



Munich Personal RePEc Archive

# **Corporate Governance and Shareholders' Interests: Concept of the Maximization of the Market Values of Companies**

Bukvić, Rajko and Rajnović, Ljiljana

Nizhny Novgorod State Engineering-Economic University, Institute of agricultural economics

2019

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/100255/>  
MPRA Paper No. 100255, posted 09 May 2020 14:23 UTC

*Буквич Р. М.*

*Райнович Л. Д.<sup>1</sup>*

## **УПРАВЛЕНИЕ ПРЕДПРИЯТИЕМ И ИНТЕРЕС АКЦИОНЕРОВ: КОНЦЕПЦИЯ МАКСИМИЗАЦИИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ**

Аннотация. Одним из основных и широко отстаиваемых постановлений корпоративного управления является управление предприятиями в интересах акционеров, т.е. собственников предприятия. Этот концепт обоснован на аргументах, что у собственников самый сильный интерес в предприятии и что от этого интереса прямо зависит эффективность ведения дел, пока в то же время интересы акционеров наименее защищены среди интересов всех конституэнтов. В некоторых странах этот концепт воздвигнут до абсолюта (в США как единственный интерес который надо защищать, выдвигается интерес акционеров), но и там где это не правило, т.е. где уважаются и интересы других конституэнтов, интерес акционеров неприкосновенен и выдвигается на первое место. В докладе рассматриваются основы и виды, с которыми в различных странах и в различных условиях мотивируется такой образ корпоративного управления, также последствия, которые такие требования и их выполнение порождают. Особенно указывается на крушение концепции максимизации рыночной стоимости акций, которая была исключительно популярной в последние десятилетия XX и в начале этого столетия.

*Ключевые слова:* компания, акционер, интерес, максимизация рыночной стоимости акций

JEL Classification: G34, G35, K20, M12

Компания (акционерное общество) не является идилическим юридическим лицом, действующим в интересах лишь собственника (собственников). Для её деятельности характерны противоречия и различия интересов, как внутри компании, так и по отношению к внешнему миру. Кроме различных интересов существуют и различные риски: для акционеров, кредиторов, работников, менеджмента, компании в целом, а также общества и государства. Некоторые исследователи вполне оправдано добавляют к этому и интересы потребителей, хотя он и не имеют контрактной согласованности с компанией.

В экономической науке сформировалось несколько подходов к рассмотрению фирмы. Согласно стандартному (неоклассическому) фирма рассматривается как экономический субъект на рынке, который преобразует ресурсы (факторы производства) в экономические

---

<sup>1</sup> Райко Миланович Буквич – доктор экономических наук, профессор университета Мегатренд Белград, почётный профессор Нижегородского государственного университета, Княгинино, Объединение «Српски кривак», Белград, (Сербия), E-mail: [r.bukvic@mail.ru](mailto:r.bukvic@mail.ru).

Лильяна Душановна Райнович – доктор юридических наук, научный сотрудник, Институт экономики сельского хозяйства, Белград (Сербия), E-mail: [rajnoviclj@gmail.com](mailto:rajnoviclj@gmail.com).

блага (товары и услуги), продающиеся на рынке. Такой технологический (функциональный) подход анализирует поведение фирмы на основе предположения о том, что для каждой комбинации факторов можно определить функцию (производственная функция), которая выражает самый большой объём продукции при определённом уровне технического развития, и показывает зависимость результатов от количества и качества затраченных факторов. Поведение фирмы обосновывается выбором объёма и структуры ресурсов и произведённой продукции, а целью является установление таких цен и объёма продукции которые приносят максимальную прибыль. Фирма – «чёрный ящик»: в него входят труд и капитал (факторы производства), из него выходят готовые продукты.

Существенные изменения в трактовке фирмы были инициированы известной работой Коуза<sup>2</sup>, которая обозначила возникновение альтернативного, институционального подхода к фирме. В противоположность неоклассическому, новый подход сделал возможным рассматривать фирму как целостную организацию, а не просто как технологическую систему. Он выдвинул субъектную структуру фирмы и описал систему интересов лиц, участвующих в принятии решений фирмы, закладывая основу для признания сложной системы отношений как внутри, так и вне фирмы, которая влияет на её поведение, организационную структуру и систему мотивации и вознаграждения.

В (нео)институциональном подходе фирма – совокупность контрактных отношений внутреннего и внешнего уровней. Рынок является внешним контрактом о производстве какого-то продукта, а фирма внутренним контрактом. Фирма может покупать продукт на основе заключённого соглашения с другими агентами или может сама произвести товар, используя внутренние отношения с работниками. Для этого выбора в подходе Коуза решающим является отношение транзакционных и административных (управленческих) издержек. И другие теории (бихевиористская, эволюционная) подчёркивают сложность фирмы, т.е. существование разных групп интересов внутри неё. Одна из развитых моделей, «агентская модель» («принципал – агент»), обосновывает эту сложность различием объективных позиций, которые в рамках фирмы занимают менеджеры и собственники. Для нашей работы особое значение имеет именно агентская теория, ведущая свое происхождение от А. Смита<sup>3</sup>, А. Берле и Дж. Минца<sup>4</sup> и наиболее полно представленная в работе М. Дженсена и У. Меклинга<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> Coase R. H. The Nature of the Firm, *Economica*, 1937, 4(16), 386–405.

<sup>3</sup> Свою работу *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* А. Смит опубликовал в 1776 г. Его идеи, релевантные для нашей статьи, представляются нами по изданию: Смит А. Исследования о природе и причинах богатства народов, М.: Издательство социально-экономической литературы, 1962.

## Интересы участников и агентская проблема

Несмотря на различия в степени в которой носители интересов участвуют в корпоративном управлении, что зависит от национальных законов и практики, также от добровольного адаптирования, рыночных законов и хорошей деловой практики, по всеобщему согласию компании не могут хорошо вести своё дело, игнорируя интересы участников. И в теории и в практике считается, что хорошее корпоративное управление надо обосновывать прежде всего на уважении интересов собственников капитала и на их влиянии на ведение дел, т.е. на менеджеров. С учётом различия и даже противоположности интересов собственников и менеджеров, самым важным является решение агентской проблемы. Существуют различные способы ее решения. Согласно американским концепциям, единственный интерес, который надо защищать, – интерес собственников компании. В отличие от этого немецкий Закон о акционерных обществах 1937 г. ввёл понятие интерес государства в акционерных обществах на основе концепта «особого интереса компании как юридического лица». Законом введена модель управления в виде ревизионного комитета, защищающего особый интерес компании, отличный от интереса других участников. Основным нормативный акт соответствующего законодательства во Франции был Закон о торговых обществах из 1965 г. Положение о особом интересе компании сегодня широко распространено в европейской теории и практике.<sup>6</sup>

Упомянутая проблема отношения собственника-акционера и менеджмента предприятия очень часто приводится как типичный пример агентской проблемы, чем она воистину и является. Она является одной из крупнейших проблем корпоративного мира, и ей, в принципе, посвящается наибольшее внимание. Существуют три аспекта этой проблемы: 1) противоположность интересов собственников (акционеров) и менеджмента предприятия, 2) противоположность интересов крупных и малых акционеров, и 3) противоположность интересов компании, т.е. её собственников и остальных возможных конститутивных интересов и рисков.

---

<sup>4</sup> Berle A. A. Jr. & G. C. Means. *The Modern Corporation and Property Right*, New York: Harcourt, Brace & World, 1932.

<sup>5</sup> Jensen M. C. & W. H. Meckling. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), 305–360.

<sup>6</sup> Принципы корпоративного управления ОЭСР дают рекомендации и направления в отношении регулирования важнейших прав и обязательств акционеров, роли других заинтересованных в корпоративном управлении, транспарентности и ответственности комитета компании. См.: *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris, 1999.

Когда речь идёт об агентской проблеме, как правило, имеется в виду её первый аспект. Это естественно, поскольку он был первым замечен и поскольку в экономическом плане он наиболее значим. Одним из первых, кто заметил и подчеркнул проблему, происходящую из выделения собственности и управления, был А. Смит, видевший в этом большую проблему для развития крупных компаний, т.е. для всего экономического развития. Весомый вклад в основы новой теории внёс М. Фридман, назвавший социальную ответственность компаний социалистической доктриной. Он утверждал, что менеджер является агентом которого нанимают индивиды, собственники корпорации, и что, следовательно, его первичная ответственность заключается в том, чтобы вел бизнес согласно пожеланиям акционеров.<sup>7</sup>

В 1973 г. Росс и Митник в работах, опубликованных почти одновременно<sup>8</sup>, провозгласили, что разработана новая теория. При этом, Росс ответственен за возникновение экономической а Митник – институциональной теории.

Идеи новой теории далее развили Дженсен и Меклинг в упомянутой статье, в которой представлены и основные предпосылки новой теории:

- Акционеры имеют в собственности компанию, они являются «принципалами», имеющими беспспорное право управлять делами компании;
- Менеджеры имеют права, делегированные им акционерами, они – «агенты» акционеров;
- Как агенты акционеров менеджеры должны управлять делами компании согласно пожеланиям акционеров;
- Акционеры требуют ведение дел компании в целях максимизации их экономических выгод-доходов.

Дженсен и Меклинг не обсуждали этических стандартов, которыми менеджеры должны руководствоваться при управлении компанией, они просто приняли точку зрения Фридмана, согласно которой менеджеры не должны обращаться к области социальной ответственности. Агентская теория с тех пор концентрировалась на проблемах достижения цели, определённой в качестве главной, – максимизации доходов акционеров, обеспечиваемой ведением дел компании со стороны менеджеров.

---

<sup>7</sup> Friedman M. A Friedman Doctrine, The New York Times, September, 13th 1970, p. SM17.

<sup>8</sup> Ross S. A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, The American Economic Review, 1973, 63(2), 134–139; Mitnick B. M. Fiduciary rationality and public policy: The theory of agency and some consequences. Annual Meeting of the American Political Science Association, New Orleans, LA. In Proceedings of the APSA, 1973.

Агентская теория очень быстро нашла применение в различных дисциплинах: бухгалтерия, экономика, финансы, политические науки, маркетинг, организационное поведение, социология, но очень долго считалась противоречивой. Её экономический аспект долго был доминирующим в рамках общественных наук. Одну из первых попыток обратиться к данной теории с неэкономического (социологического) аспекта сделала С. Шапиро в 2005 г.<sup>9</sup>

От успешного решения агентской проблемы (в её первом аспекте) зависит то, решатся ли собственники капитала вложить его в компанию или нет, а от этого решения зависит в конечном счёте экономическое развитие вообще. Возникает поэтому вопрос – как можно (и можно ли вообще) решить эту проблему, т.е. можно ли менеджеров, и если да, то как принудить, чтобы они работали в пользу собственника. На основе факта, что в развитых рыночных экономиках огромные объёмы капиталов всё-таки вливаются в корпоративный сектор, можно заключить, что агентская проблема в основном решается удовлетворительно, и инвесторы верят, что существует высокая вероятность того, что менеджеры работают в пользу компании и тем самым и в пользу собственников капитала.

Интерес собственника представляется очевидным – максимизация прибыли (именно максимизация, а не просто какая-либо прибыль). Но, что является интересом менеджера? Как решается проблема, как совмещаются эти различные интересы? Авторы книги *Продвижение корпоративного управления*<sup>10</sup> приводят два очевидных, но как они сами подчёркивают, неадекватных решений: 1) постоянное и всеохватывающее наблюдение принципала над агентом, и 2) тонкий, всеохватывающий контракт между принципалом и агентом.

Почему эти решения не удовлетворяют? Что касается всеохватываемости контракта, ясно – всеохватывающий контракт, которым предусматривалось бы всё, принципиально невозможен – и потому всегда существует определённая область, лежащая вне контракта, которая предполагает определённую свободу агента. Это возвращает нас к исходному вопросу – почему менеджер должен работать в пользу собственника а не в собственную пользу? При первом решении проблема более сложна – чем контроль более масштабный, тем он больше стоит, так что нужно как всегда соизмерять выгоды и издержки. С другой стороны, менеджер всегда располагает с большим объёмом релевантной информацией. Эта асимметричность в информированности не позволяет собственнику в полном объёме контролировать менеджера, т.к. тот знает больше. Он является профессионалом и он далеко

---

<sup>9</sup> Schapiro S. P. Agency Theory, Annual Review of Sociology, 2005, 31, 263–284.

<sup>10</sup> Беговић Б.; Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003, с. 13.

ближе к ведению дел компании, чем собственник. Собственник именно поэтому и нанимает менеджера – тот знает больше.

Когда речь идёт об агентской проблеме, т.е. об отношении собственника и менеджера, появляются и некоторые другие вопросы. Например, хорошо ли если менеджер работает на максимизацию стоимости предприятия, т.е. на максимизацию прибыли? Менеджеры с экономической точки зрения должны следовать принципу (цели) максимизации прибыли. Почему? В случае партнёрства такая проблема не возникает. Если частник не максимизирует прибыль, он будет проигрывать в конкуренции со своими соперниками, другими предприятиями. Так ли это и в случае корпорации? С появлением так называемой менеджерской революции часто возникали теории, утверждавшие, что предприятие больше не стремится к максимизации прибыли, преследуя какие-то другие цели. Тем не менее, в конце концов, всегда оказывалось, что процесс так называемого экономического естественного отбора принуждает менеджеров вернуться именно к максимизации прибыли и отказаться от других целей.

Целевой функцией менеджера должна быть максимизация прибыли, т.е. стоимости компании. Экономическая эффективность максимизируется, когда компания работает самым эффективным способом, а это бывает в том случае, когда целевой функцией является максимизация прибыли компании, т.е. когда менеджер работает в пользу собственника. Если менеджер максимизирует какую-то другую функцию, например, собственные выгоды или самый быстрый рост совокупного дохода компании или занятость в компании или что-то другое, результатом будет невысокая экономическая эффективность.

Успешное управление проявляется в осуществлении целевой функции компании – максимизации прибыли, т.е. стоимости компании. С другой стороны, рынок капитала (биржа) – это дисциплинирующее средство для менеджеров, поскольку рыночная цена акций формируется на основе всей доступной информации о компании и непременно отражает успешность ведения дел компании.

### **Надо ли предприятиями управлять в интересах акционеров?**

Всё сказанное не означает абсолютизацию интереса акционеров. В самом деле, надо ли предприятиями управлять в интересах акционеров? Вопрос можно задать и иначе, например: какие группы интересов должны играть важную (или самую важную) роль в корпоративном управлении? Являются ли такой группой только собственники – акционеры,

или соответствующее значение и роль должны иметь и другие: кредиторы, работники, поставщики и др.? Между экономистами в этом вопросе нет (полного) согласия. В большинстве своём они считают, что хорошее корпоративное управление должно обосновываться на соблюдении интересов собственников и на их влиянии на ведение дел предприятия, т.е. на менеджеров. Это мнение представлено в книге *Продвижение корпоративного управления* – первой монографии, посвященной корпоративному управлению, опубликованной в Сербии в переходный период. Авторы свою позицию основывали на двух аргументах: 1) наличие связи между экономической эффективностью и интересами собственникова 2) интересы собственников менее защищены чем интересы других групп<sup>11</sup>.

Первое положение вряд ли является спорным. Другое, однако, заслуживает краткого комментария. Является ли это утверждение точным? Объяснение (и обоснование), приведенное в книге, достаточно упрощенно. Там сказано, что интересы работников не могут быть серьёзно нарушены плохим управлением, поскольку зарплаты выдаются через короткие промежутки времени, и следовательно, задолженность перед работниками не может быть большой. В хорошо устроенной экономике вероятность этого, действительно, весьма велика. Ну, а как у нас в Сербии? Похоже, что авторы описывали какое-то другое (не наше) хозяйство. Дальше, там говорится, что все кредиторы как заимодавцы, так и поставщики, основываясь на законодательстве о банкротстве всегда могут инициировать процесс банкротства и вернуть вложенные средства. Но, так ли это у нас? А если и так, то можно ли удовлетворить кредиторов и в какой степени? Наконец, авторы подчеркивают, что акционеры не имеют подобной защищенности. Их права в случае банкротства соблюдаются в последнюю очередь. Однако, остаётся вопрос – является ли это весомым аргументом, подтверждающим тезис о том, что предприятиями надо управлять в интересах акционеров. Кажется, что теория (и практика) корпоративного управления ещё не сказали в отношении этого своего последнего слова.

Вернёмся к вопросу: надо ли предприятиями управлять в интересах акционеров? Этот вопрос якобы решается следующим образом. Акционеры являются собственниками предприятия, потому предприятием надо управлять в их интересах. При этом, речь не идёт о каком-то этическом принципе, а о том, что акционерам не гарантированы какие-либо постоянные выплаты, в отличие от работников (у них постоянные зарплаты), поставщиков (поставки производятся по утверждённым ценам), банков-кредиторов (им выплачиваются

---

<sup>11</sup> Беговић Б.; Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003, с. 14.

постоянные проценты или даже изменяющиеся, т.е. они защищаются и возможностью изменять условия кредитования) и всех остальных субъектов, вовлеченных в дела предприятия. Доход акционеров зависит от ведения дел предприятия, и это для них является основным мотивом для обеспечения эффективной деятельности предприятия. Если предприятие обанкротится, акционеры теряют практически всё. Итак, можно сказать, что акционеры подвергаются рискам, которых у других нет, что их и мотивирует максимально совершенствовать деятельность предприятия. Когда предприятие управляется в целях обеспечения благосостояния акционеров, тогда максимально увеличивается прибыль предприятия, а следовательно, и его общий вклад в экономику.

Однако насколько эта аргументация обоснована? Конечно, верно то, что акционеры являются собственниками предприятия, но их интересы весьма изменчивы, в связи с чем они часто не особенно заботятся о долгосрочном развитии предприятия (это не относится к наиболее крупным акционерам, которые не могут продать свои акции, не вызвав серьёзного расстройства общего ведения дел). Таким образом, акционеры, особенно маленькие, предполагают стратегии, максимизирующие краткосрочную прибыль и максимально увеличивающие дивиденды. Всё это ещё более ослабляет долгосрочную перспективу предприятия, поскольку уменьшается часть прибыли, которая могла бы использоваться для новых инвестиций. Значит, если предприятие управляется только в целях обеспечения благосостояния акционеров, то тем нередко уменьшается потенциал долгосрочного роста предприятия.

### **Что является интересом акционеров**

Оказывается, что это ключевой вопрос. Акционеры являются собственниками, но они не всегда заинтересованы в долгосрочном развитии предприятия. Откуда это происходит? Чтобы это понять, надо обратиться к истории.

Первыми видами предприятий были те, которые сегодня называются общества лиц – индивидуальное предприятие или партнёрство. Основатели, собственники отвечали за предприятие всем личным имуществом (не только имуществом предприятия), включая и личную свободу – в случае делового неуспеха можно было попасть в должниковую тюрьму. Сегодня же мы встречаем много фирм, в наименовании которых представлено слово (или его сокращение), которое обозначает «ограниченно» (L, Ltd и т. п.). Так существуют PLC (public limited company – публичное предприятие с ограниченной ответственностью), LLC (limited

liability company – общество с ограниченной ответственностью), Ltd (limited company – частное акционерное общество), и т.д.

Limited (ограниченно) относится к ответственности. Ограниченная ответственность означает, что вкладчики, если предприятие обанкротится, потеряют только то, что они вложили в предприятие (свою долю). Это характеризует современные общества капитала. Ограниченная ответственность – открытие XVI века, и происходит из (Западной) Европы. До середины XIX века она трудно реализовывалась – для основания предприятия с ограниченной ответственностью была нужна королевская хартия, т.е. хартия правительства. Зачем? Ответ можно получить из высказывания А. Смита, одного из крупнейших пропагандистов частного предпринимательства: «Это полное освобождение от забот и риска сверх определённой суммы привлекает в акционерные компании многих людей, которые не считали бы возможным рисковать всем состоянием в частном торговом товариществе... от директоров подобных компаний, которые заведуют в большей степени чужими деньгами, чем своими собственными, нельзя ожидать такой неусыпной осторожности, какую участники частного торгового товарищества проявляют в управлении своим капиталом.»<sup>12</sup>

Итак, существовало сопротивление в отношении возможности распоряжения чужими деньгами, считалось, что те, кто управляет предприятием с ограниченной ответственностью, не имея при этом его в полной собственности, чрезвычайно рискуют, т.к. часть денег, которыми они располагают, не являются их собственными средствами. С другой стороны, те, кто вкладывал средства в предприятие с ограниченной ответственностью, не руководя им, становились менее осторожны и бдительны, когда они получали возможность наблюдения над управлением предприятия.

В связи с этим, государства до середины XIX века позволяли ведение дел с ограниченной ответственностью только в качестве исключения для больших и рискованных проектов, имеющих национальное значение. Такими были голландская Ост-Индская компания, основанная в 1602 г. и её великий соперник британская Ост-Индская компания, основанная в 1600 г., а также и ряд других с тем же названием (Датская основана в 1616 г., Португальская 1628, Французская 1664, Австрийская 1717, Шведская 1731). Такой же была и печально известная Компания Южных морей, основанная в 1711 г., пузырь которой после масштабных спекуляций в рамках незамысловатой и вымышленной торговли с испанскими колониями, ровно как и производства колёс для *perpetuum mobile*, лопнул в 1721 г. опозорив на долгое время не только данную компанию, но и сам этот тип предприятия. Именно это

---

<sup>12</sup> Смит А. Исследования о природе и причинах богатства народов, М.: Издательство социально-экономической литературы, 1962, с. 532.

инициировало принятие закона в Парламенте Великобритании (Bubbles Act of 1720), запрещающего эмиссию акций неуполномоченным компаниям.

В середине XIX века появляются великие индустриальные и железнодорожные компании, сталелитейные заводы и фабрики химических продуктов, так что необходимость в ограниченной ответственности становится всё большей. Многие страны вводят тогда этот вид ведения дел: Швеция, Великобритания, Франция и др. Однако недоверие к этим предприятиям не исчезло так быстро. Интересно следующее: пока А. Смит и защитники свободного рынка и капитализма сопротивлялись ограниченной ответственности, философ и экономист, которого считают заклятым врагом капитализма, К. Маркс одним из первых понял значение ограниченной ответственности для развития капитализма. Уже в 1856 г. Маркс, говоря в своей главной работе о кредите и о бирже, признавал предприятие с ограниченной ответственностью результатом «высшего развития капиталистического производства»<sup>13</sup>. Маркс считал, что отделение руководства предприятия от имущества сделает возможным отстранение капиталистов от экономики (поскольку они больше не управляют предприятием) и не поставит под угрозу прогресс осуществлён в капитализме. При этом он усматривал чрезвычайные преимущества для материального прогресса в развитии акционерных обществ.

Прогноз Маркса о «переходе к социализму» не осуществился, но он пророчески увидел роль предприятия с ограниченной ответственностью: институт всеобщей ограниченной ответственности вывел производственные силы капитализма на новый уровень, вызвав огромное ускорение аккумуляции капитала и технологического развития. Пришло время великих, харизматических предпринимателей: Генри Форд, Томас Алва Эдисон, Эндрю Карнеги и др. Они управляли великими предприятиями, но были в то же время и собственниками большей части акций предприятий.

С 1930-х годов наступает «революция менеджеров», всё больше речь идёт о возникновении менеджерского капитализма. «Капитаны индустрии», как капиталистов в традиционном смысле звали викторианцы, уступают место карьерным бюрократам (хотя и занятым в частном секторе). Опасение, что менеджеры будут управлять предприятием в собственных интересах, а не в интересах собственников начало реализовываться. Вместо того чтобы максимизировать прибыль, менеджеры увеличивают продажи (укрепляя собственную репутацию) и непосредственно принимают участие в престижных проектах, которые поощряют их эго, но приносят мало прибыли. После несколько десятилетий

---

<sup>13</sup> Маркс К. и Ф. Энгельс. Сочинения, Москва: Государственное издательство политической литературы, издание второе, 1955-1981. Том 25, часть I. Капитал. Том третий. Книга III, 1961.

появляются идеи, что менеджерские инициативы нужно осмыслить так, чтобы менеджерам были даны возможности максимизировать прибыль. Это является признанием особых интересов менеджера и попыткой построить систему их мотивирования.

### **Максимизация рыночной стоимости акций**

В 1980-х гг. преобладала теория максимизации рыночной стоимости акций, рассматриваемая как долго искомый удовлетворяющий фактор мотивации. Утверждалось, что менеджеры должны быть вознаграждены соразмерно прибыли, которую могут принести акционерам. Ради этого было нужно: 1) максимально увеличить прибыль путём значительного сокращения издержек – расходов на зарплаты, вложения, запасы, число руководителей среднего уровня и т.д., 2) наибольшую возможную часть полученной прибыли разделить между акционерами через дивиденды и повторный выкуп уже эмитированных и на бирже размещенных акций.

Чтобы менеджеры были мотивированы к такому поведению, надо увеличить их компенсации соразмерно прибыли предприятия, поскольку они таким образом намного больше будут идентифицироваться с интересами акционеров. За эту идею высказывались как акционеры, так и менеджеры, в том числе и Джек Уэлч (согласно журналу Fortune – «Менеджер столетия»). Он впервые в 1981 г. использовал выражение «акционерная стоимость», и вскоре максимизация рыночной стоимости акций стала воплощением духа времени в американском корпоративном мире. Доля прибыли в национальном доходе, снижавшаяся с середины 1960-х гг. и особенно в первой половине 1980-х гг., заметно увеличилась в середине 1980-х и с тех пор растёт, с определёнными флуктуациями и с исключениями в период кризиса (рис. 1). Акционеры получали большую часть этой прибыли в виде дивиденда, а стоимость акций росла. Распределенная прибыль в совокупной прибыли американских корпораций с 1950-х до 1970-х составляла 35–45 %, а к концу 1970-х превысила 60 %. Это быстро перенеслось в другие страны, прежде всего в Великобританию, и немного медленнее в страны с другой корпоративной структурой власти и менеджерской культурой.

Акционеры перестали создавать проблемы в отношении менеджерских заработков, поскольку дивиденды и цены акций росли. При этом рабочие места сокращались, многие рабочие оставались без работы, а потом снова нанимались уже как внепрофсоюзные с меньшей зарплатой и меньшим числом социальных льгот, темпы роста зарплат работников

сокращались, а иногда зарплаты даже уменьшались (например, при переносе некоторых предприятий в другие страны). Под давлением корпораций уменьшался налог на прибыль корпораций. Всё это вело к повышению неравномерности доходов, к одной из самых ярких характеристик глобализации.



Рис. 1 - Доля прибыли в ВВП США

Источник: Corporate Profits After Tax (without IVA and CCAAdj)/Gross Domestic Product,

<https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=17Sm>

Всё это плохо. Но, ситуация даже хуже, т.к. растущая доля прибыли в национальном доходе с 1980-х гг. уже не направляется в инвестиции. Согласно данным Мирового банка, в 1960–2015 гг. средняя норма инвестиций в США составляла 22,19 %, с минимумом (17,51 %) в 2009 г. и максимумом (25,08 %) в 1984 г. Инвестиции падали с середины 1980-х гг., когда их доля была 20,5 %, а в 1990–2009 гг. норма упала до 18,7 %, а рост после 2009 г. ещё не вернул норму на предкризисный уровень (рис. 2). Кроме того, не произошло роста эффективности использования капитала, которое возместило бы более низкую норму вложения. Норма роста душевого дохода в США упала с 2,6 % годового в течение 1960-х и 1970-х гг. до 1,6 % в период 1990–2009 гг., а в тот же период в Великобритании – с 2,4 % до 1,7 %<sup>14</sup>.

Негативные последствия максимизации рыночной стоимости акций продолжают нарастать. Этому содействует, с одной стороны, увеличение прибыли (на основе существенного сокращения затрат), а с другой – выкуп собственных акций. Предприятие использует часть прибыли для выкупа акций, которые оно само эмитировало и разместило,

<sup>14</sup> Čang H. Dž. 23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu, Beograd: Mali vrt., 2013, с. 43–44.

поддерживая тем самым высокую цену акций и предоставляя больше прибыли акционерам. До 1980-х гг. на выкуп собственных акций направлялось менее чем 5 % от прибыли американских компаний, но затем этот показатель стал расти, достигнув перед кризисом в 2007 г. 90 %, а в 2008 г. – абсурдных 280 %<sup>15</sup>.

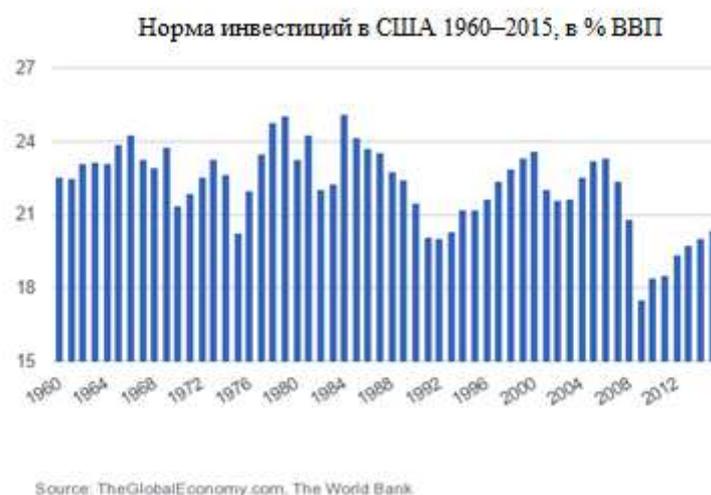


Рис. 2 - Норма инвестиций в США 1960–2015, в % ВВП

Источник: USA: Capital investment, percent of GDP,

[http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital\\_investment/](http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital_investment/)

Динамика дивидендов и выкупа собственных акций в 1981–2007 гг. представлена на рис. 3 на основе данных S&P, которые привел Лазоник<sup>16</sup>. Не удивительно что этот раздел в своей работе Лазоник назвал «Оружие рыночных манипуляций».

Размеры этого абсурдного «состояния» дивиденда и выкупа собственных акций, где выплаты за выкуп непосредственно перед кризисом в 2008 г. далеко превосходили первые, показал Лазоник на поучительном примере.<sup>17</sup> Дженерал Моторс затратил на выкуп собственных акций в 1986–2002 гг. 20,4 млрд. долларов, а потом в 2009 г. не смог обеспечить нужных 35 млрд., чтоб избежать банкротства, заплатив этим за максимизацию рыночной стоимости акций, от чего пользу имели менеджеры и акционеры.

Всё это приносит долгосрочный вред компаниям, угрожая их развитию. Поэтому возникает вопрос – надо ли акционерам заботиться о развитии предприятий. К сожалению,

<sup>15</sup> Čang H. Dž. 23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu, Beograd: Mali vrt., 2013, с. 44.

<sup>16</sup> Lazonick W. The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained, Seattle University Law Review, 2013, 36(2), с. 883.

<sup>17</sup> Lazonick W. The Buyback Boondoggle, BusinessWeek, August 13, 2009.

оказывается что акционеры заинтересованны в долгосрочном устойчивом развитии предприятий меньше чем другие участники. Они могут выйти из предприятия легче всех других – всё, что им надо сделать, это продать свои акции, пусть даже с небольшими потерями. Всем остальным участникам труднее покинуть предприятие.

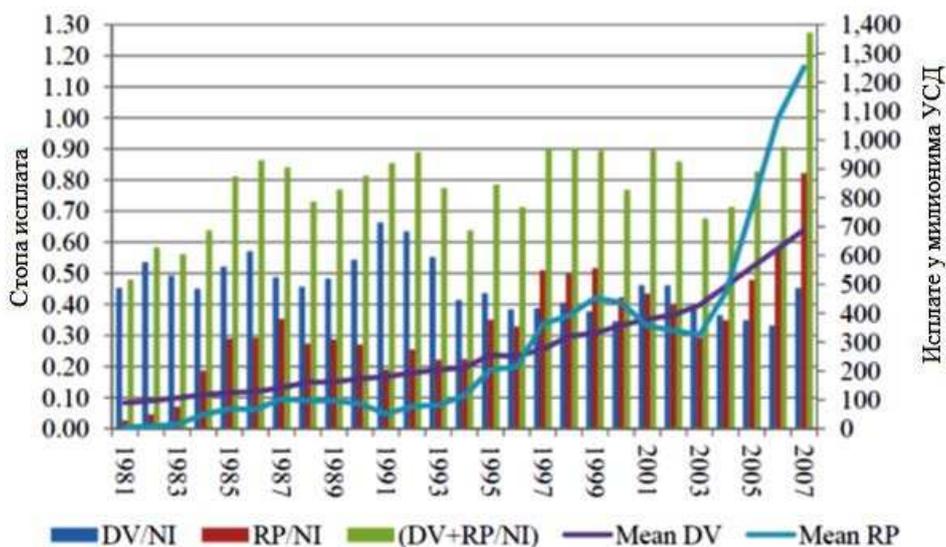


Рис. 3 - Норма дивиденда (DV) и выкупа собственных акций (RP) к нето доходу (NI), и средние значения выплаты дивиденда и выкупа собственных акций, 1981–2007; 292 компании в S&P 500 Index в январе 2008.

Источник: Lazonick W. The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained, *Seattle University Law Review*, 2013, 36(2), с. 883.

Итак, максимизация рыночной стоимости акций вредит предприятию, а также экономике в целом. Поэтому большинство развитых стран пытается уменьшить влияние независимых акционеров и создать различными формальными и неформальными средствами группу долгосрочных участников (в которую входят и некоторые акционеры). В некоторых странах правительство сохранило значительное участие в ключевых предприятиях – прямое (Рено, Фолксваген), или опосредованное (во Франции и в Корее) – и действует как стабильный акционер. Швеция вводит различия в приобретении для различных классов акций, в других странах существуют формальные представительства работников (например, представители профсоюза в ревизионных комитетах в Германии). Япония ввела систему перекрёстного акционерства среди дружеских компаниях.

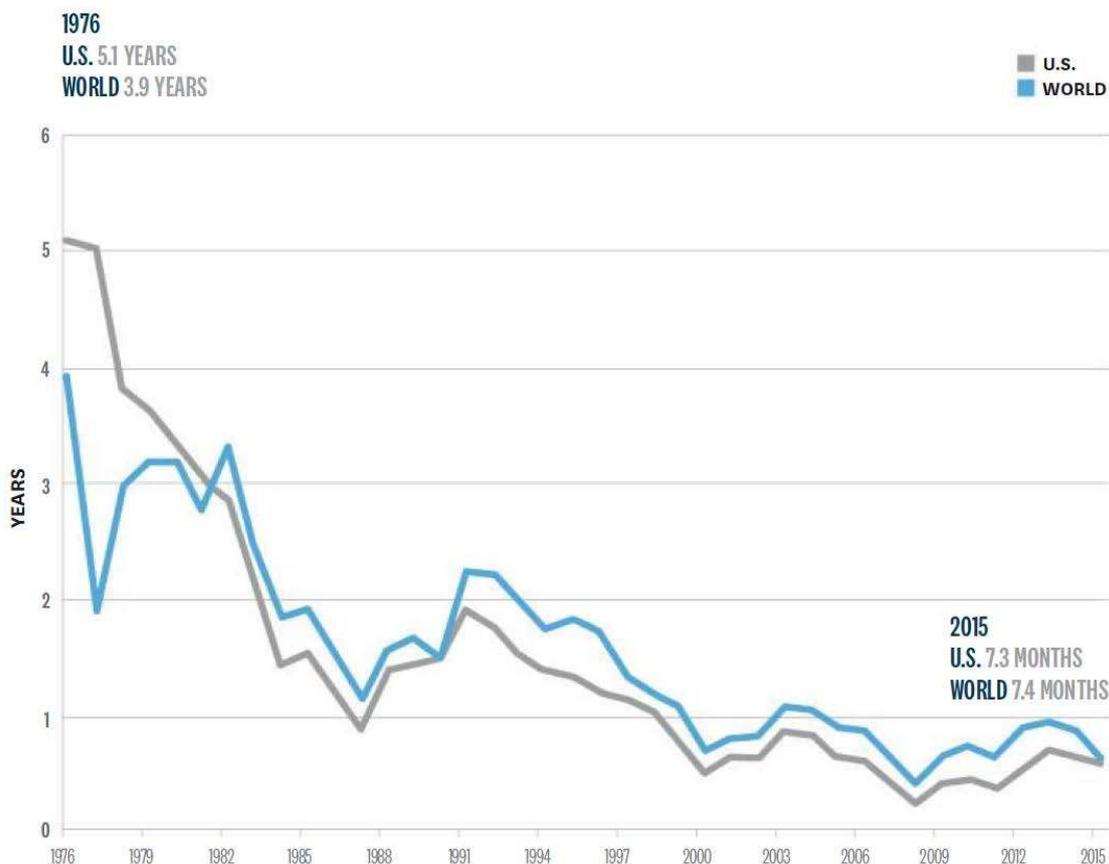


Рис. 4 – Средний период удержания акций в США и в мире, в 1976–2005

Источник: Bower J. L. & L. S. Paine. *The Error at the Heart of Corporate Leadership*, *Harvard Business Review*, 2017, 95(5–6) May – June, с. 54]

Подчеркнём, что управление предприятиями в интересах неустойчивых, колеблющихся акционеров (см. рис. 4) не только ошибочно и несправедливо, но также и неэффективно, при этом как для национальной экономики в целом, так и для самого предприятия. Джек Уэлч, автор и пропагандист идеи максимизации рыночной стоимости акций, не так давно признался, что это (акционерная стоимость) вероятно было «самой глупой идеей на свете»<sup>18</sup>. Сутью идеологии Уэлча была идея о том, что бизнес должен быть первым или вторым в отрасли (в пересчете на долю рынка), в противном случае его нужно

<sup>18</sup> Цитата по: Čang H. *Dž. 23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu*, Beograd: Mali vrt., 2013, с. 48. Уэлч был генеральным директором компании Дженерал Электрик с 1981 по 2001 г., когда она выросла в самую крупную компанию в мире за счёт примерно тысячи поглощений. Но, в то же время он прикрыл столько же производств, сколько приобрел, уволив более 100.000 рабочих (почти четверть от числа всех сотрудников). Уэлч оставлял за собой пустые здания, что принесло ему прозвище Нейтронный Джек. (Фелан К. Простите, я разрушил вашу компанию. Почему бизнес-консультанты - это проблема, а не решение, М.: Альпина паблишер, 2013, с. 24.)

продавать. Конечно, это не новая и не уникальная идея, но благодаря успеху его компании, идеологию и методы Уэлча активно копировали как передовые методы. И это не всё. Среди других его идей, которыми многие восхищались и старались их перенять, выделяется именно концепция создания акционерной стоимости, в соответствии с которой компания обеспечивает акционерам больше прибыли на акцию, чем те могли бы получить от других своих инвестиций.

Как говорит К. Фелан<sup>19</sup>, в математическом смысле акционерная стоимость является функцией рентабельности активов (ROA) компании и рентабельности её инвестиций (ROI), которые вместе составляют рентабельность собственного капитала (ROE), где использованы обыкновенные обозначения. Концепция акционерной стоимости обосновывалась на гипотезе эффективного рынка, где рациональные субъекты покупают акции на основании рациональных расчетов. В результате, к традиционным показателям («выручка и прибыль») руководители компаний в конце 1980-х – начале 1990-х гг. при определении производительности активов и инвестиций занялись долей рынка, курсом акций и многочисленными финансовыми показателями.

### Заключение

Развитые рынки капитала показывают, что существует решение проблемы принципал – агент, т.е. что эту проблему можно если не решить, то хоть приуменьшить её значимость. Решение зависит от условий, влияющих на систему корпоративного управления, и различается в различных странах. При этом решение можно искать в нескольких сферах, т.е. путём нескольких механизмов, которые в основном основываются на непосредственном регулировании деятельности компаний, а некоторые не являются непосредственно связанными с корпорациями, как например репутация менеджера, рынок капитала и т.д.

У различных стран различные взгляды, практика и нормативные рамки решения этих дилемм. Некоторые подчёркивают защиту мелких акционеров через ограничение роли крупных, другие выступают за более сильный контроль менеджмента со стороны крупных акционера. Практика наиболее старых рынков капитала в мире Великобритании и США, показала, что выстраивание названных отношений возможно и в случае большой дисперсии акционеров как в США, где существуют тысячи мелких акционеров, собственников

---

<sup>19</sup> Фелан К. Простите, я разрушил вашу компанию. Почему бизнес-консультанты - это проблема, а не решение, Москва: Альпина паблишер, 2013, с. 25.

корпораций, в многих компаниях, а высокие экономические позиции многих американских корпораций всё-таки показывают, что баланс различных целей, прежде всего собственников капитала и менеджеров, а также и других интересных групп, найден.

Решения агентской проблемы могут основываться, в том числе, и на следующем<sup>20</sup>: 1) согласование интересов менеджмента и собственников с помощью различных схем поощрения вознаграждений менеджеров, 2) опора на стремление менеджера приобрести и сохранить собственную деловую репутацию, 3) точное определение фидуциарной ответственности менеджеров по отношению к компании, 4) установление контроля за работой менеджеров, 5) укрупнение акционерства, т.е. частичная концентрация собственности и контроля в руках крупнейших инвесторов, 6) защита прав мелких акционеров, 7) рынок капитала, 8) враждебное поглощение компании, 9) борьба за представительственные голоса акционеров на общем собрании акционеров.

Очевидно, что решение не будет простым, его не легко осмыслить и реализовать. При этом в практике корпоративного управления необходимо учитывать возможность использования не только новых хороших решений, но и предшествующий опыт, например, опыт концентрации собственности, в результате которой заметно снижается значимость агентской проблемы, но возрастает значимость проблемы принципал – принципал (столкновение крупных и мелких акционеров). Тем самым, хоть и временно, «решается» и вопрос – в чьих интересах должен работать менеджмент компании.

### Список литературы

1. Беговић, Борис; Рајко Буквић, Бошко Живковић, Бошко Мијатовић и Драгор Хибер. Унапређење корпоративног управљања, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003.
2. Маркс, Карл и Фридрих Энгельс. Сочинения, Москва: Государственное издательство политической литературы, издание второе, 1955-1981. Том 25, часть I. Капитал. Том третий. Книга III, 1961.
3. Рајновић, Љильана и Рајко Буквић. Корпоративно управљање као део пословне стратегије компанија, Београд: Институт за економику пољопривреде, 2017.

---

<sup>20</sup> Более подробно в: Рајновић Љ. и Буквић Р. Корпоративно управљање као део пословне стратегије компанија, Београд: Институт за економику пољопривреде, 2017, с. 76–90.

4. Смит, Адам. Исследования о природе и причинах богатства народов, Москва: Издательство социально-экономической литературы, 1962.
5. Фелан, Карен. Простите, я разрушил вашу компанию. Почему бизнес-консультанты - это проблема, а не решение, Москва: Альпина паблишер, 2013.
6. Berle, Adolf A. Jr. & Gardiner C. Means. The Modern Corporation and Property Right, New York: Harcourt, Brace & World, 1932.
7. Bower, Joseph L. & Lynn S. Paine. The Error at the Heart of Corporate Leadership, Harvard Business Review, 95, 2017, № 5–6 (May – June), pp. 50–60.
8. Coase, Ronald H. The Nature of the Firm, *Economica*, 1937, 4(16), 386–405.
9. Corporate Profits After Tax (without IVA and CCAdj)/Gross Domestic Product, <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=17Sm> <6.4.2017.>
10. Čang, Ha Džun. 23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu, Beograd: Mali vrt, 2013.
11. Friedman, Milton. A Friedman Doctrine, *The New York Times*, September, 13<sup>th</sup> 1970, p. SM17.
12. Jensen, Michael C. & William H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), 305–360.
13. Lazonick, William. The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained, *Seattle University Law Review*, 2013, 36(2), 857–909.
14. Lazonick, William. The Buyback Boondoggle, *BusinessWeek*, August 13, 2009.
15. Mitnick, Barry M. Fiduciary rationality and public policy: The theory of agency and some consequences. Annual Meeting of the American Political Science Association, New Orleans, LA. In *Proceedings of the APSA*, 1973.
16. OECD Principles of Corporate Governance. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 1999.
17. Ross, Stephen A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *The American Economic Review*, 1973, 63(2), 134–139.
18. Schapiro, Susan P. Agency Theory, *Annual Review of Sociology*, 2005, 31, 263–284.
19. USA: Capital investment, percent of GDP, [http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital\\_investment/](http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital_investment/)<6.4.2017.>

**Rajko M. Bukvić**

**Ljiljana D. Rajnović**

**Corporate Governance and Shareholders' Interests: Concept of the Maximization of the  
Market Values of Companies**

Abstract. One of the basic and widely represented corporate governance settings is corporate governance in the interests of shareholders, or company owners. This concept is based on the arguments that the owners have the strongest interest in the company and that the efficiency of the business depends directly on this interest, while at the same time the interests of shareholders are at least protected among the interests of all constituents. In some countries, this concept has been elevated to the absolute (in the United States as the only interest to be protected, the interest of shareholders is emphasized), but where this is not the case, or where the interests of other constituents are respected, the interest of the shareholders is inviolable and stands out in the first plan. The paper discusses the basis and modalities that motivate different forms of corporate governance in different countries and different conditions, as well as the consequences that such requirements and their fulfillment produce. In particular, the crash of the concept of maximizing the market value of shares, which was extremely popular in the last decades of the 20th and the beginning of this century, is particularly indicative.

*Keywords: company, shareholder, interest, maximization of market value of shares*