ПУТИ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ПРАКТИКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

И.И. Родионов[1]

(1)

В России пик внимания к вопросам корпоративного управления пришелся на первую половину 2000-х годов. Качество корпоративного управления было признано рынком как необходимое, но, разумеется, недостаточное условие стоимости бизнеса. В 2003 году был принят Кодекс корпоративного поведения ФСФР, отдельные положения которого обрели силу закона. В советы директоров российских компаний пришли независимые директора, в них появились комитеты, были созданы службы внутреннего аудита. Агентство Standard & Poor's вывело на рынок такой продукт, как рейтинг качества корпоративного управления.

С середины 2000-х годов ситуация начала меняться. Казалось бы, корпоративные скандалы в США (Enron) и Западной Европе (Parmalat), принятие Конгрессом США закона Сарбейнса–Оксли (SOX) должны были повысить внимание к качеству корпоративного управления, однако этого не произошло. Хотя в ряде российских компаний, представленных на зарубежных, прежде всего американских фондовых рынках, работа по его совершенствованию продолжилась. После упомянутых скандалов требования к финансовым аспектам качества корпоративного управления существенно повысились и в соответствии с требованиями закона Сарбейнса–Оксли эти компании внедрили дорогостоящие процедуры SOX.

В большинстве же российских компаний, даже тех, акции которых торгуются на зарубежных биржах, после некоего положительного сдвига в течение первого пятилетия 2000-х годов качество корпоративного управления перестало расти. Многие стандартные процедуры корпоративного управления в России так и не были запущены или были внедрены формально (выработка стратегии, вознаграждение топ-менеджеров и совета директоров, отношения с миноритариями).

(2)

Представляется, что это было связано прежде всего с тем, что дополнительные дорогостоящие усилия в области корпоративного управления перестали позитивно отражаться на росте стоимости российских компаний. Большинство отечественных компаний имеют существенный страновой или рыночный дисконт у инвесторов, барьер которого пока невозможно преодолеть. Более того, компании, тратящие на совершенствование корпоративного управления значительные средства, фактически изымают их из тех фондов, которые могли бы быть направлены на развитие, то есть в интересах акционеров. Например, отказ ОАО «Ростелеком» от применения процедур SOX, которые развивались более пяти лет, обошлись компании в несколько десятков миллионов долларов и требовались для обеспечения возможности торговли ADR-2 на NYSE, не привел к снижению котировок, равно как и делистинг на NYSE и переход к торговле на РТС. Рейтинг корпоративного управления S&P также оказался, по сути, невостребованным рынком и в сентябре 2011 года компания свернула этот проект в России.

Как говорится в известной рекламе, «если не видно разницы, зачем платить больше?» По-видимому, в среднесрочной перспективе российским компаниям следует сконцентрироваться не на реальном улучшении качества корпоративного управления, а на том, чтобы в минимальной мере отличаться от не всегда справедливых ожиданий глобального рынка, построенных с учетом неизбежных

1 Иван Иванович Родионов, профессор Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», председатель совета директоров ОАО «Ростелеком».

дисконтов и выражаемых миноритариями – держателями ADR/GDR.

Вместе с тем в последние годы в области корпоративного управления следует отметить несколько новых тенденций. На высоком государственном уровне происходит активное обсуждение важности корпоративного управления и необходимости изменения его практики в связи с переходом страны на инновационную модель роста и проводимой политикой модернизации. В госкомпаниях и компаниях с существенным государственным участием значительное внимание уделяется повышению роли корпоративных директоров. Первый заместитель Председателя Правительства РФ И. Шувалов в 2008 году и Президент России Д. Медведев в 2011 году выступили с предложениями о снижении участия в советах директоров госчиновников высокого ранга и замене их независимыми директорами и профессиональными поверенными.

Экономический кризис заставил по-новому взглянуть на финансовую составляющую корпоративного управления, включая такие вопросы, как участие советов директоров в управлении стоимостью компании, ликвидностью и инвестиционными рисками на сбалансированной основе, с учетом долгосрочной перспективы и интересов всех стейкхолдеров. В крупных публичных российских компаниях внедряются системы управления отношениями с миноритариями, которые, по-видимому, должны получить распространение во всех компаниях со значительным числом акционеров.

Очевидно, что все эти процессы оказывают непосредственное влияние на эффективность работы советов директоров, заставляют по-новому взглянуть на организацию корпоративного управления в России и требуют выработки новых подходов.

4.1. Привлечение в госкомпании независимых директоров и профессиональных поверенных

Вопрос о замене в госкомпаниях чиновников независимыми директорами впервые был поставлен еще в июне 2008 года. Выступая на XII Петербургском международном экономическом форуме, первый вице-премьер И. Шувалов заявил: «В ближайшее время мы проведем ротацию во всех компаниях, на 100% принадлежащих государству, максимально устраним оттуда чиновников, заменив их профессионалами». По данным Минэкономразвития, уже в 2009 году независимые директора были избраны в 36 АО с госучастием. В некоторых госкомпаниях, например, в ОАО «Связьинвест», независимые директора и профессиональные поверенные составили абсолютное большинство в совете, в то время как число чиновников снизилось менее чем до 20%. По свидетельству заместителя главы МЭР А. Левицкой, к середине 2010 года количество АО с участием профессиональных директоров превысило 18% (270 АО) от 1476 акционерных обществ, акции которых находятся в собственности государства. Независимые директора выдвигаются в советы АО, планирующие в ближайшее время осуществить публичное размещение акций, например РЖД и «Совкомфлот»[1].

Выступая в Магнитогорске 30 марта 2011 года Президент России Д. Медведев вновь поднял этот вопрос в качестве одного из важнейших условий улучшения инвестиционного климата в стране, темы стратегически важной для модернизации всей российской экономики. Он назвал десять первоочередных мер по исправлению ситуации, и в частности, предложил заменить в советах директоров госкомпаний вице-премьеров и министров на независимых директоров и профессиональных поверенных.

Основанием для данного решения послужило то, что если профильный чиновник руководит компанией, которая работает на конкурентном рынке, он таким образом сталкивается с неразрешимым конфликтом интересов. Как чиновник он должен заботиться о соблюдении правил конкуренции, а как акционер – о том, чтобы его компания выигрывала в конкурентной борьбе. Совместить это нельзя. В тексте выступления Президента России прямо указывается на то, что необходимо «…исключить практику, когда профильные руководители Правительства, а именно те, кто отвечают за правила

1 *Шаповалов А., Нетреба П.* Независимые директора на дороге не валяются // Коммерсант. 15 апреля 2010 года.

регулирования в конкретных отраслях, занимают места в советах директоров компаний, работающих в условиях конкуренции». Касаясь деятельности советов директоров Д. Медведев сказал: «Правительство должно инициировать принятие решений на собраниях акционеров о замене профильных министров и вице-премьеров на независимых директоров в основных компаниях до середины этого года».

Уже 1 апреля 2011 года Росимущество совместно с Минэкономразвития предложило кандидатов на посты преемников вице-премьеров и министров в советы директоров 19 госкомпаний, в сумме контролирующих не менее 15% ВВП России. Значительной частью независимых директоров станут банкиры и инвестбанкиры, а также профессиональные директора, профильтрованные соответствующей комиссией Росимущества. В большинстве случаев потенциальные независимые директора – это люди, интегрированные в околоправительственные структуры. По расчетам Росимущества, в среднем операция по замене чиновников профессиональными управляющими уменьшит число членов совета директоров, голосующих по директивам из правительства. Так, в НК «Роснефть» их количество сократится с шести до пяти (всего в совете девять членов), в ВТБ – с восьми до семи из 11 членов совета директоров. Парадоксальной будет ситуация в «Газпроме» и «Аэрофлоте» – там по итогам реформы, инициированной Д. Медведевым, по директивам голосует арифметическое меньшинство директоров: пять из 11 (при семи госпредставителях) – в Аэрофлоте и четыре из 11 (при шести госдиректорах) – в Газпроме. Итоги этой реформы очевидны: если правительство не изменит институт директив на голосование, то, по крайней мере, четверть директоров в госкомпаниях не будут получать формальных указаний, как им голосовать на заседаниях советов директоров.

Картину «корпоративного госкапитализма» в большей степени должно изменить другое поручение Д. Медведева – о запрете госчиновникам возглавлять советы директоров любых компаний с госучастием. Исходя из списков кандидатов в советы директоров, имеющихся на сегодняшний день, сохранить хотя бы неформальный контроль над постом председателя совета

государство сможет, обеспечив избрание им представителя госкомпании. Чаще всего лучшие кандидаты на этот пост – представители Внешэкономбанка, ВТБ и ВТБ Капитала, например, в «Шереметьево», Роснефти, Связьинвесте, АЛРОСА, ФСК, Транснефти. Вполне вероятно, что создание «госкапитализма-лайт» в 2011 году на практике превратится в дальнейший рост роли госбанков в экономике. Впрочем, в сравнении с действующей версией «корпоративного капитализма» – это так или иначе стоит воспринимать как прогресс.

В настоящее время особого внимания требует совершенствование корпоративного управления в акционерных обществах со значительным государственным участием, где существует ряд проблем, которые требуют незамедлительного решения. По-видимому, наилучшим образом они могли бы быть решены дополнением Федерального Закона «Об акционерных обществах» (от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ) путем введения новой статьи «Особенности корпоративного управления в обществах с госучастием». Общей направленностью этих изменений должно стать ужесточение требований в области корпоративного управления, касающихся прежде всего состава совета директоров, подбора его членов, назначения вознаграждения, финансового контроля, прозрачности для акционеров и других стейкхолдеров.

Эти нововведения должны затронуть акционерные общества, контролируемые государством и работающие в конкурентной среде (банки, нефтегазовые компании, телекомы), а также в области инфраструктуры и в неконкурентной среде (РЖД, транспортировка нефти и газа, оборонные предприятия).

Необходимость особого регулирования корпоративного управления в данной сфере связана с тем, что:

во-первых, масштабы указанных сегментов экономики весьма значительны;

во-вторых, в большинстве случаев отсутствует объективная монопольная составляющая и имеется в наличии реальная конкуренция;

в-третьих, независимо от темпов приватизации, государство будет еще довольно долгое время оставаться крупным акционером, поэтому задача эффективного

управления данными рыночными активами сохраняет свою актуальность.

Речь может идти обо всех акционерных обществах, созданных или создаваемых на территории Российской Федерации с долей государства в акционерном капитале, превышающей 25%, а также об АО, получивших в течение календарного года финансовую поддержку от государства в размере более 20% его активов.

Необходимо, чтобы поправки к Закону об АО охватили несколько крупных блоков проблем корпоративного управления. Для акционерных обществ с государственным участием одной из основных целей должно стать повышение стоимости бизнеса на долгосрочную перспективу. Именно ее достижению должна быть подчинена система корпоративного управления в этих компаниях. Задачи, связанные с иными функциями государства, следует решать другими путями, в том числе за счет регулирования не индивидуальных компаний, а отраслей в целом.

Получение независимой рыночной оценки стоимости – через котировки на биржах, IPO или частное размещение выступает одной из важнейших задач акционерных обществ с государственным участием. Для ее решения корпоративное управление в них должно развиваться в сторону лучшей международной практики, что предполагает эффективную работу совета директоров, прозрачность управления активами и корпоративных действий, борьбу со злоупотреблениями, прежде всего с коррупцией, повышение эффективности операционного управления.

От лица государства акционером компании с государственным участием выступает Росимущество. Государство должно быть представлено в совете директоров независимыми директорами и поверенными – представителями интересов Российской Федерации, избираемыми за счет голосов государства. Суммарное число поверенных – представителей интересов государства и независимых директоров должно составлять не менее $^{3}/_{4}$, а независимых директоров – не менее $^{1}/_{4}$ всех директоров, избираемых в совет за счет голосов государства. Поскольку целью государства выступает рост стоимости компании, то профессиональные поверенные и независимые директора будут лучше управлять госактивами, чем чиновники, для которых характерны низкая мотивация, отсутствие времени и конфликты интересов.

Акционерное общество обязано раскрывать информацию о соответствии каждого независимого директора, входящего в совет, установленным критериям независимости. Поверенным – представителем интересов РФ должен считаться член совета директоров, отвечающий критериям независимого директора, заключивший контракт с Росимуществом на представление интересов РФ в совете директоров акционерного общества. Отношения государства с ним должны регулироваться контрактами, заключаемыми Росимуществом на срок от 3 до 5 лет. Отношения акционерного общества с независимыми директорами и поверенными – представителями интересов РФ регулируются внутренними документами общества и контрактами, заключаемыми обществом на срок избрания члена совета директоров.

4.2. Отношения с миноритариями

В России на уровне политического руководства конструктивные отношения с миноритариями рассматриваются в качестве одного из важнейших факторов улучшения инвестиционного климата. Речь идет о том, что миноритарным акционерам публичных компаний должен быть обеспечен беспрепятственный доступ к информации о деятельности компании и о возможности влияния на ее эффективность в соответствии с лучшими мировыми стандартами. Для этого потребуется совершенствование и конкретизация норм законодательства о правах миноритарных акционеров, изменение существующей на сегодняшний день практики регулирования и надзора в этой сфере, а также процедур работы компаний. При этом любой выявленный факт нарушения прав миноритариев государство готово рассматривать как пример неэффективной работы менеджеров.

Системы управления отношениями с миноритариями начали развиваться прежде всего в компаниях и банках, прошедших через процедуры «народного IPO», и появились сначала в ОАО «Сбербанк», а несколько

позднее в ОАО «ВТБ». Они оказались не только востребованы практикой, но и подтвердили свою эффективность. Практика работы с миноритариями накоплена и в других российских компаниях, например, в ОАО «Связьинвест» и ОАО «Лукойл».

Идея создания специальной структуры по работе с миноритариями и разработке «программы лояльности к акционерам» была анонсирована на годовом собрании акционеров Сбербанка в 2008 году. По словам президента банка Г. Грефа, комитет по взаимодействию с миноритарными акционерами должен информировать их о стратегии развития и получать пожелания о возможной корректировке курса банка. Комитет был создан в качестве консультативно-совещательного органа при совете директоров в целях формирования системы, направленной на поддержание эффективных связей с 260 тысячами миноритарными акционерами, повышение инвестиционной привлекательности и капитализации Сбербанка.

Комитет рассматривает предложения миноритарных акционеров по совершенствованию практики корпоративного управления банка, дает рекомендации исполнительным органам и наблюдательному совету по вопросам реализации и защиты прав и законных интересов миноритариев, способствует разъяснению стратегии развития банка. В его состав входят миноритарные акционеры, сотрудники банка и представители регистратора. В 2008 году комитет возглавил экс-руководитель экономического управления Администрации Президента РФ А. Данилов-Данильян. Комитет использует разнообразные формы работы, но наиболее популярной стали видеоконференции, проводимые на базе региональных отделений Сбербанка. В дальнейшем функция коммуникативной площадки для комитета стала важнейшей.

Начиная с 2009 года Банк ВТБ в целях регулярного информирования миноритарных акционеров о своей деятельности, доведения до них позиции руководства по актуальным вопросам и поддержания высокого уровня прозрачности проводит регулярные встречи с ними на базе Консультационного совета акционеров. В настоящее время практикуются два формата мероприятий: встречи-семинары и дни открытых дверей. Семинары проводятся в городах с наибольшей концентрацией акционеров ВТБ с целью повышения их финансовой грамотности и информирования о деятельности банка. Во встречах принимают участие члены совета, представители ВТБ и ВТБ 24, Союза заемщиков и вкладчиков России. С декабря 2009 года Консультационный совет ежемесячно проводит День открытых дверей для акционеров банка. Встречи проводятся в режиме индивидуального общения, что позволяет членам совета детально разобрать ситуацию каждого акционера, а акционерам – получить наиболее полные ответы на интересующие их вопросы.

Исследования, проведенные в России и за рубежом, подтверждают, что важнейшим фактором качества корпоративного управления является максимально полный учет интересов миноритарных акционеров. В настоящее время в России интересы миноритариев публичных компаний находятся в поле зрения лишь одной общественной организации – Ассоциации по защите прав инвесторов (АПИ). Она представляет прежде всего зарубежных институциональных инвесторов, выступающих миноритарными акционерами российских компаний, и действует преимущественно в их интересах. В то же время многие российские публичные компании насчитывают сотни тысяч индивидуальных акционеров, инвестировавших личные средства в ходе «народных IPO» или в процессе приватизации. Их интересы, по-видимому, должны представлять независимые директора и профессиональные поверенные, которые присутствуют в советах директоров большинства отечественных компаний.

Между тем за рубежом существуют многочисленные некоммерческие и коммерческие структуры, действующие в интересах миноритарных акционеров, в том числе держателей ADR/GDR на акции российских компаний. Среди них можно отметить Deutsche Schutzvereinigung fur Wertpapierbesitz в Германии, Aktiespararna в Швеции, Glass, Lewis & Company и Institutional Shareholder Services в США. Эти организации анализируют результаты работы менеджмента публичных компаний, в особенности качество корпоративного управления в них, с точки

зрения миноритарных акционеров, и вырабатывают рекомендации по голосованию для них на собраниях акционеров. Такого рода рекомендации востребованы рынком, поскольку инвесторы публичного рынка – в основном фонды коллективных инвестиций, представляющие миноритарных акционеров, по закону обязаны голосовать мотивированно.

Необходимо, чтобы аналогичные структуры появились и в России. При этом в публичных компаниях целесообразно сформировать комитеты по работе с миноритарными акционерами, в обязательном порядке включающие в свой состав независимых директоров и профессиональных поверенных. Последние, в свою очередь, могут объединиться в Ассоциацию миноритарных акционеров. Эта ассоциация может быть создана в виде некоммерческого партнерства, учредителем которого выступят ведущие российские публичные компании. Одной из основных задач ее деятельности станет выработка рекомендаций по кандидатурам независимых директоров и профессиональных поверенных и по голосованию по ключевым вопросам деятельности компании. Со стороны государства в качестве меры по стимулированию развития работы с миноритарными акционерами и учета их интересов могло бы стать официальное заявление о готовности следовать рекомендациям подобной ассоциации.

4.3. Роль совета директоров в финансовом управлении

Экономический кризис заставляет по-новому взглянуть на участие совета директоров в финансовом управлении компанией и его содержание, а также на важность всестороннего финансового анализа по сравнению с анализом бухгалтерским, ориентацию на перспективу даже в ущерб текущей капитализации. Совет директоров в долгосрочном и среднесрочном (годовом) ракурсе должен одновременно мониторить и контролировать такие вопросы, как: ликвидность/поток свободных для собственника денежных средств; инвестиционный риск/затраты на капитал; подлинную стоимость/экономическую прибыль[1].

В ситуации устойчивого и динамичного роста рынка в России в первом десятилетии нового века вопросам повышения стоимости компаний в кратко- и среднесрочной перспективе, как например, в случае КИТ Финанс, уделялось явно чрезмерное внимание. В результате баланс факторов долгосрочного успеха бизнеса компании был нарушен. В условиях начавшегося кризиса это привело к тому, что ликвидность компании подверглась испытанию, а ее инвестиционные проекты оказались излишне рискованными. При резком изменении экономической конъюнктуры КИТ Финанс, как и многие другие компании, оказалась под угрозой банкротства, и ее важнейшие активы перешли в собственность банков. Управление рисками инвестиционных проектов в области недвижимости также продемонстрировало недостаточную эффективность и начавшийся кризис привел к омертвлению, а то и потере существенной части активов многих российских компаний.

Роль капитализации как мерила успеха компании не должна ставиться под сомнение, однако она подвержена давлению со стороны массы драйверов. Это, в частности, подтверждается результатами исследования волатильности курсов акций компаний на протяжении последних пятидесяти лет, согласно которому практически половина изменений движений курса акций, а значит и динамики капитализации компании, определяется внешними для компании факторами на уровне макроэкономики и политических решений. Примерно четверть изменений задается специфическими для компании процессами, связанными с отраслевыми факторами и особенностями. И лишь на четверть динамика рыночного курса может быть объяснена поступками, которые совершают собственно управленческая команда и совет директоров компании[2].

Возникает вопрос, может ли вообще компания управлять своей капитализацией, если ее изменения

1 *Ивашковская И.В.* Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М.: ИНФРА-М, 2009.

2 Global Investor Opinion Survey. McKinsey & Company, July 2002.

всего лишь на четверть зависят от того, что происходит в ней самой? Способен ли совет директоров давать установки по росту капитализации менеджменту публичных компаний? Целесообразно ли это? И, вообще говоря, реалистично ли это? Способен ли менеджмент, даже при всей своей готовности, действительно осуществить какие-либо целевые установки и реализовать те ориентиры, которые совет директоров может для него сформулировать, поскольку капитализация столь мало зависима от внутренних решений компании как таковых[1]?

Если рассуждать об источниках информации для анализа деятельности компании, то возникает вопрос: чем лучше они объясняются? Тем, как меняются бухгалтерские показатели или тем, как ведет себя экономическая прибыль в компании, наилучшим образом характеризующая ее стоимость и, следовательно, капитализацию? На Западе давно проводятся исследования на этот предмет. Одни работы отрицают роль экономической прибыли в объяснении динамики капитализации и доказывают, что более существенную роль играет бухгалтерская прибыль и традиционные показатели финансовой отчетности[2]. Другие исследования, напротив, свидетельствуют, что экономическая прибыль имеет более высокую объясняющую способность, чем традиционные бухгалтерские показатели[3].

Различия бухгалтерской и финансовой моделей для анализа деятельности компании начинаются с понимания самого критерия результата, произведенного компанией. Бухгалтерская традиция анализа основана на описании фактически проводимых операций,

1 «Капитализация: крах или возрождение?» Дискуссионный клуб менеджмента «Вызовы XXI века». Круглый стол (стенограмма) 21 октября 2009 года. М.: Международный университет в Москве, 2010.

2 *Biddle, G.C., Bowen, R.M. and Wallace, J.S.* (1997) Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values. // Journal of Accounting & Economics. 1997. Vol. 24. No. 3. P. 301–336.

3 *Feltham, G., Grant, J., Mbagwu, C, Vaidyanathan, G.* Perhaps EVA Does Beat Earnings-Revisiting Previous Evidence // Journal of Applied Corporate Finance. 2004. Vol. 16. No. 16. P. 83–88.

что исключает из анализа альтернативность возможных действий. К издержкам компании в рамках такого видения обычно относят только понесенные расходы в операциях, которые она уже провела или в процессе осуществления которых она все еще находится. Проблема следования данной модели заключается в том, что принцип фактических или явных расходов доминирует не просто на этапе сбора и обработки информации в самом учете, но и в логике последующего анализа деятельности компании и принятия решений.

Второе существенное ограничение бухгалтерской модели – это игнорирование проблемы инвестиционного риска. Оставаясь в ее рамках, невозможно дать однозначный ответ на вопрос, сравнима ли бухгалтерская прибыль компании с ее инвестиционным риском и в этом смысле достаточна ли она для инвестора, соответствует ли она принимаемым компанией рискам. Поэтому в обосновании комплекса стратегических решений компании нельзя оперировать только данными о рентабельности, рассчитанными на базе бухгалтерского стандарта.

Третье ограничение связано с фокусированием на показателе начисленной прибыли как инструменте выражения результата деятельности. Между тем важнейшее финансовое измерение компании – это ликвидность капитала собственников. Выведенная методом начисления прибыль по величине не совпадает с денежным потоком. Кроме того, ни один из показателей бухгалтерской прибыли не отражает инвестиционных потребностей компании: инвестиций в оборотный капитал и в долгосрочные активы. Поэтому акцент на начисленной прибыли, присущий бухгалтерской традиции анализа, – это еще одно несоответствие ключевым финансовым измерениям компании в ее движении по жизненному циклу организации.

Наконец, бухгалтерская модель сформировала традицию применять показатель прибыли не только для оперативного управления, но и для выработки стратегических решений. Благодаря этому подходу показатель бухгалтерской прибыли активно используется для количественной характеристики целей развития компании и ее подразделений. Но постановка цели и задач управления в параметрах, вырванных из контекста риска

и требований инвесторов к доходности, не может удовлетворять ни собственника компании, ни советы директоров. Поэтому установление советами директоров алгоритмов принятия и исполнения стратегических решений, основанных на бухгалтерской аналитической традиции, следует рассматривать как процесс тиражирования устаревших систем анализа компании.

Корректная аналитическая модель компании учитывает альтернативные издержки и, следовательно, предусматривает неявный компонент расходов, «незаметный» в действующей системе бухгалтерского учета и требующий анализа дополнительных данных. Необходимо совершенно иное концептуальное ядро оценки результатов деятельности компании – на основе принципа экономической прибыли. Экономическую или остаточную прибыль (residual income) определяют как разность фактической выручки от реализации и суммы фактических (явных) и альтернативных (неявных) издержек. Принцип экономической прибыли означает необходимость учитывать утраченный инвестиционный доход и требует внимательного изучения риска инвестиций, поиска сопоставимых по риску альтернатив, анализа их результатов и соотнесения заработанной бухгалтерской прибыли с упущенными выгодами.

Использование принципа экономической прибыли – это признак правильно выбранной аналитической модели, которая необходима советам директоров на стадии разработки концепции стратегии компании и на этапе оценки ее исполнения. Вторая ключевая особенность финансовой аналитической модели компании – концентрация на анализе инвестиционных рисков и поиск ставки доходности, отражающей альтернативные издержки инвесторов. Этот принцип требует выявления барьерной доходности путем расчета затрат на капитал (WACC), что связано с тщательным изучением рыночных ставок доходности инвестиций. Для создания результата с позиций финансовой модели компания должна преодолеть такой барьер. Выделение барьерной ставки доходности помогает сформулировать критерий выявления результата деятельности более жестко, чем в бухгалтерской модели[1].

Исследования по компаниям, работающим на развивающихся рынках капитала, показывают, что более высокая объясняющая способность изменения динамики капитализации связана именно с показателями экономической прибыли, а не с традиционными бухгалтерскими показателями компании[2].

Говоря о драйверах, следует отметить, что капитализация в основном все еще понимается, скорее, в ракурсе рассчитанного на кратковременный эффект поведения бизнеса и, возможно, аналогичного поведения инвесторов. Вместе с тем имеется целый ряд исследований, которые показывают, что когда предпринимается попытка объяснить динамику капитализации перспективными и ожидаемыми показателями, получаются гораздо более достоверные объяснения, чем когда динамика капитализации объясняется только текущими результатами компаний[3].

Исследования показывают, что с продлением горизонта ожиданий объясняющая способность модели анализа в отношении капитализации, рассчитанной через финансовые показатели, которые учитывают ожидания инвесторов, существенно возрастает[4]. Их клю-

---

1 *Ивашковская И.* Финансовая модель анализа компании – основа принятия решений советами директоров // Оценочная деятельность. 2010. №1. С. 80–85.

2 «Капитализация: крах или возрождение?» Дискуссионный клуб менеджмента «Вызовы XXI века». Круглый стол (стенограмма) 21 октября 2009 года. М.: Международный университет в Москве, 2010.

3 *Collins, D., Kothari, S., Shanken, J., and Sloan, R.,* 1994, Lack of Timeliness versus Noise as Explanations for Low Contemporaneous Return-Earnings // Journal of Accounting & Economics. 1994. Vol. 18. P. 289–324; *Myers, L., & Lundholm, R.* 2002. Bringing the future forward: The effect of voluntary disclosure on the earnings-returns relation // Journal of Accounting Research. 2002. Vol. 40. No. 3. P. 809–839.; *Liu, J. and J. Thomas.* Stock Returns and Accounting Earnings // Journal of Accounting. Research. 2000. Vol. 38. P. 71–101.

4 *Copeland T., Dolgoff A., Moel A.* The Role of Expectations in the Cross-section of Returns // The Review of Accounting Studies. 2004. Vol. 9. No. 2–3. P. 149–188.

чевые выводы заключаются в том, что капитализация объясняется не столько прошлыми и текущими, сколько будущими результатами деятельности компании. И чем выше в ней так называемый вклад возможностей роста, тем больше ее капитализация зависит от того, как формируются будущие ожидания инвесторов в отношении компании. Поэтому сегодня с осторожностью следует относиться к тому, что компании, стараясь показать себя в лучшем свете, пытаются влиять на эти ожидания. Как заставить компании сообщать о себе объективную информацию? Что в этой связи должен предпринимать регулятор рынка ценных бумаг? Должен ли он вводить процесс в новые рамки на государственном уровне? Следует ли ему расширить спектр тех данных, которые компании обязаны периодически предоставлять о себе? Что в связи с этим должны делать негосударственные профессиональные ассоциации, имеющие свое мнение на этот предмет?

Необходимо признать, что в современной экономике наблюдается немало процессов, которые разрушают прежние стереотипы. Например, опубликованы исследования, которые показывают, что капитализация находится в прямой зависимости от роста определенной категории расходов компаний. Казалось бы, чем выше расходы компании в прошлом, тем меньше ее прибыль, тем хуже ее результат и тем ниже должна быть при прочих равных условиях ее капитализация. Работы последних лет неожиданно продемонстрировали обратную картину. Однако это касается только определенной категории расходов, которые можно условно назвать стратегическими, а именно – средства, выделяемые на маркетинг и НИОКР, и различные другие вложения в компоненты того, что сегодня принято называть интеллектуальным капиталом[1].

1 *Lev, B., Zarowin, P.* The market valuation of R&D expenditures, Working paper, New York University, Stern School of Business, 1998; *Demers, E. and B. Lev,* A Rude Awakening: Internet Shakeout in 2000 // Review of Accounting Studies. 2001. Vol. 6. P. 331–359; *Trueman, B., M.H. F. Wong, and X. Zhang,* The Eyeballs Have It: Searching for the Value in Internet Stocks, Journal of Accounting Research. 2000.

Кроме того, эти исследования показывают, что доходность инвестиций в материальные активы в последние десятилетия достаточно низка по сравнению с доходностью, которую компания может получить, вкладывая средства в интеллектуальный капитал. Приходится констатировать, что инвестиции в материальные активы, которые сегодня делают многие российские компании, не создают экономической прибыли. В то же время инвестиции в компоненты интеллектуального капитала, которые, напротив, создают экономическую прибыль, то есть результат деятельности компании, находятся на низком уровне и почти не растут. В терминах современной финансовой аналитики это означает, что российские компании, которые продолжают делать акцент исключительно на вложениях в материальные активы и игнорируют инвестиции в интеллектуальный капитал, существенно теряют в уровне будущей доходности. Причем не только для своих акционеров, но и в долгосрочном плане для более широкого круга стейкхолдеров. Поэтому в случае большинства российских крупных компаний, к сожалению, стоит ожидать не роста, а снижения динамики или даже падения их капитализации, как это происходит, например, с Газпромом.

В связи с комплексом проблем, которые ставит капитализация, возможно возникла необходимость смены парадигмы анализа деятельности компании. Необходимо определить новые направления и принципы в анализе компаний и поведения инвесторов. В этой связи открывается широкое поле деятельности для сторонников теории психологических или поведенческих финансов. Специалистам в области корпоративных финансов предстоит работать вместе с ними, даже если оставаться в рамках рациональных финансов.

Vol. 38. Supplement. P. 137–162; *Trueman, B., M.H. F. Wong, and X. Zhang,* Anomalous Stock Returns Around Internet Firms'Earnings Announcements, Journal of Accounting and Economics. 2003. Vol. 34. No. 1–3. P. 249–271; *Trueman, B., M.H. F. Wong, and X. Zhang,* Back to Basics: Forecasting the Revenues of Internet Firms, Review of Accounting Studies. 2001. Vol. 6. No. 2–3. P. 305–329.

Обозначился и другой существенный круг проблем, связанных с капитализацией. Возникает вопрос: следует ли анализировать капитализацию как меру выражения стоимости компании? Какие новые задачи в этой связи необходимо поставить на уровне советов директоров? Каким образом изменится стратегическое мышление членов советов директоров, которые должны будут озадачить новыми идеями и философией менеджмент компаний, направить его деятельность в иное русло? Эти новые вызовы, адресованные членам советов директоров, включают:

во-первых, иные векторы анализа компании и принципы анализа поведения инвестора;

во-вторых, обновление и коррекцию управленческого мышления.

Существует, по крайней мере, четыре разных среза академических и прикладных аналитических представлений о капитализации, которые можно в конечном итоге назвать новыми направлениями в развитии современного финансового анализа компании:

1) интеллектуальный капитал/социальный капитал/инвестированный финансовый капитал;

2) динамические способности компании/креативная эффективность/эффективность размещения;

3) интересы нефинансовых стейкхолдеров/агентские конфликты первого уровня/агентские конфликты вторичных уровней;

4) стоимость для стейкхолдеров/ценность для стейкхолдеров/стоимость для акционеров[1].

С точки зрения теоретического анализа сегодня совершенно необходимо принимать во внимание три разные формы капиталов компании, а не одну, как это принято. Кроме формы инвестированного финансового капитала, который прежде был единственным объектом изучения, существуют, по крайней мере, еще две – интеллектуальный и социальный капитал, что выступает

1 См.: Капитализация: крах или возрождение? Дискуссионный клуб менеджмента «Вызовы XXI века». Круглый стол (стенограмма) 21 октября 2009 года. М.: Международный университет в Москве, 2010.

знамением новой, инновационной экономики. Обе новые формы капитала пока остаются неизученными и не описанными полностью. В связи с этим возникает весьма серьезный вопрос – как добиваться оптимального соотношения всех трех видов капиталов компаний? Кто должен это делать? Представляется, что если рассматривать данный вопрос в практической плоскости, ответственность за это ложится на советы директоров.

Второй существенный ракурс – что в настоящее время составляет основу конкурентоспособности компании? Что должно быть главным драйвером ее капитализации, если финансовый рынок в качестве внешней формы проявления стоимости пока ничего альтернативного не предложил? Сегодня исследователи проблем менеджмента, подчеркивают роль так называемых динамических способностей компании, значение креативности команды, что собственно впоследствии ведет к накоплению в компании интеллектуального капитала. Прежде эффективность компании обычно анализировали по результатам проведенного размещения финансового капитала. Однако сегодня эффективность сосредоточена в сфере создания знаний, где расположена зона устойчивого конкурентного преимущества для компании. Однако и здесь требуются новые подходы. Теоретический и практический интересы российского бизнеса должны переместиться от привычной аллокативной эффективности, то есть эффективности размещения капитала преимущественно в материальные ресурсы, к креативной эффективности, связанной с интеллектуальным капиталом.

Третий срез показывает, что еще следует учесть в теоретическом анализе компании, и какие новые акценты необходимо расставить. Традиционно жизнь компании представлялась следующим образом: существуют собственник и агент, имеется некоторая проблема объективного и существенного несовпадения их интересов. Как правило, речь идет об агентских конфликтах, и все происходящее рассматривается в этом ракурсе: агент – это некоторое зло для собственника, потому что он, действуя в своих интересах, отнимает у владельца определенную часть стоимости его бизнеса. Такое видение данной проблемы правомерно для индустриальной экономики

и совершенно не отвечает требованиям современной экономики инновационного типа.

Необходимо поставить вопрос: насколько справедливо то, что главный стержень проблемы в компании – агентский конфликт? Ведь агент – прежде всего носитель интеллектуального капитала, это он должен создавать креативную эффективность и обладает тем ресурсом, который сегодня предоставляет главное конкурентное преимущество компании. Более того, исследования показывают, что прирост стоимости в последние десятилетия формируется не столько у собственников и акционеров, сколько у агентов – менеджеров компаний и чиновников[1]. Почему этой проблемы не возникало прежде, хотя агент и тогда был носителем определенных знаний? Потому что раньше, в прежней экономической системе, основное конкурентное преимущество было за ресурсами, которые можно было приобрести. Поэтому главные проблемы были сосредоточены в сфере владения финансовым капиталом, правообладание которым создавало правообладание результатами деятельности компании и тем, что называется приростом стоимости от возможностей ее роста. В настоящее время создание этих возможностей роста сместилось в область креативной эффективности, то есть в создание самих знаний, на что собственник компании может влиять не совсем понятно каким образом. Поэтому сегодня возникают вопросы: а существует ли вообще агентский конфликт? Главный это конфликт или второстепенный? Есть ли какие-то, возможно неожиданные, аспекты этой проблемы, которых пока не видно? Действительно ли агент не создает часть стоимости для владельца? Как следует интерпретировать агента? Как с учетом этого необходимо выстраивать внутренние коммуникации в компании? Какие новые акценты появляются в работе советов директоров?

Наконец, необходимо серьезно задуматься над тем, что спектр проблем сместился в сторону так называемых нефинансовых стейкхолдеров. В настоящее время

1 *Сильвестров С.Н.* Системные причины и источники мирового экономического кризиса. Доклад на X Чаяновских чтениях. М.: РГГУ, март 2010.

приходится говорить о целеполагании в компании иначе, чем прежде, когда было привычно видеть ее задачу в росте стоимости капитала, который принадлежит владельцам, то есть акционерам. Справедливо ли это? Сегодня рыночная стоимость компаний должна выражать ту большую ценность, которую компания имеет для стейкхолдеров, – если она ее, конечно, имеет. И она, безусловно, должна отражать стоимость, которая создается для стейкхолдеров. Потому что в инновационной экономике интеллектуальный и социальный капитал компании проявляются наравне с финансовым капиталом. Потому что главное конкурентное преимущество компании – это ее креативная эффективность и динамические способности создавать и трансформировать знания, что не покупается финансовым капиталом и не принадлежит собственнику компании в рамках той же системы экономических отношений, что и материальные активы. Потому что сегодня агент выступает носителем и владельцем этих новых конкурентных преимуществ. Общество совершенно справедливо недовольно капитализацией, поскольку она не должна выражать исключительно стоимость, создаваемую для владельцев акционерного капитала.

Представляется, что переход на финансовую модель анализа компании необходим не только публичным, но и закрытым АО, потому что главная задача на ближайшие годы – научиться беспокоиться о стоимости бизнеса и отойти от более примитивного представления о результативности деятельности компаний, к которому они вынужденно привыкли, длительное время оставаясь в рамках бухгалтерской аналитической модели.

Следует отметить, что многие крупные российские компании уже построили внутреннюю модель своей стоимости и проверяют на ней варианты стратегии развития, различные инвестиционные проекты и даже свои возможные действия в области корпоративного управления. Еще в середине 2000-х годов российскими исследователями была продемонстрировать прямая зависимость стоимости компании от качества корпоративного управления и то, что работа по его совершенствованию явля-

ется одним из самых дешевых способов быстрого воздействия на рост капитализации компании[1].

Хотя большинство отечественных компаний и банков публично не признается в наличии у них такой модели стоимости бизнеса, некоторые из них все же прямо заявляют об этом. Например, руководство Банка ВТБ указывает, что его новая стратегия, разработанная в 2010 году, ставит своей целью не только существенный рост капитализации, но и повышение эффективности бизнеса, рост и улучшение структуры доходов, достижение целевого возврата на капитал. Основываясь на этих целях, ВТБ построил детальную финансовую модель развития различных направлений бизнеса группы, спрогнозировал их оценку и может просчитывать варианты стратегии.

4.4. Корпоративное управление в инновационной экономике

Необходимость перехода на инновационную модель роста и политика модернизации российской экономики заставляют по-новому взглянуть на вопросы корпоративного управления в крупных экспортно ориентированных сырьевых, а также в инновационных компаниях. В первом случае речь идет о необходимости модернизации не столько технологической базы, сколько системы прежде всего корпоративного управления, а также и о специфике среды, в которой работают данные компании. Выражением этой специфики, например, выступает так называемое принуждение к инновациям. Это новая постановка вопроса для корпоративного управления, которая предполагает выработку стратегии компаний при наличии

1 *Родионов И.И., Старюк П.Ю.* Управление стоимостью компании как основная задача эффективного собственника // Управление корпоративными финансами. 2006. №2 (14). С. 72.; *Родионов И.И., Старюк П.Ю.* Модель стоимости компании в корпоративном управлении в России. Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегическая роль советов директоров. М.: Европа, 2008; *Родионов И.И., Старюк П.Ю.* Стратегическое управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления. Сборник докладов «Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса». М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2008.

определенного противоречия между интересами ее развития и роста ее стоимости на кратко- и среднесрочном горизонте, а также задачами страны, являющейся ее акционером (в лице правительства) и одновременно представителем широкого круга стейкхолдеров (в лице населения). Во втором случае речь идет о «стартапах» и компаниях среднего бизнеса, не располагающих необходимыми ресурсами для ведения полномасштабной практики корпоративного управления, но в интересах инвесторов не имеющих возможности игнорировать данные вопросы.

Исследования показывают, что улучшение качества менеджмента компаний на один балл (по 5-балльной шкале) повышает производительность труда на 65% и эквивалентно увеличению капитала на 65%[1]. Между тем в нашей стране технологии управления пока не стали значимым фактором эффективности. По данным Института комплексных стратегических исследований (ИКСИ) за 2006 и 2008 годы, только 5% российских предприятий из числа опрошенных систематически и последовательно работали над улучшением организации производства. Руководители 56% предприятий заявили, что вообще не намерены этим заниматься[2].

В то же время передовое корпоративное управление как механизм выработки ключевых решений и контроля их реализации, а также корректировки на уровне стратегического управления, осуществляемый собственниками компаний и их представителями, сегодня выступает в качестве ключевой управленческой технологии. От ее применения в решающей степени зависит успешность внедрения всех специфических современных управленческих технологий (ERP, CRM, Business Intelligence, ведение финансовой отчетности в соответствии с МСФО, международные профессиональные стандарты внутреннего аудита, современный риск-менеджмент, система менеджмента качества, система сбалансированных показателей, ключевые показатели эффективности), а также

1 *Гуриев С., Цывинский О.* Иностранные головы // Ведомости. 16 февраля 2010.

2 Меньшинство бережливых // Ведомости. 3 марта 2010.

эффективное использование технических и технологических инноваций.

В рамках передовых стандартов корпоративного управления реализуются важнейшие управленческие процессы, качество которых имеет решающее значение для успешного развития компаний и в том числе:

– выработка стратегии с участием всех тех, кто выступает ее заказчиком (владельцы компаний, стейкхолдеры – группы, на существование которых деятельность компании оказывает значительное влияние, например персонал, кредиторы, клиенты, поставщики, население территории, где работает компания), и тех, кто должен будет эту стратегию осуществлять (менеджмент);

– определение набора и значения показателей, по которым будут оцениваться результаты работы компании и мотивироваться ее менеджмент (включая использование передовых технологических и управленческих решений);

– оценка и эффективное управление рисками, которые может и должна принять компания, чтобы добиться лидерства в своей сфере; определение рисков, являющихся неприемлемыми;

– контроль того, в какой степени менеджмент действует в соответствии с поставленными целями и задачами, использует имеющиеся активы компании.

В системе корпоративного управления формируются культура управления и стиль принятия решений, которые затем транслируются на уровень исполнительного руководства и оперативного управления, создаются условия для включения в управленческие процессы человеческого потенциала. Совершенно справедливым в связи с этим является вывод о том, что в современных условиях необходимо уделять значительное внимание не только сути, но и стилю действий в сфере модернизации. Адекватный стиль оказывается не менее важным, чем содержание[1].

---

1 Модернизация в предлагаемых обстоятельствах // Эксперт. 2010. № 1. С. 4.