

# ДИСКУССИИ. МАТЕРИАЛЫ II МЕЖДУНАРОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ «КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И УСТОЙЧИВОЕ РАЗВИТИЕ БИЗНЕСА: СТРАТЕГИЧЕСКИЕ РОЛИ СОВЕТОВ ДИРЕКТОРОВ». ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДОКЛАДОВ

## Финансовая архитектура компании и механизмы корпоративного управления: теоретические рамки анализа

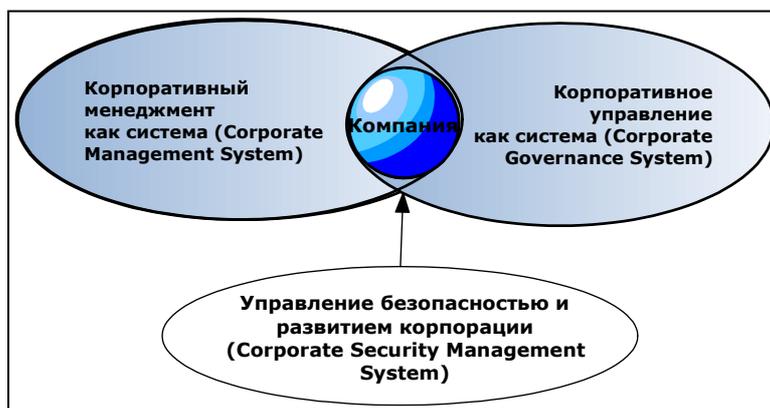
Солнцева М.С.<sup>29</sup>

Корпоративное управление является частью финансовой архитектуры компании, в которой объединены структура собственности, механизмы внутрикорпоративного контроля. Тематический блок «Финансовая архитектура компании и механизмы корпоративного управления: теоретические рамки анализа» на Второй Международной конференции «Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегические роли советов директоров» был представлен несколькими докладами. Основные идеи представленных докладов рассматриваются в данном блоке обзора дискуссий конференции.

Архитектуру корпоративного управления невозможно анализировать вне системного подхода. Суть системного подхода к исследованию корпоративного управления была изложена в докладе «Корпоративное управление: системный подход», сделанном *Георгием Клейнером*, заместителем директора Центрального экономико-математического института РАН, доктором экономических наук, профессором, членом-корреспондентом РАН. К основным исследовательским интересам Георгия Клейнера относятся теория и стратегия развития российских компаний, проблемы и эволюция институциональной структуры экономики, а также математическое моделирование производственно-хозяйственных процессов микро- и мезоэкономического уровня.<sup>30</sup> Возглавляемая докладчиком научная школа системного стратегического анализа корпоративных проблем функционирования предприятий определяет роль компании в качестве связующего звена коммерческих, производственных, технологических, социальных и институциональных процессов. Данные идеи были отражены и в докладе Георгия Клейнера. В силу того что автором доклада корпоративное управление рассматривается как система взаимоотношений менеджмента, акционеров, работников, партнеров и конкурентов компании, субъект управления может быть представлен системой, содержащей в себе три относительно независимых элемента: корпоративное управление; корпоративный менеджмент; управление экономической безопасностью компании. При этом перечисленным элементам ставятся в соответствие внешнее окружение компании, внутренняя среда и граничная оболочка компании, отвечающая за целостность и устойчивость всей системы. Графически данные взаимосвязи могут быть представлены следующим образом.

<sup>29</sup> Научно-учебная лаборатория корпоративных финансов ГУ-ВШЭ.

<sup>30</sup> Источник: личный сайт Клейнера Г. Б. (<http://www.kleiner.ru/>).



Представление корпоративного менеджмента, корпоративного управления и корпоративной безопасности как подсистем одной системы позволило автору доклада сформулировать основные принципы согласованности интересов стейкхолдеров. Среди данных принципов можно указать:

- Принцип суверенности, гласящий, что корпорация представляет собой суверенный объект экономики и одновременно сложную социально-экономическую систему.
- Принцип системности, утверждающий, что корпоративное управление, корпоративный менеджмент и управление компанией в целом рассматриваются как различные и взаимодействующие социально-экономические системы.
- Принцип представительности, согласно которому каждая из указанных систем должна иметь адекватное представительство в механизмах принятия решений.
- Принцип сбалансированности, постулирующий достижение баланса давления внутренних и внешних сил на руководство компании в долгосрочном периоде.

Соблюдение всех вышеперечисленных принципов дает возможность достижения согласованности интересов стейкхолдеров, обеспечения социальной ответственности и корпоративного гражданства.

Авторская систематизация позволила также говорить о необходимых изменениях в системе управления российскими компаниями. В частности, необходимо эффективное функционирование трех относительно независимых структур (а не одной, как принято считать в действительности): структуры корпоративного управления, структуры корпоративного менеджмента, структуры корпоративной безопасности и развития. В рамки компетенции первой структуры должно входить формирование и отражение интересов акционеров–аутсайдеров; во вторую – формирование и отражение интересов инсайдеров; в то время как в третью — формирование и отражение интересов компании в целом.

Взяв за основу критерии временной и пространственной ограниченности, Георгий Клейнер представил далее 4 возможных типа экономических систем:

- Ограниченные в пространстве и во времени, выраженные в проектах или событиях и представляющие собой сравнительно краткосрочные существенные изменения состояния или положения экономических систем («проекты»/«события»).
- Ограниченные в пространстве, но неограниченные во времени экономические системы, представленные в виде юридических и физических лиц, компаний и образуемых ими групп, государств и союзов государств и тому подобное («объекты»).
- Неограниченные в пространстве, но ограниченные во времени экономические системы, отвечающие за последовательные и даже эволюционные изменения состояния каких-либо фиксированных сред или объектов («процессы»).
- Неограниченные в пространстве и во времени экономические системы представляют собой некие среды взаимодействия экономических объектов и предоставляют пространство для осуществления экономических процессов – («среды»).

В заключение доклада Георгий Клейнер представил общую схему системного корпоративного управления, отражающую все перечисленные стороны корпоративного

управления, обозначенные в докладе. Данная схема представлена на нижеследующей диаграмме.



**Игорь Филаточев** (Igor Filatotchev), профессор корпоративного управления и стратегии на факультете менеджмента Бизнес-школы Cass, Лондон, Великобритания (Sir John Cass Business School), представил презентацию «Организационный подход к сравнительному анализу корпоративного управления». Доклад основывался на исследовании, проведенном им совместно с Рут В. Агилера, Ховардом Госпелом и Грегори Джексонем. Игорь Филаточев предложил новый, «открытый», подход к анализу организаций. Автор утверждает, что стандартные исследования влияния качества корпоративного управления на показатели эффективности функционирования компаний (проводимые на основе измерения показателей совета директоров, активности акционеров и прочим факторам) упускают из вида существующие взаимозависимости между компанией и средой ее функционирования (организационной средой). Одна и та же практика корпоративного управления, осуществляемая в рамках различных сред функционирования, приводит к различным результатам.

Именно ввиду наличия данной неопределенности исхода влияния корпоративного управления на эффективность деятельности компании Игорь Филаточев предложил «открытый» подход, включающий рассмотрение обозначенных выше взаимозависимостей в анализ. В частности, исследуются три организационных фактора: затраты, дополнительные обстоятельства (contingencies), комплементарность.

При этом под затратами автор понимает затраты корпоративного управления, как-то затраты соответствия существующим нормам или же альтернативные издержки взаимоотношений менеджмента с институциональными инвесторами. Дополнительные обстоятельства отвечают за взаимоотношения корпоративного управления с вариацией внутренних и внешних стратегических ресурсов, формирующих взаимозависимость компании с рынком, отраслевой и институциональной средами. Последний из рассматриваемых факторов, комплементарность, отвечает за полный набор практик корпоративного управления, совместно стимулирующих способность данных практик к достижению эффективного корпоративного управления. Автор объясняет данный фактор на примере эффективности независимых членов совета директоров, которая в существенной степени зависит от таких комплементарных элементов, как сильная законодательная база для защиты интересов инвесторов или же высокая вовлеченность акционеров в управление компанией.

Очевидно, что все вышеперечисленные факторы будут существенно различаться своим влиянием на компанию в зависимости от окружающей ее организационной среды.

Не менее важной особенностью рассматриваемых факторов является их совместное существование. Действительно, данные факторы не только не существуют в изоляции, но и взаимодействуют, определяя эффективность практик корпоративного управления. Рассмотрение данных параметров в комбинации и анализ их совместного взаимодействия с остальными элементами организационной среды крайне важны в силу того, что эти три фактора могут как добавить, так и вычесть, либо преумножить эффекты друг друга. Так, согласно мнению Игоря Филаточева, довольно часто политика или практика корпоративного управления, приводящая к увеличению затрат, может быть в то же время выгодной для компании, так как помогает ей адаптироваться к определенным дополнительным обстоятельствам или увеличить эффективность посредством комплементарности с прочими аспектами корпоративного управления. С другой стороны, попытки минимизации предельных затрат на корпоративное управление могут, напротив, подорвать потенциальную комплементарность и привести к неэффективности.

Исследование влияния описанных факторов на различные аспекты корпоративного управления было проведено докладчиком посредством использования стилизованных кейсов и обсуждения приложений различных подходов к жесткому и мягкому типу политик. В нижеследующей таблице приведено описание трех стилизованных кейсов, которые иллюстрируют, каким образом анализируемые факторы могут взаимодействовать, влияя тем самым на эффективность определенных аспектов корпоративного управления. В силу ограниченности возможностей анализа рассматриваются три аспекта корпоративного управления: независимость совета директоров, раскрытие информации, вовлеченность персонала.

#### Стилизованные кейсы взаимодействий затрат, дополнительных условий и комплементарности

	Независимость совета директоров		Раскрытие информации		Внутренний контроль	
Стилизованный кейс	<i>Компания из US Fortune 500</i>	<i>Компания из UK Post-IPO</i>	<i>Итальянская семейная компания</i>	<i>Французская приватизированная компания</i>	<i>Российский автомобильный производитель</i>	<i>Японский автомобильный производитель</i>
Затраты	Высокие затраты	Высокие затраты	Высокие затраты	Низкие затраты	Умеренные затраты	Умеренные затраты
Дополнительные условия	Обширная ресурсная база	Узкая ресурсная база	Обширная ресурсная база	Обширная ресурсная база	Обширная ресурсная база	Обширная ресурсная база
Комплементарность	Сильная	Слабая	Слабая	Сильная	Слабая	Сильная
<b>Эффективность практики корпоративного управления</b>	<b>Высокая</b>	<b>Низкая</b>	<b>Низкая</b>	<b>Высокая</b>	<b>Низкая</b>	<b>Высокая</b>

Отличительная черта фактора

Таким образом, в докладе были рассмотрены три кейса. Первый кейс, посвященный оценке эффективности независимости советов директоров, основывался на сравнении зрелой крупной компании из списка US Fortune 500 и небольшой венчурной компании из Великобритании, прошедшей процедуру первичного публичного размещения акций. Кейс показал положительную эффективность независимости совета директоров для первой компании при потенциально негативном влиянии на эффективность второй компании. При сравнении характеристик компаний становится очевидным, что на итоговый эффект влияет комбинация свойственных компании черт.

Второй кейс направлен на выявление эффективности, возникающей как следствие раскрытия информации. Для иллюстрации потенциального возникновения различных эффектов автором были рассмотрены крупная семейная публичная компания Италии и крупная французская компания, недавно прошедшая процесс приватизации. Как и в первом кейсе, получаемый эффект различен. Здесь стоит подчеркнуть, однако, что низкая эффективность информационной прозрачности для итальянской компании вызвана высокими затратами раскрытия информации и низкой комплементарностью с другими практиками корпоративного управления. В то же время французская компания функционирует в качественно иных условиях, что привело к высокой эффективности информационной прозрачности.

Последний рассмотренный в докладе кейс, анализирующий эффект внутреннего контроля на эффективность корпоративного управления в качестве примеров использовал данные о российской и японской компаниях постприватизационного периода. Анализ влияния вовлеченности персонала в крупных автомобильных компаниях выявил положительный эффект данной вовлеченности для Японии и негативный – для России. Данный результат вызван тем, что в Японии существуют условия для комплементарности, такие как возможность вовлечения персонала в управление компанией в нормальных условиях и вмешательство главного банка в условиях возникновения каких-либо угроз для компании. Более того, голос сотрудника основывается не только на условиях собственности, но привязан также к ряду прочих параметров, таких как долгосрочные гарантии, внутренние тренинги и ряд других факторов. Таким образом, вовлеченность в управления персонала приносит эффективность, так как существуют комплементарность с определенным внешним вмешательством и внутренней системой мотивации. Оба эти элемента комплементарности отсутствуют в рассматриваемой российской компании, что приводит к негативному воздействию вовлеченности персонала на эффективность корпоративного управления.

Подводя итоги рассмотренных кейсов, автор обратил внимание на тот факт, что различие даже в одной характеристике может привести к изменению эффективности практики корпоративного управления. При этом недостатком данного анализа является невозможность количественного измерения подобных эффектов. Игорь Филаточев подчеркнул, что для систематического учета рассмотренных в его докладе факторов в будущих эмпирических исследованиях данные исследования должны анализировать различные вариации практик корпоративного управления, их комбинаций и эффективности в условиях организационной среды в широком контексте. Более того, усовершенствования должны затронуть как теоретические аспекты, так и эмпирический анализ для получения более адекватных результатов, полезных для практического применения и построения политики корпоративного управления в действительности, в тех или иных конкретных условиях. На уровне теории анализа корпоративного управления необходимо включение явно выраженных в эмпирике эффектов в модели. Эмпирические же исследования должны включать более сложные тесты, результаты которых полезны как для практического применения, так и для дальнейшего развития теории.

Одним из наиболее важных аргументов в защиту повышения точности исследований эффективности корпоративного управления является практическое значение данных исследований для проведения государственной политики. В условиях развития скандалов

корпоративного управления возникли дебаты относительно необходимости жесткого регулирования (как, например, закон Сарбейнса-Оксли), либо же применения мягкого регулирования по принципу «соблюдай или объясняй». Игорь Филаточев уверен, что выбор государственной политики может быть проанализирован с помощью введенных в исследование факторов затрат, дополнительных условий и комплементарности.

**Дэвид Расселл** (David Russell), доцент Высшей школы менеджмента, Париж, Франция (Ecole Superior de Gestion), представил на конференции доклад под названием «Роль независимых директоров в деятельности советов: теоретические рамки оценки с позиций компетенций». Дэвид Расселл исследует проблемы советов директоров, независимых директоров, а также корпоративного управления в переходных экономиках. Основная идея доклада Дэвида Рассела была сведена к необходимости наделения независимых директоров советов директоров определенными компетенциями. В противном случае независимость директоров не приносит эффективности совету директоров, несмотря на то что традиционно обращают внимание лишь на сам факт независимости директоров как основополагающий фактор успеха. Тем не менее в настоящее время отсутствуют какие-либо общепринятые нормы, позволяющие идентифицировать степень компетентности независимых директоров. В своей презентации Дэвид Расселл представил теоретические основы для оценивания вклада неисполнительных директоров в эффективность управления компанией.

Автор также выделил эффекты, определяющие наибольшую эффективность директоров, в частности была подчеркнута роль жизненного цикла отрасли как одной из наиболее важных зависящих переменных. Разработанная Дэвидом Расселлом модель позволяет рассматривать неисполнительных директоров не только как членов советов директоров, отвечающих за мониторинг деятельности компании, но и как специалистов, способных сделать существенный вклад в разработку и успешное развитие и внедрение в жизнь стратегии компании.

**Дэвид Конклин** (David Conklin) – теоретик и практик в области права и бизнеса. Дэвид преподавал в университетах Торонто, приглашенный профессор Школы бизнеса им. Шулиха, Канада (Schulich Business School). В настоящее время читает на программе советов директоров, предлагаемой программой MBA им. Шулиха и разрабатывает курсы корпоративного управления для преподавания в 2008 г. в Индии и Дубае. На Второй Международной конференции по корпоративному управлению и устойчивому развитию бизнеса Дэвид представил доклад «Корпоративные финансы, корпоративное управление и стейкхолдеры». В силу того что Дэвид Конклин является практикующим юристом (Goodmans LLP, Canada), его презентация основывалась не столько на финансовых принципах, сколько учитывала правовые ограничения. Рассмотрение законодательных принципов обосновано тем, что рынки капитала не могут функционировать эффективно без утвержденных законом правил, обеспечивающих определенность для игроков на рынке. Действительно, при функционировании в условиях неопределенности многие сделки не могут быть заключены хотя бы потому, что игроки понимают полную незащищенность условий сделки. Таким образом, риск того, что условия сделки не будут проконтролированы, не будут защищены, риск того, что должник сможет не выплатить кредит, и тому подобные риски существенным образом влияют на наличие желания вести бизнес на определенном рынке. В действительности на нестабильном в данном отношении рынке будут согласны функционировать либо игроки, толерантные к риску, либо игроки, не имеющие другого выбора. Что же касается более консервативных и не склонных к риску игроков, то они предпочтут быть вовлеченными в более стабильные и предсказуемые рынки, которые привлекают большее количество предпринимателей, инвесторов и предоставляют больше возможностей роста.

Однако понимание необходимости контролирования набора рисков и обеспечения некоторого уровня определенности — не то же самое, что выявление тех рисков, которые стоит контролировать, и той определенности, которую стоит предоставить рынку. Данные вопросы относятся к разряду трудно решаемых проблем, включающих в себя рассмотрение

таких подвопросов, как определение контрактов на данном рынке и средств защиты, которые должны быть предоставлены жертвам несостоявшейся сделки, если в результате были понесены убытки; уточнение, на каких условиях кредитор может требовать возврата платежей, а также множество других вопросов. Ответы на эти вопросы дают представление о правовой среде того или иного рынка, при этом их рассмотрение постоянно эволюционирует.

Согласно позиции Дэвида Конклина, корпоративное управление представляет собой важную составляющую общего процесса развития эффективных рынков капитала. Именно корпоративное управление отвечает за такой круг противоречивых вопросов, как:

- Методы управления публичными корпорациями.
- Наличие ответственности директоров компании и исполнительных органов перед собственниками либо перед более широким кругом стейкхолдеров.
- Измерение эффективности деятельности членов директоров компании и исполнительных органов на основе роста цен на акции либо на основе иных факторов.
- Каким образом должны улаживаться конфликты интересов стейкхолдеров: акционеров, держателей облигаций, кредиторов, персонала, менеджмента, членов совета директоров, потребителей, общества, государства.

Традиционно предполагается, что рынки будут наиболее эффективны в том случае, если корпорации управляются в интересах собственников компаний. Данная идея, развитая в США, означает, что исполнительные органы корпораций должны принимать решения на основе одного критерия – максимизации стоимости для акционеров. Таким образом, корпоративное управление на данных рынках призвано обеспечить такие практики и правила, которые стимулируют принятия решений в интересах акционеров.

В таком случае возникает интересная ситуация. Если менеджмент компании способен доказать, что информация, на которой он основывался, принимая то или иное решение, была надежной и давала право предполагать, что принятие определенного решения должно было привести к повышению стоимости для акционеров, он уже не должен сомневаться в правоте своего решения.

В то же время в течение последних 15 лет в США началась критика подобного создания неэффективных корпоративных структур, которые по сути снижают возможность публичных компаний конкурировать с другими компаниями и способность рынка США в целом конкурировать с менее организованными рынками капитала.

Согласно существующему мнению, функционирование в интересах акционеров и меры внутреннего аудита, соответствующие закону Сарбейнса-Оксли (Sarbanes-Oxley), в условиях эффективного менеджмента угрожают интересам акционеров. В настоящее время критики закона посредством Конгресса, Комиссии по ценным бумагам и судов лоббируют идею снижения контроля над корпоративной Америкой. Данная идея появилась в те времена корпоративных скандалов, когда усиленное регулирование было направлено на поддержание и развитие предсказуемого и устойчивого рынка капитала для притока инвестиций.

Сейчас рынок США вновь находится под угрозой, вызванной высокой возможностью мошенничества с ценными бумагами и способной разрушить стабильность глобальных рынков. Иными словами, согласно мнению докладчика, настало время пересмотра концепции рынков, переоценки тех ценностей, которые заложены в предпосылки эффективного функционирования рынков о поведении публичных корпораций, о нашем представлении о рисках, которые должны нести участники рынка.

В своей презентации Дэвид Конклин сосредоточился на вопросах, относящихся к ответным действиям корпораций, получивших предложения о поглощении со стороны аутсайдеров. В такой ситуации менеджмент компании-цели должен оценить, как урегулировать интересы стейкхолдеров компании и какое решение будет оптимальным.

Процесс недружественного поглощения нарушает обычное совместное функционирование совета директоров, менеджмента и акционеров ввиду возникновения конфликта интересов. Так, менеджмент может оказаться под угрозой увольнения, в случае если компания-покупатель настроена против него. Соответственно в данной ситуации

расчеты выгод сделки менеджментом не могут быть объективными. Надежда в таком случае ложится на независимых директоров, способных к независимой оценке выгод предлагаемой сделки.

Рассмотренные в рамках доклада 6 сделок по слияниям и поглощениям (или попыткам поглощения), имевших место в Северной Америке и Европе начиная с января 2006 г., дают представление о законодательном аспекте взаимодействия между поглощающей компанией и советом директоров, менеджментом, акционерами и прочими стейкхолдерами компании-цели.

Дэвид Конклин выбрал следующие сделки для подробного анализа:

- *Три попытки семьи Долан, основателей и крупнейших акционеров Cablevision Systems Corporation, сделать корпорацию частной.*

Анализ данной сделки позволил заключить, что акционеры не всегда действуют рационально. В то время как большинство аналитиков, а также специальный комитет совета директоров рекомендовали принять третье предложение, акционеры отклонили его, что, вероятнее всего, связано с их недоверием семье Долан.

- *Поглощение Caremark Rx Inc. корпорацией CVS.*

Изучение данного поглощения, согласно Дэвиду Конклину, показывает, что суды США неохотно отказываются от решений советов директоров, что, скорее всего, связано с уверенностью в том, что совет директоров обладает всей необходимой информацией для принятия рациональных решений. Более того, суд в принципе с сомнением относится к отстранению решений, принятых акционерами, воспринимая их лицами, принимающими итоговые решения.

- *Попытка компании Sears Holdings Corp. преобразования компании Sears Canada в частную.*

Данная сделка выявила следующие факты. Во-первых, регулирующие протоколы заседания представляют собой полезный инструмент для несогласных с общим мнением акционеров, так как они гораздо быстрее приводятся в действие, нежели суды, и приводят к формированию специализированного знания. Во-вторых, регулирующие органы правосудия не поощряют разрушений, что приводит к тому, что акционеры не представляют акционеров на основе случайного гонорара, а крупные институциональные инвесторы готовы оплачивать затраты судебных тяжб.

- *Продажа VSE, Inc. синдикату, возглавляемому пенсионным фондом учителей Онтарио (Ontario Teachers' Pension Plan).*

На основе данного кейса Дэвид заключил, что просьба о помощи органов правосудия может обеспечить стейкхолдеров правом участия в процессе. Более того, автор утверждает, что в настоящее время ведутся активные дебаты относительно обязанностей корпораций по отношению к акционерам и прочим стейкхолдерам.

Кейс также подчеркивает те напряженные ситуации, которые могут возникнуть, когда компанией выпускаются различные виды ценных бумаг с многообразием прав:

- неголосующие акции;
- голосующие акции;
- долг.

- *Слияние стальных компаний Arcelor and Mittal.*

- *Продажа ABN-AMRO консорциуму Royal Bank of Scotland, Fortis и Santander, которая показала, что акционеры действуют независимо от советов директоров.*

По мнению автора доклада, данные сделки позволяют показать, как взаимодействуют финансы, корпоративное управление, бизнес и закон. Анализ данных поглощений также поможет сделать выводы об идеальном рынке капитала. На настоящем этапе исследования Дэвид Конклин сделал следующие основополагающие выводы:

- Отклонение от практики эффективного корпоративного управления повышает затраты на капитал корпорации и рынка в целом.
- Увеличение затрат на капитал отражает возросший риск, ожидаемый инвесторами.

- Сокращение риска снижает затраты на капитал и повышает возможности устойчивого роста.

В то время как доклад Дэвида Конклина освещал вопросы корпоративных финансов и корпоративного управления в Северной Америке и Европе, взгляд на корпоративное управление как эффективный инструмент стратегического управления стоимостью фирмы в России представлен был в презентации *Ивана Родионова* и *Павла Старюка*. Иван Родионов является доктором экономических наук, профессором кафедры экономики и финансов фирмы, ГУ-ВШЭ, председателем совета директоров ОАО «ЭМАльянс», «ФосАгро», IBS, членом совета директоров ОАО «Северо-Западный Телеком», «АгроГард-Финанс», профессором. Павел Старюк — старший преподаватель кафедры экономики и финансов фирмы ГУ-ВШЭ. В ходе доклада «Управление стоимостью компании как основная задача эффективного собственника» была приведена краткая характеристика состояния российской системы корпоративного управления, обоснована целесообразность совершенствования корпоративного управления, рассмотрены основные подходы к учету факторов корпоративного управления при оценке компании. Иван Родионов начал презентацию с демонстрации эволюции собственности и целей собственников в России начиная с периода 1987—1997 гг., характеризующегося процессом приватизации, когда во главе угла стояла цель получения собственности по существенно заниженной стоимости, с использованием административного ресурса. Пройдя несколько этапов, собственность в России претерпела существенные изменения и в настоящее время может быть описана двумя моделями: государственной и частной собственности. Что же касается целей, то концепция управления стоимостью (Value Based Management) в настоящий момент принимает все большее распространение и ставит максимизацию рыночной стоимости основной задачей эффективных собственников.

Авторы выделяют несколько причин, способствующих переходу к стоимостной модели собственности в России. Среди них стоит указать следующие факторы:

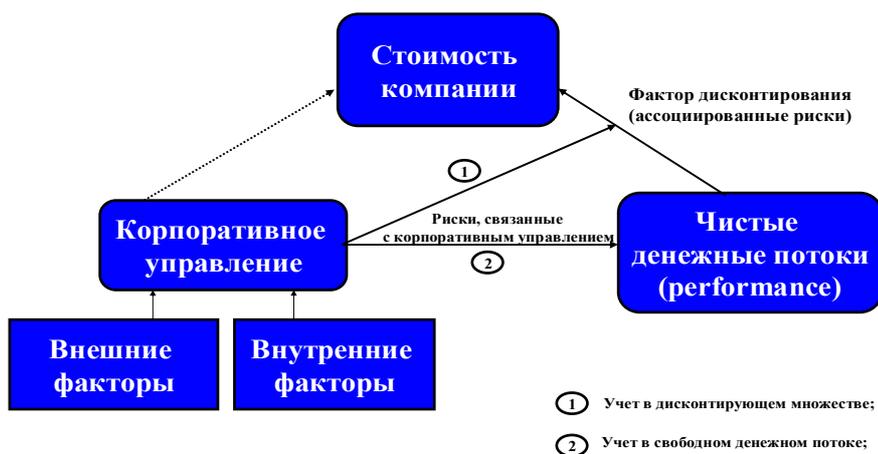
- глобализация и конкуренция на продуктовых рынках, а также на рынках капитала;
- создание ликвидной стоимости с целью хеджирования политических рисков посредством осуществления продаж иностранцам;
- трансформация российских финансово-промышленных групп (ФПГ) в фонды прямых инвестиций;
- появление в России профессиональных акционеров, ставящих своей целью создание стоимости бизнеса.

Говоря об альтернативных стратегиях управления стоимостью компании, Иван Родионов прежде всего выделил три базовые стратегии:

- стратегию фундаментального роста, подразумевающую увеличение стоимости за счет улучшения фундаментальных показателей компании;
- стратегию организационного роста, связанную с увеличением стоимости за счет улучшения практики корпоративного управления;
- смешанную стратегию, включающую в себя увеличение стоимости за счет одновременного улучшения как фундаментальных показателей, так практики корпоративного управления.

При этом в научной литературе, как правило, подробно оценивается и описывается влияние на стоимость исключительно фундаментальных факторов, в то время как корпоративное управление может выступить в качестве не менее важного фактора, стать нереализованным в России механизмом стратегического управления стоимостью компании. Действительно, в силу существенного влияния качества корпоративного управления на затраты на капитал компании, являющиеся дисконтирующим фактором при оценке ее стоимости, корпоративное управление становится элементом, не менее значимым, чем фундаментальные показатели компании, и влияющим на ее рыночную оценку. Механизм влияния качества корпоративного управления на стоимость компании может выглядеть следующим образом.

**Механизм влияния качества корпоративного  
управления на стоимость компании.**

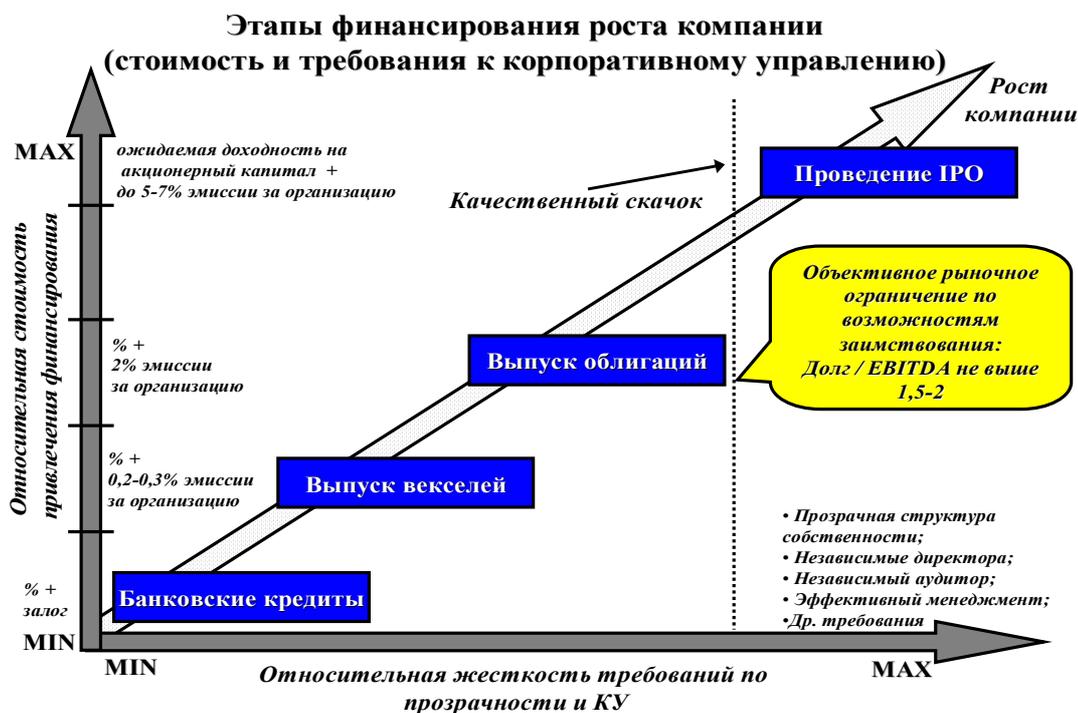


Однако если методы оценивания фундаментальных факторов известны, методы оценивания факторов корпоративного управления подлежат тщательному анализу.

В первую очередь, согласно мнению авторов, следует учесть, что риски корпоративного управления могут быть подразделены на внутренние (несистемные) и внешние (системные). Первая категория рисков управляется посредством внутрикорпоративных механизмов, называемых практикой, или качеством, корпоративного управления в компании. Внешние же риски в основном определяются качеством институциональной и политической среды, а следовательно, относятся к категории слабоуправляемых рисков.

Проведенный авторами доклада анализ позволил заключить, что мероприятия, связанные с управлением внутренними механизмами корпоративного управления, необходимо тщательно планировать, ввиду того что эффективная система корпоративного управления компании способна существенно повысить ее рыночную капитализацию. Данные выводы подкреплены многочисленными опросами инвесторов и эмпирическими исследованиями. Последние показывают, что совершенствование внутренней практики корпоративного управления создает для репрезентативной российской компании значительный потенциал увеличения рыночной стоимости, достигающий 80–90%. В своем докладе на примере ОАО «Северо-Западный Телеком». Авторы показали влияние усовершенствования качества корпоративного управления на стоимость компании. Для данной компании вклад корпоративного управления в изменение капитализации составил 20%.

Важно также отметить влияние качества корпоративного управления на возможность привлечения компанией финансирования. Согласно выводам автора доклада, в условиях узости предложения капитала на российском рынке и высокой степени конкуренции на западных рынках капитала улучшение качества корпоративного управления представляет собой эффективный рычаг повышения конкурентоспособности. Данные выводы особенно целесообразны для компаний, преследующих цель выхода на IPO, ввиду отсутствия возможности привлечения заемного капитала. Схематично требования к корпоративному управлению в зависимости от этапа финансирования компании представлены на нижеприведенном графике.



Более того, необходимо оценивать внешние факторы корпоративного управления, так как для России риски институциональной и политической среды являются одними из наиболее существенных. Таким образом, качество институциональной среды также выступает значимым рычагом создания системной стоимости российских компаний.

При этом следует иметь в виду, что стратегия роста стоимости компании, стратегия построения эффективной системы корпоративного управления и стратегия финансирования роста компании тесно связаны и взаимообусловлены. Так, авторы продемонстрировали этапы создания эффективной системы корпоративного управления, расписав преимущества перехода к каждому последующему шагу системы. Первый этап заключается в соблюдении нормативов и законов, что приводит к улучшению репутации компании. Второй этап, заключающийся в принятии каких-либо первичных шагов по улучшению качества корпоративного управления в компании, приводит к повышению функционирования в целом. Следующему этапу, называемому национальным лидерством, соответствует снижение затрат на капитал компании. Последний этап, международное лидерство, приводит к обеспечению свободного доступа компании к глобальным рынкам капитала.

Корпоративное управление в средних и малых компаниях обладает определенными особенностями. Доклад «Эффективность работы совета директоров в компаниях малого и среднего бизнеса», подчеркивающий особенности российского корпоративного управления в компаниях малого и среднего бизнеса, был представлен *Татьяной Ковалевой*, доцентом, ИМИСП (IMISP), Санкт-Петербург. Интерес автора сосредоточен на созданных в 1990-е гг. компаниях, которые в настоящий момент находятся на этапе отстранения собственников от управления компанией и передачи управления в руки менеджмента. По мнению автора доклада, основополагающей задачей данного типа компаний является построение корпоративного управления, обеспечивающего эффективное управление компанией. Однако для российских компаний решение поставленной задачи затруднено несвойственной западным и американским компаниям структурой совета директоров. В частности, для российских компаний характерно включение в состав директоров собственников компании (зачастую в роли председателя выступает мажоритарный собственник), что приводит к иной роли генерального директора и остальных членов совета директоров. Действительно, в компаниях такого типа возникает проблема не слишком больших полномочий генеральных

директоров, а напротив, их частой неспособностью принятия решений без согласия собственников.

Однако консолидированная собственность является не единственной проблемой компаний малого и среднего бизнеса в России. Не менее серьезную преграду для эффективного принятия решений представляют собой ограничения в использовании количественной информации, имеющие место ввиду неполноты проводимых маркетинговых исследований. В свою очередь, Татьяна Ковалева придерживается мнения, что отсутствие полноценных маркетинговых исследований в компаниях малого и среднего бизнеса вызвано как их высокой стоимостью, так и ненадежностью обрабатываемой и собираемой информации, доступной данному типу компаний. Как прямое следствие недоступности применения количественного анализа в необходимом для принятия решения объеме выступает увеличение роли субъективных факторов таких как интуиция принимающих решение лиц, групповая динамика, сложившиеся стереотипы компании.

Третий блок проблем при переходе к новому типу управления компанией (отходом собственников от управления) составляют популярные среди менеджмента тенденции принимать решения по аналогии. Так как большинство менеджеров получили степень MBA, то, как правило, в условиях недостатка информации они склонны принимать решения на основе опыта компаний, прошедших через идентичные проблемы, что не всегда является эффективным. Развитие у менеджеров интуиции, свойственной собственникам, болеющим за свой бизнес, ограничено и требует длительного времени.

Вышеназванные проблемы помогают объяснить, почему с точки зрения собственника независимые директора, обладающие не большей информацией, чем менеджмент, неспособны содействовать эффективному принятию решений. Соответственно сопереживающий за развитие образованного бизнеса собственник старается не отходить от управления компанией полностью, а независимых директоров стремится использовать в качестве консультантов, одновременно находя и выращивая из числа своих сотрудников директоров.

Автор доклада утверждает, что развитие российского варианта советов директоров идет чаще всего по одному из двух путей:

- Клубный вариант, отличающийся наличием в составе совета директоров людей, лоббирующих интересы компании. Это могут быть представители стратегического клиента или поставщика, администрации или регулирующих органов.
- Экспертный вариант, заключающийся во включении в совет директоров консультантов и экспертов отрасли. В таком случае собственник использует их в качестве личных консультантов при принятии решений.

Однако если первый вариант приводит к возрастанию операционных рисков, а второй способствует развитию противостояния менеджмента с собственниками, для оптимального управления необходимо создание профессионального совета директоров, ориентированного как на эффективное управление задачами, так и на построение отношений.

При этом одним из наиболее существенных факторов построения эффективного управления является грамотная система вознаграждений менеджмента за достигнутые успехи. Основным вопросом, стоящим перед компанией в данном направлении, является проблема определения лиц, имеющих право на приращенную собственность. В случае нерассмотрения собственником права талантливого менеджмента на долю в приращенной стоимости компании действительно стоящий менеджер, вложивший в компанию интеллектуальный капитал, способствовавший росту стоимости, не будет мотивирован на дальнейшее эффективное управление.

Именно по данной причине автор предлагает обсуждать подобные проблемы с менеджментом на стадии заключения контракта и при этом советует обращаться к контракту полного типа, включающему в себя не только цели, но и ресурсы, ответственность, права и обязанности в обеих сторон. К основным элементам данного контракта автор относит следующие составляющие: цели, права, обязанности менеджмента перед собственником и

компанией в целом, обозначение круга вопросов, требующих согласования с собственником, порядок отчетности менеджера перед собственником, его финансовые обязательства, права и обязанности собственника, обеспечиваемые собственником условия труда и вознаграждения, а также ряд прочих факторов.

Рассмотренные в докладе особенности российского перехода от управления собственниками к управлению менеджментом позволили автору сделать ряд рекомендаций:

- Необходимость понимания собственником, что в случае передачи управления компанией менеджменту действительно есть что передать, — т.е. что существует функционирующий бизнес, а не просто недоработанная бизнес-идея.

- Формирование профессионального совета директоров с включением собственников, менеджеров и независимых директоров.

- Принятие правил и принципов работы совета директоров, а также инструментария построения команды.

- Обеспечение разделения зон ответственности в сферах управления компанией посредством регламентации работы совета директоров.

- Разработка панели управления и системы показателей эффективности для разных областей деятельности компании.

- Формирование системы корпоративных ценностей компании и доведение данных ценностей до сотрудников разных уровней.

- Заключение полных контрактов с менеджерами и целевых контрактов с членами советов директоров.

- Поддержание атмосферы уважения, доверия и доброжелательности.

Следование данным рекомендациям, по мнению автора, должно привести к повышению эффективности работы советов директоров в российских компаниях.