КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ: ЖИЗНЬ БЕЗ ЭТАЛОНОВ?

Т.А. Радченко, А.Е. Шаститко[1]

2.1. Постановка проблемы

На протяжении последнего десятилетия осознание руководителями российских компаний значения корпоративного управления неуклонно росло. Необходимость соответствия определенным стандартам корпоративного управления повышала спрос со стороны компаний на инструменты оценки соответствия корпоративного управления образцам, принятым на фондовых рынках, установленным национальными и международными кодексами корпоративного поведения, а также признанной лучшей практике. Особенно актуальным решение этой задачи становилось в случае подготовки компании к проведению IPO и использования иных механизмов привлечения внешнего финансирования. Рост спроса на стандарты и образцы корпоративного управления, несмотря на минимальные риски потерь вследствие неудачных

1 Радченко Татьяна Алексеевна – эксперт Фонда «Бюро экономического анализа»;
Шаститко Андрей Евгеньевич – доктор экономических наук, профессор Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова, генеральный директор Фонда «Бюро экономического анализа».

решений, характерных для «тучных лет», в свою очередь, обусловил появление в практике разных стран, в том числе России, услуг, связанных с оценкой соответствия качества корпоративного управления, среди которых наибольшую известность получили рейтинги.

Помимо собственно оценок качества корпоративного управления намного шире используются оценка самих компаний, их ценных бумаг, их кредитоспособности, которые непосредственно влияют на процесс принятия решений в компании, а также косвенно могут свидетельствовать о качестве корпоративного управления. Среди таких способов оценки можно назвать аудит, рейтинги кредитоспособности, бэнчмаркинг, ставки по CDS. Фактически при постановке вопроса о формировании спроса на эталоны и образцы корпоративного управления, в основе которых может лежать та или иная модель корпоративного управления, мы сталкиваемся с вопросом формирования спроса на институты корпоративного управления российскими компаниями в целом.

В связи с этим следует обратить внимание на результаты исследования НСКУ и КПМГ «Корпоративное управление в условиях финансово-экономического кризиса», где было отмечено, что в деловом сообществе достаточно широко распространено мнение, согласно которому «…кризис коснулся всех, и не в последнюю очередь компаний с хорошей практикой корпоративного управления; проблемы не в компаниях, а в институтах…»[1]. Иными словами, существующие представления о том, что такое «хорошо» для корпоративного управления как российских, так и иностранных компаний, подвергаются сомнению.

Казалось бы, грамотно выстроенное корпоративное управление должно помогать компаниям преодолевать кризис посредством встроенных механизмов адаптации к внешним потрясениям. Но в связи с тем, что от кризиса серьезно пострадали и компании с достаточно

1 Корпоративное управление в условиях финансово-экономического кризиса. Итоги исследования, проведенного НСКУ и KPMG среди российских компаний и банков в мае-июне 2009 года. С. 6.

высокими стандартами корпоративного управления, правомерно поставить вопрос о том, что либо существующие образцы не учитывают способность компаний и их системы корпоративного управления адаптироваться к внешним шокам, либо для кризисного периода существуют другие эталоны.

Некоторые российские исследователи отмечали[1], что в рамках разработки корпоративного законодательства, в ходе совершенствования корпоративной практики управления выбор институциональных альтернатив в мире столкнулся с доминированием одной модели – англо-саксонской, формирующей в последнее время преимущественно краткосрочные стимулы не только у менеджеров, но и у собственников компаний. Причины искажения стимулов более подробно рассмотрены в главе 1. Подход к корпоративному управлению, основанный на англо-саксонской модели, формировался в условиях институциональной среды, для которой были характерны высокая степень раздробленности и распыления акционерной собственности, высокая эмиссионная активность, развитый рынок прямых инвестиций, наличие крупных и активных институциональных инвесторов. Данная модель корпоративного управления предполагает наличие действенной защиты прав акционеров и делает упор на прозрачность бизнеса и высокую степень раскрытия информации, а также использует широкий спектр мотивационных схем оплаты труда директоров и менеджеров компаний[2]. Современный финансово-экономический кризис продемонстрировал неидеальность данной модели. Это начинают осознавать и бизнес, и экспертное сообщество, которые в дальнейшем смогут преодолеть сложившиеся

1 См.: материалы круглого стола «Корпоративное управление в условиях кризиса» (круглый стол в Институте современного развития – ИНСОР) // Вопросы экономики. 2010. № 3. С. 150–156; материалы III Корпоративного форума НСКУ «Корпоративное управление в условиях финансово-экономического кризиса», 24 ноября 2009 года.

2 *Газин Г.* Корпоративное управление в России // Вестник McKinsey. 2003. № 3.

стереотипы и представления об идеальной модели корпоративного управления.

Основные эталоны в корпоративном управлении формируются на базе лучших практик, требований регуляторов, всевозможных оценок качества корпоративного управления и т. д. Несколько подробнее остановимся на том, как отдельные инструменты, используемые в корпоративном управлении, формируют эталоны и образцы корпоративного управления.

Одним из распространенных способов оценки компаний, их кредитоспособности являются кредитные рейтинги. Именно на них было направлено негативное отношение широкой общественности на Западе в связи с недостаточной достоверностью и адекватностью отражения реального состояния компаний накануне кризиса[1]. На развивающихся рынках с начала 2000-х годов определенное развитие получили рейтинги, которые представляют собой интегрированную оценку качества корпоративного управления компании и служат неким индикатором рисков для инвесторов. Они строятся на основе сопоставления практики корпоративного управления конкретной компании с некой идеальной моделью, сложившейся на базе рекомендаций лучшей практики корпоративного управления в других компаниях, в отрасли и стране.

Рекомендации могут строиться как на эмпирических исследованиях, так и на экспертных оценках в этой области. Обобщение таких рекомендаций находит свое отражение в модельных национальных кодексах корпоративного поведения, в принципах корпоративного управления ведущих международных организаций, чьи нормы и правила могут признаваться или даже устанавливаться в качестве образцовых фондовыми биржами, и требованиях институциональных инвесторов. Во многом на них ориентируются рейтинговые агентства, которые также пытаются учитывать в своих оценках страновую и отраслевую специфику компании.

1 См. Global Corruption Report 2009. Corruption and the Private Sector. http://www.transparency.org/content/download/46187/739801

В связи с этим можно говорить о некой унификации образцов корпоративного управления и формировании у инвесторов, акционеров, менеджеров и иных участников корпоративных отношений представлений об идеальной модели корпоративного управления. С одной стороны, характеристики единой идеальной модели могут служить ориентирами, которые впоследствии адаптируются к разным характеристикам институциональной среды. На практике такая адаптация может выглядеть как избирательное или неполное применение отдельных стандартов идеальной модели. Необходимость привлечения финансирования стимулирует компании в разной степени следовать образцу. С другой стороны, наличие укоренившихся представлений о единой унифицированной модели корпоративного управления может затруднять институциональную конкуренцию моделей корпоративного управления – сосуществование различных способов выстраивания отношений между стейкхолдерами для решения похожих задач организации и развития бизнеса компании[1]. Осознанное отклонение от сложившейся идеальной модели будет лишь способствовать развитию конкуренции в сфере образцов корпоративного управления.

В отличие от других форм оценки, где существуют количественные показатели качества, оценка корпоративного управления – это преимущественно качественный анализ[2], где ориентиром является некая идеальная модель. Представляется, что применение данного стандарта во многом должно быть ограничено страновыми и отраслевыми особенностями, в том числе уровнем развития стран, развитостью национального законодательства, степенью защиты прав собственности, различными традициями и деловой культурой. Практика присвоения кредитных рейтингов показала, что в попытке выработать идеальную модель, которая была бы настолько унифицированной, что национальные особенности не имели значения, возможно, была переоценена роль отдельных показателей, в том числе имеющих отношение к корпоративному управлению. В 2008 году такие компании, как Lehman Brothers, Merrill Lynch или AIG, еще за месяц до своего краха имевшие рейтинги инвестиционной категории[1], воспринимались как определенный эталон практики корпоративного управления.

Вместе с тем нельзя не отметить положительные моменты в использовании рейтингов, особенно на начальных стадиях их применения, когда их результат еще не так масштабно влиял на принятие отдельных решений в управлении компаниями, а также на принятие инвесторами решений о своих вложениях. Применение рейтингов позволяло участникам рынка экономить на издержках принятия решения и измерения качества актива. Более того, установка определенных требований к разным категориям привлекательности активов вынуждала компанию, принявшую решение о своем рейтинговании, подтягивать свои показатели, чтобы соответствовать как можно более высокой категории привлекательности. Многолетний опыт использования услуг рейтинговых агентств демонстрирует, что рейтинги способны отражать как минимум основное направление развития компаний и их корпоративного управления. Но когда недостатки, по стечению обстоятельств или в результате оппортунистического поведения участников рынка, проявляются в отношении крупных компаний и банков, выполняющих важную функцию в финансовой системе страны и экономике в целом, система сложившихся эталонов становится объектом всеобщей критики. Формальные эталоны уже были поставлены под сомнение в 2001 году, когда произошел крах таких компаний, как Enron, Worldcom

1 См.: Корпоративное управление в условиях кризиса (круглый стол в Институте современного развития – ИНСОР) // Вопросы экономики. 2010. №3. С. 150–156.

2 Рейтинги корпоративного управления – критерии и методологии. Standard&Poor's. 2005. http://www.standardandpoors.ru/article.php? pubid=1703

1 Например, в сентябре 2008 года Moody's снизил кредитный рейтинг Lehman Brothers с «A2» до «B3», а в Fitch долгосрочный рейтинг дефолта эмитента был снижен с «A+» до «D», что свидетельствовало о дефолте компании.

и ряда других. Однако, дебаты в бизнесе и экспертном сообществе утихли и возобновились с новой силой лишь в 2008 году.

Отдельные рейтинговые агентства в процессе совершенствования своих методологий рейтингования компаний и их корпоративного управления учли влияние внешних шоков. Так, рейтинговое агентство Standard & Poor's, начавшее оказывать компаниям стран с развивающейся экономикой услуги по присвоению рейтингов корпоративного управления с 2000 года, в 2007 году подвергло методологию анализа корпоративного управления существенному пересмотру, учитывая накопленный опыт и усилив акцент на анализе факторов риска[1]. На основе новой методологии присваивается рейтинг GAMMA (аббревиатура от английских слов «governance», «accountability», «management», «metrics & analysis» – анализ и оценка корпоративного управления, подотчетности и менеджмента). В методологию оценки GAMMA добавлены новые компоненты анализа, связанные с оценкой корпоративной системы риск-менеджмента и стратегического процесса. По замыслу Standard & Poor's, новый продукт, ориентированный на страны с развивающимися рынками, позволяет провести сравнение отдельных компаний в национальном контексте, а также сопоставить компании, работающие в различных юрисдикциях. В контексте последнего экономического кризиса максимальное использование возможностей методологий оценки компаний и уровня корпоративного управления в них позволяет более полно учесть способности системы управления рисками в интегральной оценке.

Принятие компаниями кодекса корпоративного поведения во многом могло стать компенсацией неидеального корпоративного законодательства и судебной системы в стране. Иными словами, соответствие эталону можно рассматривать как механизм компенсации характеристик институциональной среды, в которой функционируют компании, в случае если исполнение норм кодекса является обязательным. Компании добровольно идут на такие меры, чтобы гарантировать инвесторам защиту их прав. Оборотной стороной стремления компаний соответствовать характеристикам признанных эталонов является «работа на показатели».

1 GAMMA. Анализ и оценка корпоративного управления. Standard & Poor's. Интернет-источник: http://www.standardandpoors.ru/pdfs/Gamma_rus. pdf

Говоря об эталонах и «работе на показатель», нельзя не затронуть тему роли независимых директоров в совете директоров. Факт привлечения к управлению компанией независимых директоров, с одной стороны, может служить для внешних заинтересованных лиц сигналом о том, что компания, во-первых, следует современным стандартам корпоративного управления, во-вторых, действительно заинтересована в повышении качества управленческих решений посредством привлечения независимых профессиональных директоров. С другой стороны, в силу отсутствия четких критериев независимости, не говоря уже о пресловутом «бизнесе на реестрах независимых директоров», привлечение независимых директоров российскими компаниями может выполнять декоративную функцию. Вот почему приоритетное значение должно придаваться не независимости директора, а его профессионализму[1]. Такая постановка вопроса, возможно, более важна в долгосрочной перспективе, когда станет ясно: профессиональный директор может быть независимым, тогда как непрофессионализм директора, несмотря на лучшие намерения, дает возможность обеспечить лишь видимость независимости.

Фактически для компаний возможны как минимум две стратегии поведения: реально следовать сложившимся образцам корпоративного управления или имитировать первую стратегию. Причем имитация следования лучшим образцам корпоративного управления может варьироваться от осуществления формальных изменений (например, принятие кодекса корпоративного поведения, включение в состав совета директоров зарубежных бизнесменов, привлечение иностранных акционеров и т. д.) до фальсификации финансовых документов.

1 *Kirkpatrick G.* The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. OECD. February 2009. P. 23.

Возможность реализации компаниями такой стратегии позволяет говорить о том, что услуги оценки качества корпоративного управления и кредитоспособности компании могут рассматриваться как опытное или доверительное блага, измерение качества которого возможно (если возможно) только после его потребления[1]. Причем в данном случае речь идет о двух благах: об услуге оценки и об активах. Понимание качества, например, приобретенного актива позволяет понять качество используемой для приобретения услуги оценки качества данного актива. Существует вероятность, что имеющаяся система координат для оценки соответствия тех или иных характеристик компании сложившимся эталонам не всегда может позволить выявить стратегии компаний. В таком случае и рынку активов, и рынку услуг по оценке качества свойственны характеристики так называемого рынка «лимонов», на котором возможен «ухудшающий отбор», где блага с более высоким качеством вытесняются благами с низким качеством[2]. Высокая неопределенность на рынке и неполнота информации создают условия для недобросовестного поведения участников сделки.

Классификация услуги оценки качества как доверительного блага предполагает, что даже после его приобретения и использования в процессе принятия решения оценить качество полученной информации, в данном случае рейтинга, практически невозможно. Во-первых, из-за влияния на характеристики актива внешних шоков и форс-мажорных обстоятельств, которые не могут быть учтены в рейтинге. Во-вторых, если полученная информация позволила принять решение об отказе от приобретения актива, то оценить качество информации об активе не получится в связи с тем, что сам актив не был приобретен. В-третьих, потребитель информации может не обладать необходимыми знаниями для того, чтобы понять после принятия решения на основе полученной информации, действительно ли рейтинг соответствовал реальному положению дел или же так сложилось из-за внешних шоков. И наконец, информация о рейтинге может быть получена, но не использована в процессе принятия решения. В таком случае качество блага измерить в принципе невозможно. В данном контексте услуга оценки качества будет опытным благом только при условии, что потребитель имеет достаточную квалификацию для того, чтобы оценить качество приобретенной и используемой в процессе принятия решения услуги.

Если потребитель информации, скажем, инвестор, не знает методологии расчета рейтингов компаний разными агентствами, то для него эти рейтинги, скорее всего, являются заменителями. Упрощая ситуацию, можно предположить, что при прочих равных условиях выбор остановится на приобретении того блага, в данном случае рейтингования компании, которое предоставляется дешевле. В свою очередь, эмитент как потребитель выберет услуги того рейтингового агентства, которое при одинаковой цене за услугу запросит меньший объем информации о компании либо при одинаковом запросе объема информации назначит меньшую цену. Данные предположения применимы прежде всего для рынка рейтингов кредитоспособности компании и ее активов, т. е. того рынка, где присутствует конкуренция среди небольшого числа участников. «Меню контрактов» (альтернативные формы контрактов между рейтинговым агентством и эмитентом или между рейтинговым агентством и инвестором, среди которых одна из сторон может выбирать подходящие для себя условия контракта) не позволит обойти сложившуюся проблему. Способом преодоления «ухудшающего отбора» скорее является сигнал, в качестве которого выступает репутация рейтингового агентства.

Аналогичные выводы можно сделать и в отношении аудиторских и консалтинговых компаний. Высокие издержки оценки качества их услуг как до, так и после

1 Под опытными благами следует понимать блага с запретительно высокими издержками измерения качества до их потребления, под доверительными – блага с высокими издержками измерения качества как ex ante, так и ex post. См.: *Шаститко А.Е.* Новая институциональная экономическая теория. 4-е изд., перераб. и доп. М.: ТЕИС, 2010. С. 766, 770.

2 См.: *Акерлоф Дж.* Рынок «лимонов»: неопределенность качества и рыночный механизм // THESIS. 1994. Вып. 5.

совершения трансакции позволяют сомневаться в идеальности сложившихся представлений об образцовом корпоративном управлении.

Тем не менее инвесторы широко используют рейтинги, что прежде всего предоставляет им возможность экономик на трансакционных издержках измерения кредитоспособности, качества корпоративного управления и других показателей компаний в каждом конкретном случае. Если у компании есть кодекс корпоративного поведения, отвечающий требованиям национального законодательства и/или международным стандартам, если компания прошла процедуру рейтингования, если ее ценные бумаги котируются на фондовом рынке, то это говорит инвестору как минимум о том, что компания соответствует необходимым (минимальным) характеристикам эталона корпоративного управления, некому функциональному эталону. Если для стратегического инвестора, рассчитывающего на значительную долю акций крупной компании, ad hoc детальный анализ может быть оправдан ввиду высокой ожидаемой цены вопроса, то на уровне рутинных сделок, связанных с покупкой незначительных пакетов (даже без цели последующей перепродажи в любой удобный момент времени), издержки могут казаться запредельными. Неспособность самостоятельно оценить привлекательность активов на базе доступной информации о компании может быть связана как с высокими альтернативными издержками инвестора, так и с его ограниченной рациональностью, выражающейся в элементарном отсутствии необходимых знаний в сфере оценки активов компании, качества ее корпоративного управления и кредитоспособности.

Эталоны позволяют экономить на принятии решений о лучшем варианте из доступных альтернатив. Фактически это некий шаблон, под который так или иначе подгоняют складывающиеся практики. Но использование отдельных характеристик эталонов корпоративного управления, таких, как полное раскрытие информации, соблюдение процедур проведения общего собрания акционеров, включение независимых директоров в совет директоров, внешний аудит,

может значительно ограничить контроль руководителя и в ряде случаев привести к потере конкурентных преимуществ. Шаблонное поведение, сформированное сложившимися эталонами, в том числе кодексами корпоративного поведения, требованиями фондовых рынков, снижает сопротивляемость компании кризисным явлениям, поскольку она способна потерять мобильность в принятии решений[1]. Вот почему выбор, следовать ли эталонам корпоративного управления, и если следовать, то в какой степени, зависит от того, согласно ли руководство компании поступиться частью своего контроля в обмен на привлечение инвестиций и как эти действия будут согласоваться с политикой компании на конкурентном рынке.

Иными словами, выбор в пользу следования эталонам корпоративного управления будет осуществлен в том случае, когда выгоды от внедрения соответствующих стандартов в управление компанией будут превышать издержки.

Мощнейшие потрясения в ведущих экономиках мира, которые привели (и не исключено, что еще приведут) к несостоятельности вчерашних признанных лидеров-гигантов в различных отраслях, заставляют задуматься над комплексом вопросов, которые концентрируются вокруг одного из них: «Возможна и необходима ли жизнь без эталонов в сфере корпоративного управления»? Удобство использования унифицированной шкалы измерения качества корпоративного управления в форме единой идеальной модели и значительная экономия на трансакционных издержках стали причинами растущего спроса в мире и, в частности, в России на всевозможные инструменты оценки качества компаний, их ценных бумаг и корпоративного управления. В свою очередь, современный финансово-экономический кризис поставил под сомнение достоверность и адекватность действующей шкалы измерения качества управления компаниями.

1 См.: Корпоративное управление в условиях кризиса (круглый стол в Институте современного развития – ИНСОР) // Вопросы экономики. 2010. №3. С. 150–156.

2.2. Единственность vs. Множественность эталонов

В современной экономической теории уже стало довольно привычным положение о том, что идеальной (в смысле совершенной) формы экономической организации (безотносительно специфики обстоятельств места и времени) не было, нет и быть не может. Достижение идеала, даже при максимальных усилиях самой компании, невозможно в силу характеристик институциональной среды. Более того, стремление к идеалу, создав совершенный образ компании в глазах инвестора, может подорвать ее конкурентоспособность на рынке. Другими словами, компания привлечет внешнее финансирование, но при этом потеряет часть своей конкурентоспособности на рынке.

В экономиках с развитыми финансовыми рынками и развитой системой защиты прав собственности и исполнения контрактов структура капитала и, в частности, структура собственности, эндогенна и определяется структурой бизнеса, межвременным распределением доходов, размером предприятия, природой неопределенности. В России же наличие высоких трансакционных издержек на рынке капитала приводит к тому, что структура собственности меняется относительно медленно[1] и достижение идеальной системы корпоративного управления посредством реструктуризации собственности компании невозможно. Фондовый рынок во многом способствует снижению издержек реструктуризации капитала компаний. Но лишь незначительная доля ценных бумаг всех российских компаний котируется на российских фондовых биржах и уж тем более на зарубежных биржах[1]. Дополнительные эмиссии ценных бумаг, предназначенные для привлечения инвестиций в компанию, не приводят к существенным изменениям в структуре собственности капитала, а в условиях кризиса доступ к внешним ресурсам, даже в обмен на долю в компании, стал еще более ограниченным. Однако из данного тезиса не следует, что эталоны как образцы для подражания не имеют значения.

С одной стороны, единой модели корпоративного управления, которая работала бы во всех странах и во всех компаниях, не существует. В то же время есть стандарты, которые могут быть применимы в широком диапазоне правовых, политических и экономических условий. ОЭСР разработала ряд основных критериев корпоративного управления, применимых в различных юрисдикциях: честность, прозрачность, подотчетность, ответственность. В «Принципах корпоративного управления ОЭСР»[2] сформулированы пять требований к структуре корпоративного управления, которые образуют собой основные компоненты оценки компаний и их корпоративного управления. Рейтинговые агентства так или иначе опираются на признанные образцы и принципы корпоративного

1 См.: *Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С.* Спрос на современные стандарты корпоративного управления в частном секторе России. РЭШ. Москва, 2002. Интернет-источник: http://www.nes.ru/russian/research/corpgov/Guriev-Monf-CorpGov.pdf; *Григорьев Л.Г.* Современное состояние развития финансовых рынков в России//Финансовая система России и экономический рост. М.: МОНФ, 2006. №173; *Дворецкая А.Е.* Российский рынок капиталов: специфические проблемы как ограничители финансового и экономического роста // Банковское дело. 2007. №3; Creating the Investment Story. PBN Roundtable. Renaissance Capital. 28 June 2007. http://www.ossi.ru/docs/present/round-06

1 В России более 300 публичных компаний. Самое крупное размещение – выход в 2007 году на Лондонскую биржу Банка ВТБ; по состоянию на ноябрь 2009 года его free float составлял 14,5%. См. Аналитическую записку Sovlink [http://fincake.ru/stock/reviews/25613/download/23923]. По оценкам на октябрь 2009 году, free float Группы ПИК составляет 41%, free float Северстали – 15%, free float ММК – 14,5% (май 2009 года). См. Аналитическую записку RMG [http://www.skrin.com/analytics/reviews/documents/pik_211009; Аналитическую записку ВТБ Капитал [http://fincake.ru/stock/reviews/25714/download/24 029]; Аналитический отчет БКС [http://www.bcs-express.ru/show_res_ru]. По данным на сайте компании, в 2007 году free float ГМК «Норильский никель» составлял 45%. По состоянию на 2008 год free float лидеров мобильной связи – МТС и Вымпелкома – составил 46,7% и 27,6% соответственно. См.: *Дементьев А.* МТС обошла «ВымпелКом» // РБК Daily, 10 июня 2008 года.

2 Принципы корпоративного управления ОЭСР. Май 1999 года. Переработанные принципы корпоративного управления ОЭСР, 2004.

управления, в том числе рекомендуемые международными организациями[1]. Но как и в какой степени они отражают эти принципы в своих методологиях оценки различных компаний? Ведь если качество корпоративного управления оценивать по нескольким компонентам, не окажется ли, что априори невозможно достичь максимального значения по всем компонентам или повышение значения по одному из компонентов приведет к понижению показателей по другим?

С другой стороны, по мнению экспертов[2], в мире сложилась доминирующая модель корпоративного управления. В связи с чем так или иначе при оценке успешности компаний в данной области эксперты, аналитики, регуляторы, а также участники корпоративных отношений ориентируются на сложившиеся стереотипы и образцы, а также основные принципы корпоративного управления, сформированные регуляторами и международными организациями. Фактически мы говорим о едином эталоне, который схож с характеристиками англо-саксонской модели. В свою очередь, рейтинговые агентства, ориентируясь на этот эталон, формируют свои методологии рейтингования эмитентов.

Однако не следует забывать, что существуют и другие модели, например, германо-японская модель, которая несколько смещает акценты внутри корпоративного управления и для которой характерна большая концентрация прав собственности в руках небольшого количества акционеров, прежде всего в руках финансовых институтов. Фактически методологии, разработанные рейтинговыми агентствами, при оценке компаний в другой системе координат могут дать другие результаты, т.е. компания, оцененная как инвестиционно привлекательная в системе, где эталоном является одна модель, может оказаться менее привлекательной в другой системе координат. Если не принимать во внимание национальную шкалу рейтингов, где такое смещение координат может быть учтено, а обратиться к международным рейтингам, то подобный перекос оценок может быть значительным, что существенно как для инвесторов, так и для эмитентов. В такой ситуации именно шкала, в которой оцениваются компании, приобретает бóльшую значимость, нежели сложившиеся эталоны в отрасли, стране или мировой экономике.

Практика показывает, что кредитные рейтинги одних и тех же компаний, рейтингуемых разными агентствами при одинаково доступной информации, могут расходиться. Согласно исследованию 1980-х годов[1], расхождение определяется случайными ошибками, в то время как авторы более поздних исследований[2] пришли к другим выводам. Примерно в 70% случаев первоначальное расхождение в рейтингах сохраняется в течение четырех последующих лет. Причем расхождение тем больше, чем меньше прозрачность эмитента[3]. Почему в условиях доминирования единого эталона при оценке компании случается, что рейтинги могут расходиться?

В случае если рейтинги будут полностью совпадать, то рейтинги разных агентств будут абсолютными заменителями. Следовательно, бóльшим спросом будут пользоваться услуги того агентства, которое назначит меньшую цену за услугу, что уже отмечалось выше. А, во-вторых, различные рейтинговые агентства могут присваивать разный

1 См.: Рейтинги корпоративного управления. Standard & Poor's. Октябрь 2006 год. http://www.standardandpoors.ru/page. rku_creteria; Методология расчета CORE-рейтинга. Институт корпоративного права и управления. http://www.iclg.ru/ruratingi1

2 См.: Корпоративное управление в условиях кризиса (круглый стол в Институте современного развития – ИНСОР) // Вопросы экономики. 2010. № 3. С. 150–156; *Осипова А.* Корпоративное управление – тенденции развития. Интернет-источник: http://www.iteam.ru/publications/corporation/section_96/article_3297/

1 *Ederington L.* Why split ratings occur? // Financial Management. 1986. № 15. 37–47.

2 *Livingston M., Naranjo A., Zhou L.* Asset opaqueness and split bond ratings // Financial Management. 2007. No 36. P. 49–62; *Livingston M., Naranjo A., Zhou L.* Split bond ratings and rating migration // The Journal of Banking and Finance. 2008. No 32 (8). P. 1613–1624.

3 *Карминский А.М., Пересецкий А.А.* Рейтинги как мера финансовых рисков. Эволюция, назначение, применение // Журнал новой экономической ассоциации. 2009. № 1–2. С. 91; *Morgan D.* Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry // The American Economic Review. 2002. No 92 (4). P. 874–888.

вес разным компонентам суммарной оценки кредитоспособности компании при том, что шкала оценки сохраняется одинаковой. Например, где-то больше значения придается характеристикам внешней среды, где-то меньше.

Оценка привлекательности компаний лежит на стыке оценок ее внутренних характеристик и характеристик внешней среды. Не менее важной является оценка способности компаний адаптироваться к условиям внешней среды. В связи с тем что существуют национальные и международные шкалы оценки компаний, особенно важной представляется необходимость учитывать способность компании и ее руководства адаптироваться к характеристикам институциональной среды. Иначе компания становится заложницей своего местоположения (не только головного офиса, но и производственных активов).

Скажем, компания осознанно идет на ухудшение характеристик корпоративного управления по сравнению с неким эталоном с целью компенсировать недостатки институциональной среды. Или наоборот, компания следует рекомендациям ведущих практик корпоративного управления и старается приблизить свои характеристики к эталону, но в связи с тем, что функционирует в плохой институциональной среде, рискует понести серьезные издержки в связи с незащищенностью компании. Институциональная внешняя среда формируется в том числе политическими, экономическими и правовыми правилами той страны или отрасли, где компания зарегистрирована и/или функционирует. Именно эти характеристики обусловливают конкуренцию юрисдикций, а также множественность эталонов. Иными словами, более важным является не институциональная среда сама по себе, а возможность и способность компаний к ней адаптироваться. Особенно это актуально в ситуации с постоянно изменяющимися правилами игры и «негостеприимным» по отношению к бизнесу механизмом применения указанных правил (см. главу 1).

Если исходить из предположения о том, что единого идеального образца не существует, то следует говорить о разных эталонах в классах ситуаций. Причем речь идет не только о различных моделях корпоративного управления. Скажем, с точки зрения исполнения формальных норм, компания может представлять собой эталон, если соблюдает все требования законодательства, выплачивает налоги и т. д. С точки зрения органов власти (например, региональных) компания также должна вести согласованную с региональной администрацией социальную политику. В случаях принятия отдельных решений крайне важно присутствие в управлении компанией крупных собственников. А уж если говорить об отраслевых особенностях компаний в разрезе отдельной страны, то таких эталонов вообще может сложиться огромное множество. Стремление к унификации эталонов корпоративного управления сопряжено с недооценкой множества специфических рисков, характерных для разных классов ситуаций, и сложностью обеспечения соответствия этим эталонам со стороны различных компаний.

Современный мировой экономический кризис продемонстрировал неадекватность общепринятых эталонов корпоративного управления реальной действительности. Кризис позволяет говорить о том, что сейчас сформировались условия для возможной переоценки сложившихся идеалов и эталонов. На данный момент видится как минимум три возможных варианта переоценки идеального образца корпоративного управления: а) «косметический ремонт» существующего образца; б) его серьезная переоценка (модернизация); в) формирование целого ряда моделей, являющихся идеальными образцами для разных ситуаций. В данном контексте следует говорить не только о возможном повышении конкуренции между моделями корпоративного управления на мировом уровне, но и об изменениях в системах оценок компаний. Произойдет ли отход от сложившихся эталонов и представлений об идеальном корпоративном управлении у аналитиков и экспертов, в соответствии с которыми они осуществляют свои оценки? Будут ли системы оценок адаптироваться к меняющимся реалиям или же сохранят свои прежние очертания?

Первые тенденции уже определились. Судя по рекомендациям Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO), компании совместно с рейтинговыми агентствами должны стремиться

к еще большему раскрытию информации, что во многом соответствует существующим представлениям об образце корпоративного управления. Более того, руководитель ФСФР В. Миловидов в октябре 2009 года объявил о готовящихся поправках в закон «О рынке ценных бумаг», включающих уточнение перечня сообщений о существенных фактах[1]. Изменения направлены на улучшение качества и увеличение количества раскрываемой информации в процессе принятия соответствующих решений. Высокая вероятность следования данным рекомендациям и принятия поправок связана прежде всего с меньшими издержками реформирования сложившегося института, нежели формирования и внедрения новых институтов, что в экономической теории связывают с таким явлением, как зависимость от траектории предшествующего развития. Издержки, связанные с поддержанием действующих, не всегда эффективных институтов, как правило, существенно ниже издержек создания новых институтов корпоративного управления.

В данной связи второй сценарий практически нереализуем в текущих условиях. Возможно, наиболее предпочтительным с точки зрении долгосрочной перспективы являлся бы третий сценарий, когда в сфере корпоративного управления сформировалось бы несколько эталонов (количество совсем не обязательно должно быть значительным, поскольку ситуация кардинальным образом изменится, даже если их станет два), и компании, исходя из характеристик институциональной среды и отраслевых особенностей, формировали бы свои наиболее оптимальные эталоны управления, тем самым снижая издержки соответствия сложившемуся единому образцу и связанные с этим риски. Реализация данного сценария предполагает прежде всего пересмотр обязательных требований к компаниям в тех сферах, где смягчение норм не будет существенно повышать риски оппортунистического поведения.

1 Региональный центр раскрытия информации. http://www.rcid.ru/pg/cnews. html&t=2&page=1&did=797

2.3. Адаптация компаний к кризисным условиям: роль эталонов

На фоне углубления экономического кризиса можно наблюдать растущие издержки компаний от использования неадекватных образцов для подражания. Сложившиеся эталоны не предлагают механизмов управления компанией в условиях кризиса, а также адекватных способов адаптации в новых условиях, в том числе посредством санаций, смены руководящего состава, реструктуризации бизнеса.

Свои функции в сфере корпоративного управления государство может выполнять как путем формирования правил игры для компаний, так и посредством участия в управлении компаниями в качестве собственника. В условиях кризиса государственная политика, как было показано в главе 1, приобретает особое значение. С одной стороны, антикризисные меры должны поддерживать российские предприятия, особенно подверженные влиянию финансово-экономического кризиса, а, с другой стороны, стараться не подорвать стимулы к самостоятельной хозяйственной деятельности на рынке. Речь прежде всего идет о разовых и постоянных селективных мерах, которые составили основу антикризисной промышленной политики в России[1].

Каким образом существующие образцы корпоративного управления приспособлены к принятию государственной поддержки, предлагают ли сложившиеся эталоны корпоративного управления эффективные механизмы освоения этих средств?

Государственная политика призвана повышать эффективность экономики посредством настройки и корректировки стимулов хозяйствующих субъектов на различных рынках. Но зачастую реализация этих мер сопряжена с искажением стимулов для компаний при формировании их поведенческих стратегий на рынке и для участников корпоративных отношений внутри компаний, а также с подрывом конкуренции на рынках.

1 См.: Оценка антикризисных мер по поддержке реального сектора российской экономики. ГУ-ВШЭ, МАЦ // Вопросы экономики. 2009. №5. С. 29.

Ряд российских и зарубежных компаний в рамках антикризисных мер получили от правительств средства на поддержание бизнеса. Анализ антикризисных мер в России[1] показал, что для многих из них характерен риск недостаточной прозрачности результатов, а в некоторых случаях – низкой транспарентности процедур принятия решений. Согласно экспертным оценкам, риски неэффективного администрирования для 42% мер оцениваются как высокие, для 21% – как умеренные, для 37% – как низкие. Более того, наибольшему риску подвержены инструменты стимулирования спроса (в основном закупки для государственных и муниципальных нужд) и кредитование (включая предоставление субсидий и государственных гарантий). Именно такие условия предоставляют менеджерам возможность при отсутствии жесткого контроля со стороны собственников вести себя оппортунистически.

Как отмечалось в главе 1, в рамках доминирующей в мире англо-саксонской модели корпоративного управления топ-менеджмент, как правило, преследует краткосрочные цели, направленные на повышение капитализации компании и получение вознаграждений. Активное развитие финансового рынка за рубежом несколько сместило цели собственников, они тоже стали носить скорее краткосрочный характер. Данная модель также создавала представление о высокой эффективности распыленной собственности – отсутствия контролирующего собственника и разделения прав владения и прав управления в компании.

При низкой возможности администрирования со стороны государства получение государственной поддержки (особенно финансовой) компаниями, корпоративное управление которых соответствует сложившимся эталонам и где работает все тот же топ-менеджмент, склонный к максимизации собственных краткосрочных целей, и сохранились все те же собственники, которые ждут повышения стоимости компаний с целью подороже продать свои ценные бумаги, снижает эффективность реализации антикризисных мер и надежду на скорейший выход экономики из кризиса. С другой стороны, в связи с тем, что кризис привел к снижению стоимости ценных бумаг, часть собственников, не желая продавать свое имущество по низкой цене, все-таки будут предпринимать усилия по повышению эффективности функционирования компаний и соответственно повышению их стоимости, в том числе путем выстраивания у топ-менеджмента долгосрочных стимулов. Однако, как отмечено в главе 1, этой стратегии в России придерживались лишь 53% предприятий.

Иными способами повышения эффективности реализации подобных мер могут быть ужесточение ответственности топ-менеджмента за нарушения или повышение уровня администрирования мер, например, путем предоставления финансовой поддержки в обмен на долю в активах компании, что позволит госорганам участвовать в процессе принятия решений. Но и тот и другой способы связаны с существенными издержками[1]. В США дискуссии об ужесточении порядка выплат бонусов и ряда других норм, а также пристальное внимание к деятельности банков породили у многих из них стремление как можно быстрее вернуть бюджетные деньги. По мнению некоторых экономистов, такое поведение компаний может затруднить выход экономики из кризиса.

В данном контексте следует отметить, что российским компаниям свойственна высокая концентрация собственности и совмещение прав управления и прав владения, несмотря на то что в последнее время некоторые из них существенно продвинулись в сторону соответствия корпоративного управления сложившимся эталонам. В условиях относительно стабильной институциональной среды руководители компаний сохраняют долгосрочные стимулы по их развитию и скорейшему выводу из кризиса. Именно стратегические цели побуждают топ-менеджмент принимать решения,

1 Там же. С. 36.

1 О недостатках участия представителей госорганов в управлении компаниями см.: Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. 2/Отв. ред. А.Е. Шаститко М.: НСКУ, 2009. С. 18–43.

направленные на повышение эффективности компании в долгосрочном периоде, если им не препятствуют меры правительства, направленные на достижение краткосрочных результатов.

Обратимся к практике американских компаний, которые до кризиса соответствовали лучшим образцам корпоративного управления. В ходе нескольких раундов AIG получила 173 млрд долларов государственной поддержки (в настоящее время около 80% ее капитала принадлежит правительству США). Но в конце 2008 года стало известно, что в компании сохраняется практика траты значительных средств на поддержание роскошного образа жизни руководства, а также продолжается выплата бонусов сотрудникам, в том числе покинувшим компанию и виновным в ее банкротстве. Например, руководитель подразделения финансовых услуг, уволенный в феврале 2008 года, не только получил бонус в размере 34 млн долларов, но и продолжал получать по 1 млн долларов в месяц вплоть до осени. В 2009 году в AIG на выплату бонусов планировалось потратить почти 1,2 млрд долларов[1]. Сейчас правительства США и стран ЕС нацелены на пресечение практики выплаты бонусов из средств, получаемых компаниями в рамках антикризисной поддержки[2]. Правительство Великобритании по инициативе министра финансов А. Дарлинга приняло решение о введении единовременного налога в размере 50% на банковские бонусы, размер которых превышает 25 тысяч фунтов (40,5 тысяч долларов)[3]. Согласно результатам исследования Центрального банка Соединенного Королевства, представленным в «Докладе о финансовой стабильности», регулятор пришел к выводу, что если бы британские банки сократили размер бонусов и дивидендов на 20%,

1 *Мелкумов Я.* Двуликий бонус // Прямые инвестиции. № 8. 2009. С. 28–31.

2 *Кравченко Е.* Конец излишествам // Ведомости. 3 сентября 2009 года. А03.

3 Англия введет 50% налог на бонусы // Национальный банковский журнал, 21 декабря 2009 года.

то в период с 2000 по 2008 год они смогли бы дополнительно добавить в свои резервы 121,6 млрд долларов[1].

Ведущие эксперты задумались об оправданности бонусов (более подробно о механизмах вознаграждения топ-менеджмента см. главу 4). С одной стороны, это проверенный метод стимулирования сотрудников для достижения поставленных целей, а с другой – именно погоня за завышенными бонусами стала источником тех злоупотреблений в финансовом секторе, которые и привели к кризису. Президент США Б. Обама отмечал, что «…к нынешнему кризису нас привели именно бизнес-модели, создавшие массу богатства на бумаге, но мало реального богатства в стране. Они не могут служить моделями экономического роста в будущем»[2]. Высокая прозрачность американских компаний, а также пристальное внимание общественности позволили отслеживать направления трат государственных средств. В российских условиях, где информация об операционной деятельности компаний и тем более о вознаграждениях членов советов директоров и менеджеров раскрывается значительно хуже[3], выяснить, каким образом расходуются государственные средства, практически невозможно. Остается надеяться, что российские особенности корпоративного управления, в частности неполное следование рекомендациям ведущих мировых практик, возможно, позволят избежать соблазнов и направить средства, полученные в рамках государственной поддержки, на оздоровление предприятий.

Несколько по-иному обстоят дела с регулярной или многократной государственной поддержкой

1 Как сообщает газета The Times, по результатам анализа материалов доклада, объем сэкономленных таким образом средств был бы больше, чем государство выделило банковскому сектору во время кризиса. См. Financial Stability Report. Bank of England. December 2009. Issue No. 26.

2 Цит. по: *Мелкумов Я.* Двуликий бонус // Прямые инвестиции. 2009. № 8. С. 31.

3 Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2009 году: разрыв между лидерами и аутсайдерами увеличился. S&P, ЦЭФИР РЭШ. 21 октября 2009 года.

предприятий. Среди них могут быть градообразующие предприятия и предприятия, имеющие стратегическое значение. Наиболее ярким примером является АвтоВАЗ[1]. Частое оказание государственной поддержки или уверенность руководства компании в том, что поддержка будет оказана, совершено иным образом формируют стимулы у руководства. В данном случае речь идет не о краткосрочных и долгосрочных стимулах менеджмента и собственника, а о том, что государственная поддержка разрушает стимулы у компании в целом к повышению эффективности работы.

Существующие эталоны вообще ничего не говорят, а, возможно, и не могут говорить о том, каким образом следует себя вести участникам корпоративных отношений на таких предприятиях. Эталоны строятся на идее рентабельного предприятия, функционирующего в конкурентной среде как на рынках ресурсов, так и на рынках товаров. Несомненно, тот факт, что крупным собственником таких компаний может выступать государство, а также то, что такие предприятия выполняют социальную функцию, накладывает отпечаток на эффективность деятельности компании. Однако и в этих условиях в долгосрочном периоде возможно выстраивание необходимых стимулов для руководства компании.

Одна из интриг ближайших лет – возможности и масштабы восстановления и развития институциональной конкуренции в сфере корпоративного управления – конкуренции моделей корпоративного управления и соответственно отражение данных изменений в различных инструментах оценки уровня (качества) корпоративного управления.

1 См.: *Беликов Д.* АвтоВАЗ просит подать ему на честность // Коммерсант. 13 октября 2009. № 190. С. 1.