

В последнее время популярной темой стал анализ работы советов директоров российских компаний. При этом зачастую не учитывается лучшая мировая практика в этих вопросах, кстати, довольно обширная, и многие направления анализа упускаются или получают неполную интерпретацию. В то же время российские компании нередко не замечают возможности существенного улучшения представления и работы их советов директоров, которые легко реализуются на практике и могут привести к существенному росту качества корпоративного управления в глазах инвесторов и акционеров, а следовательно, и открыть перспективы роста стоимости и капитализации российских компаний. Данная статья является первой в серии из двух статей, посвященных анализу совета директоров компаний.

JEL: G34

Ключевые слова: корпоративное управление, акционеры, совет директоров

Смыслом работы в области совершенствования корпоративного управления является увеличение инвестиционной привлекательности компании, которая, с одной стороны, привлекает новых и удерживает существующих акционеров-инвесторов, с другой – ведет к росту спроса на акции компании, а следовательно, и их стоимости.

Сама инвестиционная привлекательность компании складывается из множества различных факторов. При этом считается, что помимо сугубо финансовых показателей (таких как высокие темпы роста выручки и масштаб деятельности, положительные и устойчивые во времени показатели рентабельности, стадия жизненного цикла компании), большинство инвесторов высоко оценивает соблюдение компанией стандартов корпоративного управления. Это особенно касается развивающихся стран, где практика защиты инвесторов слаба или не отработана, что обычно является следствием недостаточного развития нормативно-правовой системы страны. Общеизвестно, что стоимость компаний в развитых странах (отличающихся развитой системой корпоративного управления) значительно превосходит стоимость компаний-аналогов, сопоставимых по операционным показателям, из развивающихся стран. Привлечение в компанию средств инвесторов должно быть каким-то образом застраховано, то есть сама компания должна предоставлять инвестору своего рода гарантию сохранности его средств. Развитая система корпоративного управления позволяет обеспечить такую защиту интересов всех акционеров и стейкхолдеров компании. Понятно, что директора и топ-менеджеры компании играют в решении этой задачи ключевую роль, т.к. не только вырабатывают требования к корпоративному управлению в компании, но и обеспечивают их выполнение.

Изучение любых составляющих корпоративного управления возможно только в рамках рассмотрения всей системы в целом. Этому есть простое объяснение – компания, как совокупность точек пересечения интересов множества сторон, является сложным организмом, и итоговый финансовый результат (будь то показатели рентабельности или стоимость компании) складывается под одновременным влиянием всех этих факторов. Среди наиболее существенных можно выделить: структуру совета директоров, структуру собственности, финансовое положение компании, различные производственные особенности. И если операционные показатели (такие как сроки оборачиваемости, рентабельность продаж, уровень кредитного плеча) являются индивидуальными для каждой отрасли, то качественные характеристики управления и собственности имеют схожие характеристики, независимые от отраслевой принадлежности. Общепринятая практика соблюдения интересов всех стейкхолдеров компании может наблюдаться именно в системе корпоративного управления.

Среди основных стейкхолдеров можно выделить:

- Акционеров, которые преследуют три основные цели: получение крупного пакета голосующих акций для реального участия в управлении компанией; покупка акций с це-

1. Д-р эконом. наук, профессор кафедры экономики и финансов фирмы НИУ ВШЭ.

лю получения дивидендных выплат; спекулятивные инвестиции с целью скорейшей перепродажи акций по более высокой цене. Акционеры компании находятся в наиболее уязвимом положении, так как в случае банкротства их интересы удовлетворяются в последнюю очередь. В этой связи они заинтересованы в стабильном росте компании и максимальной информационной прозрачности. Акционеры могут оказывать влияние на корпоративный контроль путем переизбрания членов совета директоров, путем купли-продажи акций для создания возможности враждебного поглощения и проч.

- Менеджмент, который ориентирован на получение гарантированного высокого заработка и поэтому заинтересован в построении стратегии долгосрочного устойчивого развития компании. Менеджеры являются наиболее информированным звеном компании, так как напрямую контактируют со всеми участниками бизнеса. Управленцы могут использовать имеющуюся информацию для достижения собственных целей, отличных от целей акционеров. В этом случае менеджмент может быть мотивирован на рост стоимости компании через предоставление опционов, увеличение бонусной части заработка (определяемого курсовой стоимостью акций). Управление компании зависит от акционеров, так как именно они избирают его на собраниях акционеров, однако зачастую склонны злоупотреблять доверием (проблема принципал-агент).
- Кредиторов, которые предоставляют компании заемные средства и ресурсы для развития, заинтересованы в политике стабильного управления компанией, так как получают доход в рамках договоренности с ней. Особо тщательно они следят за показателями финансовой устойчивости и платежеспособности, часто негативно относятся к принятию компанией нестандартных творческих деловых решений, связанных с повышенным риском.
- Государство, которое заинтересовано прежде всего в постоянных, стабильных налоговых поступлениях и в соответствии деятельности компании определенной социально-экономической политике (в случае ее наличия). Кроме того, государство следит за выполнением компанией социальных обязательств, политикой увольнений, выплат и компенсаций работникам. В российских условиях последнее обстоятельство является особо важным из-за наличия унаследованных от социализма монопрофильных городов с единственным градообразующим предприятием. Также российское государство в условиях неразвитости и неконкурентности институтов собственности заинтересовано в создании благоприятного климата для реинвестирования прибыли российских компаний, активно стремящихся вывести средства за границу, где эти институты более развиты.
- Поставщиков, покупателей (клиентов), персонал, которые напрямую взаимодействуют с менеджментом и заинтересованы в стабильном развитии компании.

Нетрудно заметить, что совет директоров не включен нами в состав стейкхолдеров. Его роль заключается в гармонизации интересов всех упомянутых основных их категорий, стимулировании и консолидации интеллектуального капитала, представленного ими. Дело в том, что при переходе к новой парадигме экономического роста особое внимание не может не уделяться включению и стимулированию интеллектуального капитала, представленного всеми стейкхолдерами в качестве важнейшего драйвера стоимости. Условием этого выступает иное отношение и новая трактовка агентского конфликта, т.к. его прежние подходы будут неизбежно вести к разрушению стоимости компании из-за, по сути, дестимулирования важнейшего его компонента – менеджмента.

Если говорить о качестве корпоративного управления, то имеются свидетельства, что налицо достаточно четкая корреляция между уровнем этого качества и оценкой, которую компания получает в глазах инвесторов. Вопрос о связи между уровнем корпоративного управления и стоимостью компании неоднократно освещался в академических исследованиях как зарубежных, так и российских авторов. На протяжении последних 25 лет опубликовано значительное число работ, в которых авторы пытаются найти решение озвученной проблемы. Исторически первыми появились исследования, изучающие компании США, что вполне закономерно

но, потому что именно в этой стране зародилась тенденция изучения и учета особенностей корпоративного управления. Классическими стали работы Демзец с соавторами и Морк с соавторами (Demsetz, Lehn, 1985; Morck, et al., 1988), которые использовали в качестве объекта исследования данные по крупнейшим американским компаниям. Так, Мок с соавторами использовали выборку из 456 компаний из списка Fortune 500 по состоянию на 1980 год (затем в ходе селекции авторы оставили только 371 компанию); в работе Демзец с соавторами исследовались 511 крупнейших американских компаний. Использование именно американских компаний в качестве объекта исследования вполне логично, так как в США уровень корпоративного управления – высок, господствует информационная прозрачность, и достаточно просто найти релевантные данные о реальных собственниках компаний. Поэтому компании США в силу их большого количества и информационной открытости можно считать лучшим объектом для изучения, дающим представление об «идеальном», гибком характере связи уровня корпоративного управления и стоимости компании. В качестве примеров других исследований компаний США можно назвать:

- Макконелл с соавторами: две независимые регрессии по выборкам из 1173 компаний для 1976 года и 1093 компаний для 1986 года. Все компании включены в листинг на NYSE и AMEX (McConnell, Servaes, 1990).
- Хемалин и Вейсбач: 142 компании из листинга биржи NYSE (Hermalin, Weisbach, 1991).
- Химмелберг с соавторами: данные по 330 компаниям США (Himmelberg, et al., 1999).
- Демзец и Виллалонга (Demsetz, Villalonga, 2001): 233 компании США.

Однако следует подчеркнуть, что единое мнение по данному вопросу до сих пор не сложилось, что делает такого рода исследования по-прежнему интересными и актуальными. Одно из объяснений отсутствия в настоящий момент единого мнения о связи уровня корпоративного управления и эффективности деятельности компании сводится к тому, что эконометрическое исследование каких-либо особенностей корпоративного управления является сложной задачей с точки зрения методологии самого исследования. Подавляющее большинство авторов выдвигают примерно одинаковые гипотезы и используют похожие данные, но при этом приходят к совершенно разным выводам. Это объясняется, во-первых, тем, что результаты закономерно зависят от конкретной страны, компании-резиденты которой служат объектом исследования; во-вторых, тем, что авторы используют разные методы оценки этих данных.

Необходимость привлечения иностранных инвестиций в российскую экономику уже к середине первого десятилетия нового века привела к повсеместному внедрению в ведущих российских торгуемых компаниях международных корпоративных управленческих стандартов. Это сделало их бизнес более прозрачным, а процесс привлечения инвестиций – более понятным и честным, а также обеспечило прирост стоимости и капитализации российских компаний до уровня сопоставимых компаний развивающихся рынков.

Однако представляется, что резервы совершенствования корпоративного управления в качестве драйвера повышения стоимости и капитализации российских компаний во многом исчерпаны, о чем свидетельствует как анализ динамики котировок сопоставимых российских компаний с их аналогами на развитых рынках, так и отказ S&P от продолжения мониторинга качества корпоративного управления с использованием специального рейтинга.

Представляется, что российские компании уже к концу предкризисного периода (2007–2008) в росте своей капитализации достигли «потолка», который определяется страновым и системным рисками, вытекающими из макроэкономических и политических факторов и пробить который скачкообразно не удастся, хотя его можно осознанно постепенно поднимать.

В решении этой задачи существенное значение принадлежит повышению качества корпоративного управления российских компаний, однако действовать необходимо продуманно и с учетом имеющейся специфики, отличающей компании развивающихся стран от их аналогов на развитых рынках. В связи с экспортно-сырьевой ориентацией крупнейших компаний

развивающихся рынков, неразвитостью национальных фондовых рынков, а также общими тенденциями глобализации финансов и ориентацией инвесторов на мировые тенденции их развития, капитализация компаний формируется не столько в России, сколько на биржах ведущих мировых финансовых центров. При этом соответствие российских компаний международным стандартам корпоративного управления оценивается не столько российскими, сколько зарубежными инвесторами – держателями ADR/GDR, которые мониторят и анализируют преимущественно не общие тенденции, а специфические особенности, неочевидные в условиях развивающихся рынков местным аналитикам и зачастую упускаемые и самими компаниями.

Различия во взглядах российских и зарубежных акционеров и аналитиков на качество корпоративного управления российских компаний объективны и связаны с тем, что в России до сих пор не присутствуют многие элементы корпоративного и финансового права, определяющие поведение акционеров и инвесторов на глобальном рынке. Среди них возможно выделить: фидуциарную ответственность как основу доверительного управления, необходимость мотивированного голосования по существенным для компании корпоративным вопросам и гармонизации требований регулятора в отношении рисков, связанных с компанией при инвестировании средств пенсионных и страховых фондов, и др. Отсутствие этих элементов права приводит и к отсутствию в России ряда институтов, характерных для фондового рынка развитых стран, например таких как некоммерческие и коммерческие структуры, представляющие интересы миноритарных акционеров (и прежде всего фондов коллективных инвестиций) и в том числе держателей ADR/GDR на акции российских компаний. Эти структуры анализируют результаты работы публичных компаний и качество корпоративного управления в них с точки зрения миноритарных акционеров, вырабатывают рекомендации по голосованию (проху votes) для них на собраниях акционеров. Такого рода рекомендации востребованы рынком, т.к. инвесторы публичного рынка – в основном фонды коллективных инвестиций, представляющие миноритарных акционеров, – по закону, обязаны голосовать мотивированно.

Понятно, что с точки зрения влияния качества корпоративного управления на стоимость и капитализацию российских компаний учет предпочтений этих некоммерческих и коммерческих структур, вырабатывающих рекомендации по голосованию, необязательно объективно верных, но модных или популярных в данное время в сложившихся обстоятельствах, имеет особое значение. Их ценность в качестве ориентиров для выработки направления совершенствования корпоративного управления существенно выше, чем ориентация на абстрактные представления об этом качестве. Например, в настоящее время модной является ориентация советов директоров компаний развивающихся стран на завоевание и укрепление доверия инвесторов (The Role of Corporate... 2012). Следование этой моде будет рассматриваться аналитиками как существенный положительный сдвиг в корпоративном управлении российских компаний.

Известно, что как на развитых, так и на развивающихся рынках для источников капитала (индивидуальных и институциональных – пенсионных и взаимных фондов, банков, других финансовых институтов и даже правительства) требуется уверенность, что их инвестиции будут защищены и начнут генерировать доход. Поэтому ориентация совета директоров на завоевание и укрепление доверия инвесторов (в особенности в кризисный период) вполне оправданна. Когда корпоративное управление эффективно, компания способна привлекать капитал, т.к. инвесторы верят в то, что компания управляется должным образом, т.е. таким образом, что способна принести прибыль, обеспечить защиту активов от неправомерного использования инсайдерами и выполнить свои обязательства перед партнерами по бизнесу и реализовать социальные ожидания.

Эффективность корпоративного управления лежит в области качества решений, принимаемых советом директоров, и задает тон отношений между акционерами, советом директоров и топ-менеджерами, и она реализуется именно в принимаемых решениях и в поведении советов. Говоря о роли корпоративного управления в обеспечении доверия инвесторов, надо делать акцент на том, что независимые директора могут сделать самостоятельно, как они

могут улучшить ситуацию без принятия соответствующих мер на государственном уровне. В случае России, как и других развивающихся рынков, инвесторы по-прежнему обеспокоены нарушениями в отношении миноритарных акционеров, такими как трансферное ценообразование, размывание акций, вывод активов, прямое воровство со стороны контролирующих акционеров и инсайдеров. Также их беспокоят произвол правительства и потенциал коррупции. Эти представления обостряются озабоченностью инвесторов в связи с тем, что у них нет доступа к эффективной и надежной системе правоприменения. Комментаторы отмечают, что с точки зрения корпоративного управления эффективный режим правоприменения более важен, чем законодательство¹.

Возникает вопрос, что же могли бы сделать советы директоров российских компаний по своей инициативе для улучшения корпоративного управления и убеждения инвесторов, как они понимают и воспринимают их роль в направлении компаний в интересах акционеров? В России часты случаи, когда по отдельным направлениям корпоративного управления, например раскрытию информации и прозрачности, российскими компаниями делается явно лишнее², а по иным – не делается и минимально необходимое, не вызывающее никаких трудностей для реализации. Поэтому особый интерес представляет попытка анализа и формулирования того, что российские компании, традиционно рассматриваемые как образцы качества корпоративного управления, зачастую упускают.

Если говорить о применяемых в российской практике методиках анализа деятельности совета директоров, то при оценке совета директоров в России некоторые факторы, очевидные с точки зрения мировой практики и несложные для реализации с точки зрения требуемых ресурсов, почему-то выпадают из сферы внимания соответствующих департаментов компаний и консультантов. Представляется, что для выработки направлений анализа совета директоров необходимо прежде всего прояснить, в чем заключаются особенности данного элемента системы корпоративного управления, какие задачи он решает и каким образом.

Важно помнить, что совет директоров должен слушать акционеров и общаться с ними, знать всех тех, кто владеет акциями, не являясь контролирующим или доминирующим акционером, а также то, что их заботит. Обратная связь со всеми акционерами укрепляет деловую репутацию, порождает доброжелательное отношение и помогает выявить новые идеи. Она вызывает взаимное доверие и позволяет работать над проблемами, с которыми сталкивается компания, совместно со всеми стейкхолдерами. Директора должны четко слышать, что говорят акционеры и стейкхолдеры, и анализировать расхождения в точках зрения менеджмента и акционеров, отдельных категорий акционеров и стейкхолдеров.

Совет директоров должен фокусироваться и на том, как его решения и политика коммуницируются акционерам и инвесторам, и должен быть активно вовлечен в деятельность компании по выстраиванию отношений с ними. Он должен работать совместно с менеджментом для того, чтобы быть уверенным, что решения совета адекватно объяснены инвесторам, контролирующим органам и другим пользователям корпоративной информации. Для совета всегда необходима критическая оценка документов по раскрытию информации, чтобы они были более понятны и можно было отказаться от шаблонов.

1. The success of the Novo Mercado, a voluntary corporate governance listing standard on the Sao Paulo Stock Exchange, was a key factor in the growth of the Brazilian capital markets. The continuing preference towards dual-listings in Russia may be a further indicator of the need of stronger corporate governance standards in the country. See, e.g., John C. Coffee, Jr., Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance, 102 COLUM. L. REV. 1757 (2002) (arguing that [a]lthough cross-listing has traditionally been explained as an attempt to break down market segmentation and to increase investor recognition of the cross-listing firm, the globalization of financial markets and instantaneous electronic communications render these explanations increasingly dated. A superior explanation is “bonding”: Issuers migrate to U.S. exchanges because by voluntarily subjecting themselves to the United States’ higher disclosure standards and greater threat of enforcement (both by public and private enforcers), they partially compensate for weak protection of minority investors under their own jurisdictions’ laws and thereby achieve a higher market valuation.”).

2. Излишняя, по сравнению с зарубежными аналогами, прозрачность российских компаний может угрожать их конкурентоспособности и не добавит стоимости.

В то время как менеджмент сосредоточен на текущих операциях компании, совет директоров имеет как возможность, так и обязанность смотреть дальше в будущее и рассматривать то, что отвечает лучшим интересам компании и ее акционеров на более длинном промежутке времени. Совет директоров должен привносить объективность и вырабатывать собственные суждения по всему кругу проблем, начиная с дивидендной политики, стратегических направлений и процессов управления рисками, вопросов планирования преемственности и вознаграждения менеджеров и заканчивая корпоративной социальной ответственностью и этической культурой.

Совет директоров и каждый директор должны понимать роль совета директоров и обязанности директора в качестве своего рода попечителя активов компании, в особенности в отношении контролирующих и доминирующих акционеров. Директорам не стоит рисковать своей репутацией в качестве внешнего независимого директора без уверенности, что контролирующие или доминирующие акционеры и влиятельные инсайдеры заинтересованы в их объективности и суждениях и в том, что у директоров есть возможность влияния на решения совета директоров по существенным корпоративным вопросам. Директора должны сами определиться в том, что лучшим образом соответствует интересам компании. Контролирующий или доминирующий акционер и менеджмент всегда будут готовы обосновать и защитить свои предложения, но совет директоров должен проверить допущения, лежащие в основе этих предложений, и прийти к собственным выводам. Совет директоров должен исходить из того, что независимый директор оценит основания, на которых базируется стратегия компании и силу их влияния на корпоративные решения. Из этого следует, что:

- все ключевые проблемы должны рассматриваться советом директоров;
- решения совета директоров не должны переписываться или контролироваться инсайдерами;
- независимые директора должны иметь своевременную и релевантную информацию о том, что происходит в компании;
- у них должны быть возможность для проведения отдельных встреч и обмена мнениями на регулярной основе (на каждом заседании совета директоров) без участия топ-менеджеров.

Независимость директора должна сочетаться с личной смелостью. Не стоит входить в совет директоров или оставаться в нем, если помимо готовности принести объективное суждение нет желания и возможности отстаивать его, не соглашаясь с другими, если совесть требует этого. Вывод: директор должен быть готов делать то, во что он верит, даже если это угрожает ему переизбранием.

Поэтому советам директоров необходимо изучать и отстаивать лучшую практику корпоративного управления, но осмысленно, а не механически. При этом форма не должна превалировать над содержанием и надо помнить, что цель следования лучшей практике заключается в том, чтобы позволить совету директоров вырабатывать осознанные и объективные деловые суждения, не отягощенные конфликтами или эффективно разрешающими их. Любые структуры или практики корпоративного управления должны быть проверены на соответствие этой цели.

Среди направлений анализа качества корпоративного управления можно выделить следующие (не претендуя на полноту):

- раскрытие информации,
- аудит и управление рисками,
- совет директоров,
- соблюдение прав акционеров,
- назначения и вознаграждения.

Далее в настоящей статье мы сосредоточимся лишь на анализе такого элемента корпоративного управления, как совет директоров, который, на наш взгляд, может представлять собой вполне самостоятельный объект для исследования.

Как правило, оценка качества совета директоров проводится тремя основными способами:

- как оценка внешними консультантами и самооценка советом директоров;
- с помощью рейтингов и индексов, построенных по стандартной схеме;
- исходя из анализа вклада различных драйверов в формирование и динамику стоимость компании и выделения доли, которая не может быть отнесена к очевидным (фундаментальным) факторам.

Среди типовых направлений анализа совета директоров, встречающихся в зарубежной литературе, можно выделить следующие:

- структура, наличие ведущего независимого директора, способного представлять общую позицию независимых директоров;
- размер;
- гендерная диверсификация;
- сроки пребывания директоров в составе совета директоров;
- участие членов совета директоров в органах корпоративного управления других компаний (overboarding);
- частота проведения заседаний совета директоров;
- участие членов совета директоров в заседаниях;
- оценка работы совета директоров за год;
- требования к кворуму и принятию решений;
- роль председателя;
- размер и строение ведущих комитетов (по аудиту, по назначениям и вознаграждениям);
- участие в заседаниях комитетов;
- политики совета директоров;
- вознаграждение членов совета директоров.

Если коротко охарактеризовать особенности анализа совета директоров по некоторым направлениям и его результаты применительно к лучшим практикам России в сопоставлении с международной практикой, то можно выделить некоторые очевидные с точки зрения зарубежных акционеров недостатки, которые довольно легко устранить.

Работа совета директоров в условиях неполной занятости и высокой ответственности может вести к нефокусированным и длинным повесткам дня. Поэтому совет директоров должен уметь делегировать своим комитетам, менеджерам и советникам рассмотрение тех вопросов, которые не требуют привлечения внимания всего совета, таким образом, чтобы совет директоров смог сконцентрироваться на ключевых приоритетах. Определение приоритетов является задачей самого совета директоров, и хотя в ее решении могут быть использованы рекомендации менеджеров и советы консультантов, эта работа не может быть делегирована им. Советы могут руководствоваться правилом 80/20: примерно 80% времени советы директоров должны тратить на вопросы, определенные корпоративным законодательством (таким как относящиеся к компетенции Совета директоров), но не менее 20% времени должно расходоваться на вопросы, суждения совета директоров о которых принесут существенную пользу или по которым у менеджеров имеется неразрешимый конфликт (например, по корпоративной стратегии и рискам, с ней связанным, существенным сделкам, показателям работы менеджмента, назначениям и вознаграждениям). Совет директоров также должен зарезервировать время для собственной оценки.

Наличие в составе совета директоров независимых директоров, которые могут оспорить решения менеджмента, рассматривается как важное средство защиты интересов всех акционеров. Многие уверены во взаимозависимости числа независимых директоров и показателей работы компании. Кроме того, считается, что при отсутствии в совете независимых директоров снижается возможность эффективной оценки рисков, связанных с работой компании.

Считается, что роль, которую играет председатель совета директоров, может оказывать существенное влияние на работу совета директоров. Независимый председатель совета директоров способен лучше оценить риски, управлять отношениями между членами совета директоров и менеджментом, снизить конфликт интересов и выступить регулярным каналом коммуникации с акционерами.

Интересным и пока не известным в России явлением воспринимаются ведущие независимые директора, которых также называют ведущими директорами, руководящими директорами или старшими независимыми директорами. Они довольно давно работают в США и Великобритании и сегодня становятся все более популярными и на других рынках. Ведущий, или старший, независимый директор избирается из числа независимых директоров самими же независимыми директорами. Он является своего рода «резонатором» для председателя совета директоров, ведет встречи неисполнительных директоров и выступает посредником в отношениях между независимыми и другими директорами, а также при разрешении разногласий с акционерами, когда по обычным каналам это сделать не удастся. Одновременно ведущий (старший) независимый директор не должен умалять роль председателя совета директоров, а его собственная роль заключается в поддержке председателя совета директоров и обеспечении эффективности функционирования совета директоров в целом.

При анализе структуры совета директоров речь, как правило, должна идти о:

- доле независимых директоров (в сопоставлении с фри-флоат);
- независимости председателя совета директоров (исполнительный, неисполнительный, независимый);
- наличии ведущего независимого директора, способного представлять общую позицию независимых директоров.

Среди типичных положительных моментов, выявленных в ходе этого анализа, можно назвать:

- незначительное число топ-менеджеров компании в совете директоров;
- незначительное число представителей основных (по владению акциями) конкретных акционеров;
- высокую долю независимых директоров (независимость которых определена и подтверждена).

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- отсутствие в документах компании классификации директоров и неясность в том, кто из членов совета директоров рассматривается компанией в качестве независимых и действительно независим;
- отсутствие определения независимого директора или ориентация на определение, данное регулятором (в случае России – ФСФР, которое выглядит упрощенным и не рассматривается экспертами как адекватное);
- отсутствие упоминания независимых директоров в уставе и положении о совете директоров, а также кодексе корпоративного поведения компании;
- отсутствие комментариев по конкретным членам совета директоров с точки зрения критериев их независимости;
- ассоциированность или аффилированность председателя совета директоров с одним из ведущих акционеров;

- отсутствие ведущего независимого директора, способного консолидировать и представлять общую позицию независимых директоров.

Идеальный размер совета директоров может различаться для отдельных компаний. Эксперты в области корпоративного управления ратуют за совет директоров, состоящий не более чем из 10 директоров, отдавая предпочтение советам директоров из 8–9 человек.

Большие советы директоров позволяют лучше распределить нагрузку между его членами и охватить в своей работе большую перспективу. Отрицательным является то, что не удастся вовлечь в содержательную работу каждого директора и это ведет к снижению ответственности. Встретятся затруднения и в планировании времени проведения заседаний такого совета директоров.

Директора и так нечасто критикуют политику топ-менеджеров или ведут жесткие дискуссии, и считается, что эти проблемы углубляются с увеличением числа директоров. Даже если согласиться с тем, что возможности мониторинга со стороны совета директоров увеличиваются с ростом его размеров, это преимущество теряется из-за более медленного принятия решений. Общим мнением является то, что вероятность эффективной работы больших советов директоров ниже и такой совет директоров легче контролировать топ-менеджерам компании.

В совете директоров небольшого размера облегчается коммуникация и взаимодействие директоров. Директора вовлечены в работу советов постоянно и в большей мере, внося, таким образом, более существенный вклад в их работу. В то же время высокая нагрузка в совете директоров небольших размеров может стать препятствием для отдельных директоров и превратиться для них в обузу. Важные или отличающиеся точки зрения также могут быть упущены в совете директоров небольшого размера.

Размер совета директоров также важен в контексте попыток враждебных поглощений и корпоративных решений, не пользующихся популярностью у отдельных членов совета директоров и не получающих по этой причине одобрения совета директоров. В компаниях с потенциально избыточным числом членов совета директоров возможно нежелательное воздействие через директоров на решения совета со стороны потенциальных покупателей контроля или крупного акционера. Увеличение размера совета директоров также зачастую используется для включения в его состав связанных или одинаково думающих директоров. В некоторых компаниях устанавливается минимальный размер совета директоров просто для снижения доли независимых директоров.

Имеются исследования, устанавливающие прямую зависимость между размером совета директоров и стоимостью компании, которые показывают, что стоимость максимальна в случае совета директоров небольшого размера, т.е. состоящего менее чем из 10 директоров.

При анализе размера совета директоров речь должна идти, как правило, о:

- текущем числе членов совета директоров;
- размере совета директоров, который может быть установлен в уставе или положении о совете в виде фиксированного числа или диапазона.

Среди типичных положительных моментов, выявляемых в ходе такого анализа, можно назвать:

- размер совета директоров в диапазоне от 9 до 18 человек;
- раскрытие и объяснение причин наличия совета директоров, по размеру отличающегося от аналогичных компаний.

Среди типичных проблемы, встречающихся в ходе анализа, можно выделить излишне малое число членов совета директоров (менее 7) или излишне большой совет директоров (более 18).

Вопросы диверсификации состава совета директоров в последние годы рассматриваются как важные, в особенности популярной, стала гендерная диверсификация, которая, как считается, способна стать инструментом существенного улучшения группового мышления. Согласно

выводам Европейской комиссии, имеются свидетельства того, что «...для женщин характерен иной стиль руководства, у них лучше посещаемость заседаний совета, и они оказывают положительное влияние на коллективный разум группы. Исследования также подтверждают положительную корреляцию между долей женщин в составе совета директоров и показателями работы компании... Поддержка включения женщин в состав совета директоров имеет неоспоримый позитивный эффект: женщины вносят вклад в рост пула талантов, которые становятся доступными для высшего менеджмента компании и реализации надзорной функции совета».

При гендерном анализе совета директоров речь идет, как правило, о текущем числе и доле женщин среди членов совета директоров.

Среди типичных положительных моментов можно назвать то, что число женщин в совете директоров превышает средние данные по советам директоров для данной страны (10–15% для России).

Среди типичных проблемы, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить то, что в мире число женщин в советах директоров стремится к 20–40% и если российская компания нацелена на глобальный рынок, то именно к этим цифрам необходимо стремиться.

Хотя продолжительность работы директора в совете может быть знаком заинтересованности, опыта и компетенции, многие уверены, что необходимы ограничения на этот срок для предотвращения излишнего «врастания» директоров в компанию, увеличивающейся отдаленности от акционеров, которых они представляют, излишней дружелюбности в отношениях с менеджментом за счет акционеров.

Вплоть до последнего времени длительность пребывания в совете директоров рассматривалась как источник гордости и ассоциировалась с такими преимуществами, как стабильность совета директоров, углубленная динамика коллегиальности, непрерывности знаний и доверие рынка. С другой стороны, долго работающие директора могут оказаться неспособными соответствовать изменениям в бизнесе компании и поиске решений для возникающих при этом проблем и вызовов. Они предрасположены к защите действующих политик и решений, принятых ими в прошлом, которые в данный момент могут оказаться устаревшими и неприменимыми для компании. Кроме того, у долго работающих членов совета директоров больше шансов превратиться в инсайдеров. Некоторые считают, что длительное пребывание в совете директоров ведет к излишней мягкости в процессе принятия решений. Преимуществом ограничения срока пребывания в совете директоров выступает и то, что ниже вероятность установления излишне тесных личных связей с менеджерами и выше – появления новых идей и перспектив.

Хотя данный критерий не рассматривается как важный, советы директоров должны обновляться. Срок пребывания должен стать элементом оценки и повышения эффективности совета директоров.

При анализе сроков пребывания в совете директоров речь идет, как правило, о независимых директорах, для которых срок пребывания в совете директоров при сохранении независимости ограничен Российским кодексом корпоративного поведения 7 годами.

Среди типичных положительных моментов можно назвать срок пребывания независимых директоров в совете директоров менее 9 лет (практика Великобритании) или 12 лет (согласно рекомендациям Комиссии ЕЭС 2005 г.)

Среди типичных проблемы, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить отсутствие в годовом отчете или на сайте компании данных о длительности пребывания в совете директоров независимых директоров.

Директора, чья роль постоянно растет с точки зрения сложности и важности решаемых вопросов, должны посвящать достаточно времени и уделять должное внимание своей работе в совете директоров. Работа в большом числе советов директоров может препятствовать этому.

Поэтому в ряде национальных кодексов корпоративного управления и законодательстве содержатся рекомендации и требования ограничения числа мандатов на работу директора в совете директоров с целью обеспечения уверенности, что директор уделяет достаточно времени мониторингу и контролю работы компаний, в работе советов директоров которых он участвует.

Понятно, что каждый директор должен сам выработать верный баланс между своими обязательствами по работе в совете директоров и ограничить свое участие в советах до разумных пределов, что гарантирует требуемые показатели эффективности работы.

При анализе участия членов совета директоров в органах корпоративного управления других компаний (overboarding) речь идет, как правило, о:

- ограничениях на работу членов совета директоров в органах корпоративного управления других компаний;
- ограничениях для исполнительных директоров на занятие топ-менеджерских позиций в других компаниях и на председательство в советах директоров;
- ограничениях для председателя совета директоров на председательствование в других советах директоров и на занятие топ-менеджерских позиций в компаниях.

Среди типичных положительных моментов такого анализа можно назвать то, что:

- каждый директор является членом не более 5 советов директоров;
- исполнительным директорам в документах компании запрещено занимать топ-менеджерские позиции в других компаниях и председательство в советах директоров других компаний;
- председателю совета директоров запрещено председательствовать более чем в еще одном совете директоров и занимать топ-менеджерские позиции.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить то, что компания не раскрывает данные по участию членов советов директоров в органах корпоративного управления других компаний, как это принято во всем мире.

Считается, что оптимального числа заседаний совета директоров не существует и этот вопрос не поддается формализации. Это число не должно определяться традициями или периодичностью отчетности компании. Среди факторов, которые следует учитывать при определении числа заседаний совета директоров, можно выделить такие, как:

- вопросы, требующие обсуждения;
- способность совета директоров делегировать свои полномочия по отдельным типам решений (например, комитетам);
- целесообразная частота или детальность проверки показателей работы компании;
- затраты и удобство для членов совета директоров;
- степень уверенности совета директоров в менеджменте и отчетности;
- уровень «командности» в работе совета директоров.

Некоторые считают, что заочные заседания не могут быть такими же эффективными и продуктивными, как очные, и что как компании, так и директора должны предпринимать все усилия для проведения всех заседаний совета в очной форме.

При анализе числа заседаний совета директоров речь идет, как правило, о:

- числе заседаний совета директоров за год;
- соотношении числа заседаний в очной и заочной форме.

Среди типичных положительных моментов можно назвать то, что:

- число заседаний превышает 4,

- заседания совета директоров проводятся преимущественно в очной форме.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- незначительное число заседаний совета директоров по сравнению с аналогичными компаниями;
- то, что компания не раскрывает соотношение заседаний совета директоров, проводимых в очной и заочной форме.

Посещение назначенных заседаний совета директоров должно быть высшим приоритетом для директора. Если они не могут присутствовать на всех заседаниях, они не в состоянии эффективно представлять интересы акционеров. Общей практикой является то, что каждый директор должен присутствовать на как минимум на 75% всех заседаний и что для каждой неявки должно быть представлено исчерпывающее объяснение.

В последние годы раскрытие информации о присутствии директоров на заседаниях совета и комитетов стало преобладающей традицией на многих рынках, и инвесторы ожидают такого раскрытия ежегодно. Необходимо также раскрывать и причины каждого отсутствия директора на заседании. Представление информации об участии в заседаниях совета директоров помогает инвесторам сделать совет директоров подотчетным.

При анализе посещаемости совета директоров речь идет, как правило, о:

- средней явке на заседаниях совета директоров за год;
- обеспеченности не менее 75% явки;
- раскрытии причин неучастия в заседаниях совета отдельных директоров.

Среди типичных положительных моментов можно назвать:

- участие одновременно всех директоров в как минимум 50% заседаний совета директоров;
- явку каждого директора, превышающую 75% на всех заседаниях совета директоров.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- участие директора менее чем в 75% заседаний, без раскрытия уважительных причин;
- то, что компания не раскрывает явку конкретных директоров на заседания совета директоров;
- компания не раскрывает причины неявки.

Во второй части статьи мы продолжим анализ отдельных направлений работы совета директоров.

Список литературы

1. Demsetz, H., Lehn, K. (1985), The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93(6) (1985) 1155–1177.
2. Morck, R., Vishny, R. (1988), Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, March (1988).
3. McConnell, J.J., Servaes, H. (1990), Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Additional evidence on equity ownership and corporate value*. Purdue University, West Lafayette, IN 47907, USA.
4. Hermalin, B., Weisbach, M. (1991), The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance, *Financial Management*, 20 (1991) 101–112.
5. Himmelberg, C., Hubbard, R.G., Palia, D. (1999), Understanding the Determinants of Manager Ownership and the Link between Ownership and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, 53 (1999) 353–384.

6. La Porta, R., Lopez de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1999), Investor Protection and Corporate Governance. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=183908> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.183908>.
7. LaPorta, R., Lopez de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1996), Law and Finance. Harvard Institute of Economic Research. Working Papers 1768, Harvard – Institute of Economic Research.
8. LaPorta, R., Lopez de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (2000), Agency Problems and Dividend Policies around the World, Journal of Finance, American Finance Association, 55(1) (2000) 1–33.
9. Ivashkovskaya, I., Zinkevich, N. (2009), The relationship between corporate governance and company performance in concentrated ownership systems: The case of Germany // Электронный журнал Корпоративные финансы. 2009. № 4(12). С. 34–56. URL: [http://cfjournal.hse.ru/2009--4%20\(12\)/26553602.html](http://cfjournal.hse.ru/2009--4%20(12)/26553602.html).
10. Ehrhardt, O., Nowak, E., Weber F.-M. (2006), Running in the family: the evolution of ownership, control, and performance in German family-owned firms, 1903-2003. Working Paper.
11. Gianetti, M., Laeven, L., (2008), Pension reform, ownership structure and corporate governance: evidence from a natural experiment, Review of Financial Studies, 22(10) (2008) 4091–4127.
12. Ferreira, M., Matos, P. (2008), The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world, Journal of Financial Economics, 88 (2008) 499.
13. Fleming, G., Heaney, R., McCosker, R. (2004), Agency costs and ownership structure in Australia, Pacific-Basin Finance Journal, 13(1) (2004) 29–52.
14. Старюк, П.Ю. Корпоративное управление и рыночная капитализация российских компаний: институциональные аспекты и эмпирические зависимости: Корпоративные финансы: перспективы и реальность / под. ред. Т.В.Тепловой М: ГУ-ВШЭ, 2004. С. 62–68.
15. Пирогов Н., Бобрышев Н. Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на примере российских и восточноевропейских компаний // Корпоративные финансы. 2009. № 2(10). С. 40–56. URL: [http://cfjournal.hse.ru/2009--2%20\(10\)/26561287.html](http://cfjournal.hse.ru/2009--2%20(10)/26561287.html).
16. Масленникова М., Степанова А., Влияние структуры собственности на эффективность деятельности на примере российских и бразильских компаний // Корпоративные финансы. 2010. № 3(15). С. 35–46 URL: [http://cfjournal.hse.ru/2010--3%20\(15\)/26551514.html](http://cfjournal.hse.ru/2010--3%20(15)/26551514.html).
17. The Role of Corporate Governance in Investor Confidence: What Can Russian Boards Do? (Holly J. Gregory Partner, Weil, Gotshal & Manges LLP) Russia 2012: Deloitte Event – May 30, 2012.
18. John, C., Coffee, Jr. (2002), Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance, 102 Colum. L. Rev. 1757 (2002).