/ Miller G.J.// Annual Review of Political Science. – 2005. – Vol. 8. – P. 203-225.
- 102) Neely, A. Performance measurement system design: A literature review and research agenda / A. Neely, M. Gregory, R. Platts // International Journal of Operations & Production Management. – 2005. –Vol. 25. – No. 12. – P. 1128–1263.
- 103) Renders, A. Corporate Governance, Principal-principal Agency conflicts and Firm Value in European Listed Companies / A.Renders, A.Gaeremynk // Corporate Governance: An International Review. – 2012. - Vol.20. - No. 2. - P.125-143.
- 104) Santiago-Castro, M. Corporate governance, expropriation of minority shareholders' rights, and performance of Latin American enterprises / M. Santiago-Castro, C. J. Brown // Ann Finance. – 2011. - Vol. 7. – P.429–447.
- 105) Santos, J.B. Toward a Subjective Measurement Model for Firm Performance / J. B. Santos, L. A. L. Brito // BAR, Rio de Janeiro. – 2012. – Vol.9. – No.6. – P. 95-117.
- 106) Schulze, W. S. Agency relationships in family firms: Theory and evidence / W.S. Schulze, M.H. Lubatkin, R.N. Dino, A.K. Buchholtz // Organization Science. – 2001. – Vol. 12, N. 2. – P. 99-116.
- 107) Shleifer, A. A survey of corporate governance / A. Shleifer, R. Vishny, // Journal of Finance. – 1997. – Vol. 52. – P. 737-783.
- 108) Sichigea, N. Economic value added and Market value added – modern indicators for assessment the firm's value / N. Sichigea, N. L.Vasilescu. – 2015. - P.473-490.
- 109) Sudiyatno, B. The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange / B. Sudiyatno, E. Puspitasari, A. Kartika //

American International Journal of Contemporary Research. – 2012. - Vol. 2. - No. 12. – P.23-48.

- 110) UC Rusal не удалось переизбрать совет директоров «Норникеля» Норникеле [Электронный ресурс] // Сайт Ведомости. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/business/articles/2010/10/21/uc_rusal_ne_udalos_pereizbrat_sovet_direktorov_nornikelya (дата обращения 28.03.2017).
- 111) Upton, N. B. The family business dimension of entrepreneurship / N.B. Upton, R.K.Z. Heck // Entrepreneurship: 2000. – Chicago: Upstart Publishing, 1997. – 426 p.
- 112) Wellalage, N.H. Corporate governance and principal- principal conflict in emerging market family firms / N.H. Wellalage, S.Locke. – 2016. - P. 1-15.
- 113) What is your ROA? An investigation of the many formulas for calculating return on assets [Электронный ресурс] // Сайт FPO – Режим доступа: <http://www.freepatentsonline.com/article/Academy-Educational-Leadership-Journal/273616188.html> (дата обращения: 31.03.2017)
- 114) What types of deadlock clauses are used in shareholder agreements [Электронный ресурс] // Сайт Turnbullhill.com. . – Режим доступа: <http://www.turnbullhill.com.au/articles/what-types-of-deadlock-clauses-are-used-in-shareholder-agreements-.html> (дата обращения: 10.05.2017)
- 115) Williamson, O.E. Behavioral Assumptions / O.E. Williamson //The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting. – 1985. - P.44-52.
- 116) World development report: Building institutions for markets 2002 [Электронныйресурс] //Сайт World Bank. - Режим доступа: <http://documents.worldbank.org/curated/en/850161468336075630/pdf/228250WDR00PUB0ons0for0markets02002.pdf> (дата обращения: 28.11.2016)
- 117) Young, M.N. Principal-Principal Agency / M.N.Young, M.W.Peng, D. Ahlstrom, G.D. Bruton // Web Journal of Chinese management review. – 2003. – Vol.6, N.1. – P. 18-45.
- 118) Zuca, M. The profit and loss account - major tool for the analysis of the company's performance / M.Zuca, A.Tinta // Procedia - Social and Behavioral Sciences. – 2012. – Vol. 62. – No. 1. - P. 382 – 387.

. sum ROA EBIT CCI_new TA lev age if period==1

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	28	.1727732	.1548513	.00152	.7385
EBIT	28	35207.89	59810.61	36	246964
CCI_new	28	1.580024	.5410965	.6	2.8
TA	28	241144.8	325168.2	232	944094
lev	28	1.117775	1.576952	0	5.44
age	28	9.964286	6.839331	2	26

. sum ROA EBIT CCI_new TA lev age if period==2

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	69	.1435749	.1307877	.00238	.54822
EBIT	69	32382.48	70922.24	6	349000
CCI_new	69	1.581333	.4538067	.7713399	2.529406
TA	69	198889.6	321333.8	325	1157000
lev	69	.6798609	.9810766	0	4.39
age	69	16.7971	3.479265	7	27

. sum ROA EBIT CCI_new TA lev age if period==3

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	27	.1249056	.0911063	.00224	.28089
EBIT	27	44825.07	72704.76	6	318000
CCI_new	27	1.298785	.5170173	.6096	2.341485
TA	27	304980.8	411995.6	1094	1453000
lev	27	1.370485	1.915275	0	6.76
age	27	18	3.29335	8	22

Рис. 15. Описательная статистика переменных моделей 3.1 и 3.2 с разбивкой по периодам

```
. sum R R_RTS if period==1
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
R	31	.0079308	.018809	-.0168428	.0837032
R_RTS	31	.0015718	.0062076	-.0152169	.0172867

```
. sum R R_RTS if period==2
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
R	56	-.0010151	.0190973	-.052983	.075929
R_RTS	56	-.0017101	.0156502	-.0729179	.0339542

```
. sum R R_RTS if period==3
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
R	28	.008867	.0278404	-.0125883	.1411039
R_RTS	28	.0017756	.005344	-.0038137	.0172867

```
. sum R R_RTS
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
R	115	.0038025	.0217937	-.052983	.1411039
R_RTS	115	.0000233	.0117454	-.0729179	.0339542

Рис. 16. *Описательная статистика переменных модели 3.4 с разбивкой по периодам*

```
. reg ROA age age_sq lnTA lev
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 124		
Model	.251513677	4	.062878419	F(4, 119) = 4.14		
Residual	1.80738452	119	.015188105	Prob > F = 0.0036		
Total	2.05889819	123	.01673901	R-squared = 0.1222		
				Adj R-squared = 0.0927		
				Root MSE = .12324		

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
age	-.013014	.007219	-1.80	0.074	-.0273083	.0012803
age_sq	.0004446	.0002788	1.59	0.113	-.0001074	.0009966
lnTA	-.0021616	.0048813	-0.44	0.659	-.011827	.0075038
lev	-.028916	.0080491	-3.59	0.000	-.044854	-.0129781
_cons	.2799807	.0728536	3.84	0.000	.1357232	.4242381

Рис. 17. *Базовая модель 3.1 для рентабельности активов*

```
. reg ROA CCI_new age age_sq lnTA lev
```

Source	SS	df	MS			
Model	.325919581	5	.065183916	Number of obs =	124	
Residual	1.73297861	118	.014686259	F(5, 118) =	4.44	
Total	2.05889819	123	.01673901	Prob > F =	0.0010	
				R-squared =	0.1583	
				Adj R-squared =	0.1226	
				Root MSE =	.12119	

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CCI_new	.0498875	.0221638	2.25	0.026	.0059972	.0937778
age	-.0133885	.0071006	-1.89	0.062	-.0274497	.0006727
age_sq	.0004727	.0002744	1.72	0.088	-.0000707	.0010161
lnTA	-.003527	.0048381	-0.73	0.467	-.0131078	.0060538
lev	-.0296725	.0079221	-3.75	0.000	-.0453604	-.0139845
_cons	.2178431	.0767748	2.84	0.005	.0658081	.3698782

Рис. 18. Модель 3.1 для рентабельности активов

```
. reg R R_RTS
```

Source	SS	df	MS			
Model	.006381109	1	.006381109	Number of obs =	115	
Residual	.047764916	113	.000422698	F(1, 113) =	15.10	
Total	.054146024	114	.000474965	Prob > F =	0.0002	
				R-squared =	0.1178	
				Adj R-squared =	0.1100	
				Root MSE =	.02056	

R	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
R_RTS	.6369832	.1639439	3.89	0.000	.3121808	.9617856
_cons	.0037876	.0019172	1.98	0.051	-.0000107	.007586

```
. reg R R_RTS CCI_new
```

Source	SS	df	MS			
Model	.006727776	2	.003363888	Number of obs =	115	
Residual	.047418248	112	.000423377	F(2, 112) =	7.95	
Total	.054146024	114	.000474965	Prob > F =	0.0006	
				R-squared =	0.1243	
				Adj R-squared =	0.1086	
				Root MSE =	.02058	

R	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
R_RTS	.6452075	.164327	3.93	0.000	.3196146	.9708004
CCI_new	-.0031443	.0034748	-0.90	0.367	-.0100293	.0037406
_cons	.0086059	.0056599	1.52	0.131	-.0026084	.0198202

Рис. 19. Базовая модель 3.3 и модель 3.3

```
. reg R_RRTS CCI_new before after cross_CCI_before cross_CCI_after
```

Source	SS	df	MS			
Model	.008412653	6	.001402109	Number of obs =	115	
Residual	.045733371	108	.000423457	F(6, 108) =	3.31	
				Prob > F =	0.0050	
				R-squared =	0.1554	
				Adj R-squared =	0.1084	
				Root MSE =	.02058	
Total	.054146024	114	.000474965			

R	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
R_RTS	.5993543	.1676339	3.58	0.001	.2670747	.9316339
CCI_new	-.0010543	.005503	-0.19	0.848	-.0119622	.0098536
before	.015154	.014199	1.07	0.288	-.0129909	.0432989
after	.0029914	.0139218	0.21	0.830	-.0246041	.0305869
cross_CCI_before	-.0052892	.00839	-0.63	0.530	-.0219196	.0113411
cross_CCI_after	.003434	.0090981	0.38	0.707	-.0146	.0214681
_cons	.0017354	.0094605	0.18	0.855	-.0170169	.0204877

```
. test before after cross_CCI_before cross_CCI_after
```

```
( 1) before = 0
( 2) after = 0
( 3) cross_CCI_before = 0
( 4) cross_CCI_after = 0

F( 4, 108) = 0.99
Prob > F = 0.4137
```

Рис. 20. Модель 3.5 и тест на выбор между длинной и короткой регрессией


```
. reg R_R_RTS
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 104		
Model	.000066118	1	.000066118	F(1, 102) = 0.12		
Residual	.054206068	102	.000531432	Prob > F = 0.7250		
Total	.054272185	103	.000526914	R-squared = 0.0012		
				Adj R-squared = -0.0086		
				Root MSE = .02305		

R	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
R_RTS	-.1842422	.5223415	-0.35	0.725	-1.220304	.8518197
_cons	.0059052	.0023333	2.53	0.013	.0012771	.0105334


```
. reg R_R_RTS time Treatment cross
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 104		
Model	.001891088	4	.000472772	F(4, 99) = 0.89		
Residual	.052381097	99	.000529102	Prob > F = 0.4709		
Total	.054272185	103	.000526914	R-squared = 0.0348		
				Adj R-squared = -0.0042		
				Root MSE = .023		

R	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
R_RTS	-.3005272	.5281786	-0.57	0.571	-1.348548	.7474937
time	.0078579	.0063797	1.23	0.221	-.0048008	.0205165
Treatment	.0092204	.0064226	1.44	0.154	-.0035233	.0219641
cross	-.0060109	.0090222	-0.67	0.507	-.023913	.0118911
_cons	-.0010024	.0045162	-0.22	0.825	-.0099636	.0079587

Рис. 21. Базовая модель 3.3 и модель 3.3

```
. reg ROA lnTA age age_sq lev time Treatment cross
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 124		
Model	.180753809	7	.025821973	F(7, 116) = 1.33		
Residual	2.26045441	116	.019486676	Prob > F = 0.2446		
Total	2.44120822	123	.019847221	R-squared = 0.0740		
				Adj R-squared = 0.0182		
				Root MSE = .13959		

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lnTA	.0051875	.0056495	0.92	0.360	-.006002	.016377
age	-.000756	.00402	-0.19	0.851	-.0087182	.0072061
age_sq	.0000174	.0000908	0.19	0.848	-.0001625	.0001973
lev	-.0207464	.0093707	-2.21	0.029	-.0393061	-.0021866
time	-.0588385	.0363124	-1.62	0.108	-.1307598	.0130828
Treatment	-.0278233	.0361539	-0.77	0.443	-.0994305	.043784
cross	.0501505	.0503018	1.00	0.321	-.0494786	.1497796
_cons	.1136322	.0686656	1.65	0.101	-.0223688	.2496331

Рис. 22. Модель 3.3

```

. di -_b[age]/(2*_b[age_sq])
14.160991

.
. sum age, detail

```

age					
Percentiles		Smallest			
1%	2	2			
5%	3	2			
10%	6	3	Obs		124
25%	13	3	Sum of Wgt.		124
50%			Mean		15.51613
			Std. Dev.		5.342701
75%		19	Largest		
		23			
90%		21		Variance	28.54445
95%		22		Skewness	-.8736302
99%		26		Kurtosis	3.324754

Рис. 23. Детальная описательная статистика для переменной возраста

```

. reg EBIT TA lev

```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 124		
Model	3.6597e+11	2	1.8298e+11	F(2, 121) =	103.90	
Residual	2.1311e+11	121	1.7612e+09	Prob > F =	0.0000	
Total	5.7907e+11	123	4.7079e+09	R-squared =	0.6320	
				Adj R-squared =	0.6259	
				Root MSE =	41967	

EBIT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TA	.1578116	.0110212	14.32	0.000	.1359922	.179631
lev	-5615.882	2718.481	-2.07	0.041	-10997.83	-233.9322
_cons	4409.234	5170.096	0.85	0.395	-5826.336	14644.8


```

. reg lnEBIT lnTA lev

```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 124		
Model	739.592995	2	369.796497	F(2, 121) =	232.93	
Residual	192.093839	121	1.58755239	Prob > F =	0.0000	
Total	931.686834	123	7.5746897	R-squared =	0.7938	
				Adj R-squared =	0.7904	
				Root MSE =	1.26	

lnEBIT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lnTA	1.051702	.0490758	21.43	0.000	.954543	1.14886
lev	-.2876868	.0816654	-3.52	0.001	-.449365	-.1260085
_cons	-2.777818	.5394295	-5.15	0.000	-3.845761	-1.709875

Рис. 24. Выявление наличия значимой линейной взаимосвязи между EBIT и TA