

УДК 336

## Содержание и принципы управления корпоративными финансами

Канд. экон. наук, доцент **Приходько Р.В.** rprihodjko@gmail.com

**Мансур Абд Асаад** assaid\_a2000@yahoo.com

Университет ИТМО

191002, Россия, Санкт-Петербург, ул. Ломоносова, 9

*В статье показана роль корпораций в современной мировой и отечественной экономике. Деятельность российских корпораций зависит от степени эффективности корпоративного управления и законодательства, но отсутствие корпоративного законодательства не позволяет отечественным корпоративным структурам нормально развиваться. Это является причиной того, что они недостаточно конкурентоспособны на мировом рынке (за исключением корпораций, действующих в сфере топливно-энергетического комплекса). Рассматриваются достоинства и недостатки корпоративной формы собственности. К числу последних относится так называемая агентская проблема, возникающая по причине неравноправия крупных и мелких акционеров, акционеров и менеджеров в корпорации. Приводится определение корпоративных финансов и рассматриваются основные функции, которые они выполняют в экономике. В частности, корпорации являются активными участниками сделок слияний и поглощений на отечественном фондовом рынке. Только количество этих сделок у нас в стране сравнительно невелико. Причина – российский фондовый рынок остается сравнительно нестабильным и недостаточно развитым, что отнюдь не способствует росту числа сделок по слияниям и поглощениям. Так же препятствуют деловой активности довольно высокие процентные ставки, действующие в отечественной экономике.*

*Также внимание уделяется принципам эффективности современных корпораций. Подчеркивается, что отечественным корпоративным структурам необходимо стремиться к соответствию этим принципам, хотя им еще далеко до настоящей эффективности, поскольку у нас отсутствует длительный опыт корпоративного управления, в том числе управления финансами корпораций, и не отработана соответствующая нормативно-правовая база.*

**Ключевые слова:** корпорация, фондовый рынок, акции, агентская проблема, миноритарные инвесторы, корпоративное управление, слияния и поглощения

doi:10.17586/2310-1172-2016-9-1-56-61

---

## Corporate finance essence and management principles

Ph.D. **Prihodko R.V.** rprihodjko@gmail.com

**Abd Asaad Mansour** assaid\_a2000@yahoo.com

ITMO University

191002, Russia, St. Petersburg, st. Lomonosov, 9

*The role which play corporations in modern world and domestic economy is shown in the article. Activity of the Russian corporations depends on degree of efficiency of corporate management and the legislation, but absence of the corporate legislation doesn't allow domestic corporate structures to develop normally. It is the reason of that they are insufficiently competitive in the world market (except for the corporations operating in the fuel and energy complex sphere). Merits and demerits of corporate form of ownership are considered. Among demerits is the so-called agency problem arising because of inequality of major and small shareholders, shareholders and managers in corporation. Further definition of corporate finance is given and the main functions which they carry out in economy are considered. In particular, corporations are active participants of transactions of mergers and acquisitions in domestic stock market. But the number of these transactions in our country is rather small. The reason - the Russian stock market remains rather unstable and insufficiently developed that doesn't promote growth of number of transactions on mergers and acquisitions at all. Also business activity is interfered by high interest rates operating in domestic economy. Also the attention is paid to the principles of efficiency of modern corporations. It is emphasized that domestic corporate structures need to strive for compliance to these principles although for them it is still a long way to the true efficiency because Russia has no long experience of corporate management, including management of finance of corporations, and the corresponding legal base isn't fulfilled.*

**Keywords:** corporation, stock market, shares, agency problem, minority investors, corporate management, mergers and acquisitions

---

Такие устоявшиеся словосочетания, как «корпоративные финансы», «корпоративная стратегия», «корпоративное развитие», не являются просто синонимами терминов «финансы», «стратегия» и «развитие». И с этой точки зрения они, безусловно, представляют определенный интерес и заслуживают более глубокого рассмотрения. Но сперва необходимо раскрыть сущность корпорации как специфического типа объединений хозяйствующих субъектов.

Корпорация – основанное на долевом участии в капитале объединение, юридические права и обязательства которого обособлены от прав и обязательств его участников. Если обычная фирма учреждается в целях организации управления экономической деятельностью, то корпорация – для концентрации капитала при ограниченной личной ответственности акционеров, пропорционально количеству акций, которым владеет каждый акционер [1]. Это служит достаточно мощным стимулом для привлечения значительных денежных средств в целях финансирования производственной и хозяйственной деятельности корпорации.

Корпоративная форма организации предпринимательства сформировалась в конце XIX столетия и была обусловлена развитием и усложнением промышленного производства. Она явилась той формой, которая расширила масштабы привлечения финансовых средств и ограничила уровень риска, связанного со значительными капиталовложениями.

В современной рыночной экономике корпорации играют ключевую роль. Имея небольшой удельный вес в структуре организационных форм – не более 20-25%, корпорации дают 80-90% валового хозяйственного оборота. При этом они представлены практически во всех отраслях экономики. Бюджеты некоторых ТНК сравнимы по размерам с бюджетами небольших европейских стран. По данным на 2013 год десять лидеров отечественного фондового рынка, относящиеся к корпоративному сектору экономики, сформировали 28,1 % ВВП России [2].

По мнению Сергеевой И.Г. и Грачевой Е.А., экономический рост обеспечивается высоким уровнем развития корпоративного сектора экономики. Деятельность российских корпораций в свою очередь зависит от степени эффективности корпоративного управления и законодательства [3]. А в условиях отсутствия корпоративного законодательства в нашей стране (если не считать Федеральных Законов «О финансово-промышленных группах» и «Об акционерных обществах») говорить об эффективности деятельности отечественных корпораций не приходится. По сравнению с западными партнерами

они еще очень слабы и нестабильны (за исключением естественных монополистов, работающих в сфере ТЭК)

Между тем, особенности корпоративной формы организации связаны отнюдь не с масштабами деятельности. Главная экономическая особенность корпораций состоит в том, что в них собственность экономически и юридически обособлена от управления.

Это и обеспечивает корпорациям те явные преимущества, которые обуславливают их ведущую роль в экономике. Во-первых, ограниченная ответственность акционеров позволила привлечь значительные финансовые средства. Кроме того, снижение риска способствует более активной научно-исследовательской деятельности. Во-вторых, обособление функции управления от функции собственности обусловило сильную финансовую устойчивость корпорации как хозяйственного образования, действующего независимо от ее учредителей и участников.

Это дает возможность корпорации активно развиваться и расти. В-третьих, свободная, в условиях достаточно развитого фондового рынка, передача долевого участия в процессе купли-продажи акций обеспечивает еще одно существенное преимущество – ликвидность, т.е. возможность перевести вложенные средства в денежную форму, а это является весьма привлекательным фактором для широкого круга возможных инвесторов.

Тем не менее, у корпоративной формы собственности есть и недостатки. Они связаны с внутренней средой корпорации. Дело в том, что все акционеры (собственники), хотя формально и являются равноправными, на деле таковыми не являются. Крупные акционеры, как правило, находятся в гораздо более привилегированном положении, нежели миноритарные.

В силу того, что все они участвуют в собрании акционеров и имеют всю необходимую информацию о том, какие прибыли получила корпорация в отчетном периоде, они получают возможность присвоить себе дивиденды, причитающиеся на долю мелких инвесторов и зачастую этим злоупотребляют.

Такая ситуация складывается по причине того, что, как правило, акционеры, обладающие менее чем 2 % акций, согласно уставу АО, не допускаются на собрание акционеров и не знают о том, на какие суммы они могут претендовать в качестве дивидендов. Эта проблема получила в научной литературе название «агентской».

Б.Б.Коваленко рассматривает три основных вида корпоративных объединений

Критерий группировки	Виды компаний, входящих в группу
Члены группы сохраняют свою независимость и права в полном объеме, а сама структура в силу равных прав ее участников носит симметричный характер	Союз, лига, гильдия, общество, палата, коллегия, картель, консорциум, сетевая организация
Объединение частично зависимых предприятий, когда участники взаимодействуют друг с другом по неполному объему своей деятельности и сохраняют автономию в сфере управления	Синдикат, альянс, пул, финансово-промышленная группа национального, транснационального и международного содержания
Объединение зависимых друг от друга участников с передачей части функций управления от одних другим. Структура не симметрична	Трест, концерн, комбинат, комплекс

Конечно, российское законодательство (ФЗ № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г.) предусматривает некоторые способы защиты интересов миноритарных акционеров. В частности, 1) ограничение уставом максимального количества голосов, предоставляемых одному акционеру; 2) осуществление выборов членов совета директоров с использованием механизма кумулятивного голосования; 3) предоставление миноритарным инвесторам права вето, а также минимального присутствия акционеров на общем собрании; 4) лишение определенных акционеров права голоса по вопросам, в которых имеется их личная заинтересованность интересу общества в целом. Кроме того, существует норма, которая предусматривает выход акционера из состава АО в случае несогласия с решениями общего собрания акционеров, на решения которого не смогло повлиять его собственное голосование [4]. Но почти все эти меры реализуемы только при сильной юридической поддержке (т.е. если эти инвесторы имеют знакомых юристов, адвокатов, которые готовы отстаивать их интересы в суде).

Однако наиболее весомой проблемой для корпоративной формы являются взаимоотношения между акционерами и менеджерами. Хотя юридически собственниками корпорации являются акционеры, они редко занимаются управлением ею. В большинстве случаев их управленческая деятельность сводится к выборам руководящих органов корпорации и принятию участия в разработке предпринимательской стратегии. Потенциально акционеры могут оказывать влияние путем смены руководства, но, не имея достаточного объема информации, они склонны поддержать его предложения. Поэтому реальная власть оказывается сосредоточенной в руках менеджеров, повседневно осуществляющих руководство корпорацией. Причем последние вовсе необязательно являются акционерами корпорации, которой

управляют. Эта проблема может быть частично решена с помощью инструментов законодательного и экономического характера. В первом случае в форме контроля за деятельностью менеджеров, а во втором - материального стимулирования как способа заставить менеджеров работать в интересах акционеров. Чем более распылен акционерный капитал, тем выше вероятность злоупотреблений со стороны менеджеров в условиях отсутствия должного контроля со стороны крупных акционеров, которые не будут иметь реальные рычаги власти при сильном распылении капитала.

Теперь можно сформулировать определение корпоративных финансов. Корпоративные финансы представляют собой совокупность экономических отношений, возникающих в процессе формирования, распределения и использования фондов денежных средств, образующихся в процессе производства и реализации продукции, работ и услуг.

Корпоративные финансы выполняют в экономике следующие функции:

1) распределительная (подразумевает распределение денежных фондов в процессе производства и потребления);

2) контрольная (контроль формирования, распределения и использования денежных фондов в процессе производства и реализации)

В наши дни в мировой практике получили распространение три основные модели управления финансами корпораций: англо-американская, японская и немецкая. Если первые две модели практикуются только в тех странах, по именам которых названы, то последняя применяется, кроме Германии, еще в некоторых европейских странах, Канаде, Австралии и частично в Новой Зеландии.

Для англо-американской модели характерно присутствие как индивидуальных внутренних акционеров, так и растущее число акционеров со стороны (аутсайдеров). Причем права и обязанности

участников регламентируются детально проработанным законодательством. Ключевую роль в таких объединениях играют институциональные акционеры, как то государство, банки, биржи и т.д. Соотношение институциональных и индивидуальных инвесторов определяется примерно как 65/35. В состав Совета директоров входит от 13 до 15 участников, среди них как лица, непосредственно работающие в корпорации либо тесно с ней связанные, так и аутсайдеры.

Что касается требований к раскрытию информации, то в США предусмотрены квартальные отчеты, а в Великобритании - полугодовые. Избрание директоров в состав Совета, эмиссия акций, корректировка учредительных документов, назначение аудиторов, принятие решений о слияниях и поглощениях осуществляется только с согласия акционеров.

Если в США акционеры не обладают правом голосовать по вопросу размера дивидендов, то в Великобритании этот вопрос выносится на голосование. Причем акционеры могут голосовать заочно, по почте или по доверенности, физически не присутствуя на собрании акционеров. Институциональные инвесторы осуществляют контроль за деятельностью корпорации, в ряде случаев делая довольно рискованные капиталовложения или иницируя создание институциональных фондов.

В японской модели наблюдается большой удельный вес финансовых и корпоративных структур в составе акционеров. Главными участниками являются банки и финансово-промышленные сетевые организации, а также государство, поскольку все выпускаемые акции полностью принадлежат им. Банки помогают своим корпоративным клиентам с выпуском ценных бумаг, ведением счетов, оказывают консалтинговые услуги, предоставляют выгодные кредиты. Практикуется перекрестное владение акциями.

В состав Совета директоров (до 50 человек) избираются исключительно инсайдеры. В ряде случаев государство может назначить своего представителя. Корпорация обязана составлять полугодовой отчет, в котором содержатся сведения о планируемых поправках в уставе, предполагаемых слияниях, структуре капитала, директорах и крупнейших акционерах.

Немецкая модель отличается следующими признаками: участие банков в корпорациях носит долгосрочный характер, поэтому их представители избираются в Совет директоров на постоянной основе. Немецкий бизнес, выбирая между акционерным финансированием и банковским кредитованием, как правило, отдает предпочтение последнему. Обычно структура владения акциями следующая: корпорации – 45 % акций; банки – 30 %; индивидуальные акционеры (работники) – 12 %; пенсионные фонды – 3% [5]. Совет директоров складывается из двух уровней: наблюдательный совет (до 20 человек) и правление. Первый выполняет рекомендательную и

контрольную функции по отношению ко второму. Правление состоит целиком из сотрудников корпорации. С одобрения акционеров должны решаться следующие вопросы: начисление и распределение дивидендов, утверждение решений наблюдательного совета и правления, выборы наблюдательного совета.

Заочное голосование не практикуется в немецких корпорациях. Поэтому акционеры, не имеющие возможности присутствовать на голосовании, передоверяют свое право голоса уполномоченному банку, а тот уже распоряжается вверенными ему голосами по своему усмотрению.

Как видно из проведенного анализа, все рассмотренные модели объединяет ключевая роль, которую играют банковские и корпоративные участники в финансировании деятельности и управлении делами корпораций за рубежом. Теперь необходимо кинуть взгляд на состояние корпоративных структур и их финансов в нашей стране.

На основании проведенной классификации и анализа 100 крупнейших компаний России по объему производства продукции можно отметить, что корпорации в нашей стране в основном действуют непромышленной коммерческой сфере, представленной в основном государственными компаниями, а также компаниями, собственниками которых, среди прочих, являются зарубежные корпорации. Электроэнергетика представлена в основном государственными компаниями, однако в состав топливной промышленности входят исключительно частные корпорации [6].

В последнее время система нормативного регулирования корпоративного управления в России существенно улучшилась, однако еще много необходимо сделать в плане ее совершенствования. Нужно отметить, что первый более или менее значимый нормативный акт – Закон об акционерных обществах – был принят лишь в 1995 г. Однако к тому времени многие компании уже были созданы, акционированы, а модель корпоративного управления, на которую они могли бы ориентироваться, отсутствовала. В результате они не смогли выработать действенного механизма управления корпоративными финансами, и многие из них обанкротились.

Сегодня корпоративные структуры являются активными участниками сделок слияний и поглощений, осуществляемых на российском фондовом рынке. Во втором полугодии 2011 г. объем сделок на внутрироссийском рынке увеличился сразу в 1,5 раза по сравнению с 2010 г. и достиг значения в 24500 млн. дол. При этом объем иностранных сделок в России сравнялся с объемом российских сделок за рубежом [7]. Однако в 2014 г. объем сделок по слияниям и поглощениям сократился на 38%. Это произошло из-за падения цен на нефть. Кроме того, российский фондовый рынок остается сравнительно нестабильным и недостаточно развитым, что отнюдь

не способствует дальнейшему росту числа сделок по слияниям и поглощениям. Так же препятствуют деловой активности довольно высокие процентные ставки, действующие в отечественной экономике [8].

В результате слияний и поглощений корпорации способны существенно повысить свою рыночную стоимость. Это происходит, в частности, по причинам снижения конкуренции, экономии на масштабах деятельности, возникновения налоговых щитов, снижения рисков и диверсификации бизнеса [9].

Корпорации также являются инициаторами значительных по объему прямых инвестиций в отечественной экономике. Доля частного капитала в структуре инвестиций весьма велика и составляет порядка 60% [10].

Организация Экономического Сотрудничества и Развития сформулировала основные принципы, которым должно отвечать эффективное управление финансами в современных корпорациях:

1) Прозрачность (вся финансовая отчетность и регламентирующие документы должны быть четко сформулированы и общедоступны)

2) Честность (инвесторы, вкладывающие средства в деятельность корпорации, должны иметь гарантии того, что их собственность будет защищена от нецелевого использования и предоставленные средства не пойдут на покрытие непредвиденных убытков и долгов)

3) Подотчетность (собственники осуществляют контроль за деятельностью менеджеров, которые должны быть подотчетны им. Это позволит избежать множества конфликтов и решить одну из основных проблем современных корпораций)

4) Ответственность (корпорация должна нести ответственность перед обществом в целом за направление и результаты своей деятельности на рынке. В частности, она не должна практиковать недобросовестную конкуренцию, делать попытки всецело монополизировать свой целевой рынок, ликвидируя или поглощая конкурентов)

К этим принципам можно прибавить нацеленность на стратегическое развитие, комплексность и взаимоувязанность принимаемых решений, наличие нескольких вариантов реализации выбранной стратегии.

Обычно выделяются следующие факторы, способные более или менее значительно повлиять на организацию управления финансами корпорации [11]:

1. принадлежность к определенным организационно-правовым формам
2. к определенным субъектам права собственности
3. к определенной отрасли, подотрасли или диверсифицированному производству
4. к типу организационных структур
5. величина предприятий (средние, крупные, малые).

Необходимым условием становления и развития корпоративных отношений и повышения эффективности корпоративного управления, по нашему мнению, должно стать принятие корпоративного законодательства, которое поможет создать юридические предпосылки для переплетения интересов государства, крупных и мелких акционеров, членов трудового коллектива и менеджеров [12].

Одним из основных внешних механизмов корпоративного управления является контроль финансового рынка. Значение последнего объясняется устойчивой взаимосвязью, существующей между эффективностью управленческой деятельности менеджеров и ценой акций корпорации. Ведь повышение курса акций корпорации может восприниматься сторонними потенциальными инвесторами как некий сигнал о том, что дела в этой корпорации идут превосходно и необходимо вкладываться в покупку ее акций, ибо на этом можно хорошо заработать.

Корпоративное управление в России не имеет длительной практики и в этой связи возникают некоторые проблемы. В то же время, информация о новейших мировых стандартах корпоративного управления, в том числе и в сфере финансов, о сегодняшних методиках финансового менеджмента и их применении в процессе управления акционерными обществами в соответствии с нормами действующего законодательства позволит существенно увеличить эффективность деятельности акционерных обществ в нашей стране.

### Список литературы

1. Коваленко Б.Б. Институты публичного и частного владения собственностью в условиях самоорганизации корпоративного предпринимательства. Особенности российской пищевой промышленности // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия Экономика и экологический менеджмент. 2013. № 2.
2. Кирьянов И.В. Моделирование высокоинтегрированных корпораций: от неоклассики к неoinституционализму // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия Экономика и экологический менеджмент. 2014. №4.
3. Сергеева И.Г., Грачева Е.А. Совершенствование корпоративного законодательства как средство повышения эффективности предпринимательства // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия Экономика и экологический менеджмент. 2013. №1.
4. Защита миноритарных акционеров // Corp.univer.ru/legalbureau /company/minoritary
5. Сравнительная характеристика управления финансами корпораций России и за рубежом / [http://studme.org/13560615/finansy/sravnitelnaya\\_harakteristika\\_upravleniya\\_finansami\\_korporatsiy\\_rossii\\_rubezhom](http://studme.org/13560615/finansy/sravnitelnaya_harakteristika_upravleniya_finansami_korporatsiy_rossii_rubezhom)

6. 100 крупнейших корпораций России / <http://wiki-work.ru/interesnoe/100-krupnejshikh-korporatsij-rossii.html>

7. Ласкина Л.Ю., Власова М.С. Современное состояние рынка слияний и поглощений в Российской Федерации // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия Экономика и экологический менеджмент. 2014, № 1.

8. Сергеева И.Г., Цыплухина Д.Г. Слияния и поглощения как инструмент управления промышленной корпорацией // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия Экономика и экологический менеджмент. 2015, № 2.

9. Коваленко Б.Б., Савушкин А.А. Сделки слияний и поглощений в процессе создания и роста стоимости организаций корпоративного предпринимательства // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия Экономика и экологический менеджмент. 2014, №4.

10. Никифоров А.А. Анализ инвестиционных процессов в российской экономике // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия Экономика и экологический менеджмент. 2014, № 1.

11. Коваленко Б.Б., Сидорова Л.В. Эволюция научных и практических представлений о сущности и содержании корпоративных предпринимательских организаций // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия Экономика и экологический менеджмент. 2015, №2, С. 11.

## References

1. Kovalenko B. B. Institutes of public and private possession of property in the conditions of self-organization of corporate business. Features of the Russian food industry//*NIU ITMO Scientific magazine. Economy series and ecological management.* 2013. No. 2.

2. Kiryanov I.V. Modeling vysokointegrirrovannykh of corporations: from neoclassics to neoinstitutionalism//*the NIU ITMO Scientific magazine. Economy series and ecological management.* 2014. No. 4.

3. Sergeyev I.G., Gracheva E.A. Improvement of the corporate legislation as means of increase of efficiency of business//*NIU ITMO Scientific magazine. Economy series and ecological management.* 2013. No. 1.

4. Protection of minority shareholders//*Corp.univer.ru/legalbureau / company/minoritary*

5. Comparative characteristic of management of finance of corporations of Russia and abroad / [http://studme.org/13560615/finansy/sravnitel'naya\\_harakteristika\\_upravleniya\\_finansami\\_korporatsiy\\_rossii\\_rubezhom](http://studme.org/13560615/finansy/sravnitel'naya_harakteristika_upravleniya_finansami_korporatsiy_rossii_rubezhom)

6. 100 largest corporations Russia / <http://wiki-work.ru/interesnoe/100-krupnejshikh-korporatsij-rossii.html>

7. Laskina L.Yu., Vlasova M. S. A current state of the market of merges and absorption in the Russian Federation//*the NIU ITMO Scientific magazine. Economy series and ecological management.* 2014, No. 1.

8. Sergeyev I.G., Tsyplukhina D. G. Merges and absorption as instrument of management of industrial corporation//*NIU ITMO Scientific magazine. Economy series and ecological management.* 2015, No. 2.

9. Kovalenko B. B., Savushkin A.A. Transactions of merges and absorption in the course of creation and growth of cost of the organizations of corporate business//*NIU ITMO Scientific magazine. Economy series and ecological management.* 2014, No. 4.

10. Nikiforov A.A. The analysis of investment processes in the Russian economy//*the NIU ITMO Scientific magazine. Economy series and ecological management.* 2014, No. 1.

11. Kovalenko B. B., Sidorov L.V. Evolution of scientific and practical ideas of essence and maintenance of the corporate enterprise organizations//*NIU ITMO Scientific magazine. Economy series and ecological management.* 2015, No. 2, S. 11.

Статья поступила в редакцию 30.10.2015 г.