

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ: РЕАЛЬНЫЙ МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ СОВРЕМЕННОЙ КОМПАНИИ

О. Н. Митрохина

Тамбовский государственный университет им. Г. Р. Державина

В данной статье проанализированы основные особенности внедрения корпоративного управления на предприятиях, которое является залогом эффективной работы. Корпоративное управление позволяет компаниям правильно оценивать стремительно меняющееся внешнее окружение, выявлять факторы как внутреннего так и внешнего воздействия, влияющие на условия развития бизнеса, а также своевременно и эффективно адаптироваться к изменяющимся условиям.

Начиная с середины 1990-х гг. тема корпоративного управления привлекает к себе все большее внимание исследователей и практиков как за рубежом, так и в России. Законодательные структуры и исполнительные органы власти тоже обратились к решению вопросов, так или иначе связанных с корпоративным управлением, надеясь в одних случаях способствовать становлению и развитию фондовых рынков, в других — восстановить доверие инвесторов к ним.

За последнее время в нескольких десятках стран, в том числе и в России, были приняты кодексы и руководства по корпоративному управлению. Выработкой норм корпоративного управления занялись крупнейшие международные организации. Хорошим тоном стало проводить конференции, круглые столы и другие мероприятия, посвященные различным проблемам корпоративного управления, а в прессе появились сотни статей на эту тему.

Лейтмотивом большинства подобных статей и мероприятий является одно из следующих положений:

— «хорошее» корпоративное управление есть определяющий фактор успехов или неудач компании;

— при принятии решений об инвестировании первостепенное значение уделяется вопросу качества корпоративного управления в конкретной компании;

— меры, принимаемые законодателями в области корпоративного управления, уже привели и приведут к еще более эффективному функционированию рынков капитала и — в более широком контексте — благу всех заинтересованных сторон.

Таким образом, создается впечатление, что корпоративное управление начинает повсеместно восприниматься как палочка-выручалочка или как панацея от любых проблем, возникающих в компании.

Несмотря на многочисленные исследования, проводимые в различных странах учеными и специалистами в области корпоративного управления, до настоящего времени не установлена эмпирическая зависимость финансовых показателей компании (прежде всего, чистой прибыли и роста акционерной стоимости) от качества корпоративного управления. Получается, что либо корпоративное управление действительно не столь важно для успешного развития компаний, либо необходимо менять систему показателей/критериев, с помощью которых принято на сегодняшний день оценивать качество корпоративного управления.

В этой ситуации гораздо труднее будет убедить как сами компании, так и инвесторов в значимости корпоративного управления. Действительно, многие руководители не понимают, в чем заключается их истинная ценность для компании. Стараясь выполнять требования законодательства в области корпоративного управления, компании тем самым просто пытаются избежать наказания за их несоблюдение, не более.

Насколько «хорошее» корпоративное управление выгодно компании и приносит ли оно зримые результаты? Приведем два наиболее часто встречающихся аргумента «за». Аргумент первый: компании с «хорошим» корпоративным управлением более эффективно используют средства инвесторов, что в свою очередь приводит к улучшению финансовых показателей. Аргумент второй, наиболее часто используемый в российской практике: компании с

хорошим корпоративным управлением более привлекательны для инвесторов, которые в этом случае готовы платить премию к рыночной стоимости ценных бумаг, что облегчает задачу привлечения финансовых ресурсов и приводит к росту рыночной стоимости компании. По поводу первого аргумента имеет смысл заметить, что, казалось бы, правильные, но все же гипотетические тезисы могут сильно отличаться от того, как все складывается на самом деле. Представляется, что с корпоративным управлением дело пока что обстоит именно таким образом. Как мы уже говорили, несмотря на многочисленные исследования, не выявлена зависимость финансовых результатов деятельности компаний от качества корпоративного управления. По крайней мере, на каждое исследование, находящее такую зависимость, приходится другое (как минимум одно), не обнаружившее никакой определенной связи. Мы говорим «пока обстоит именно так», поскольку вполне вероятно, что исследователи в большинстве случаев используют те критерии качества корпоративного управления, которые таковыми не являются вовсе или являются в минимальной степени, а более значимые факторы просто «выпадают» из анализа. (Подробнее этот вопрос будет рассмотрен ниже.)

Интересно, как сами компании оценивают эффективность принятых ими мер по улучшению корпоративного управления. Исследование, проведенное *Economist Intelligence Unit* летом 2003 г. среди 310 исполнительных руководителей компаний, представлявших все регионы мира, показало, что высший менеджмент уделяет значительно больше внимания вопросам корпоративного управления, чем это было несколько лет назад. В то же время, по мнению 90 % респондентов, внедрение требований законодательства и апробация лучшего опыта в области корпоративного управления не привели ни к росту доходов, ни к снижению расходов их компаний. Это может свидетельствовать как о том, что эффект от внедрения принципов корпоративного управления проявляется в долгосрочной перспективе, так и о том, что «хорошее» корпоративное управление не является определяющим фактором эффективности деятельности компании, если под эффективностью понимать финансовые результаты бизнеса.

Теперь рассмотрим аргумент об инвестиционной привлекательности компаний, отличаю-

щихся «хорошим» корпоративным управлением. Сразу возникает вопрос, о каких инвесторах идет речь? Очевидно, что для рискованных портфельных инвесторов корпоративное управление не играет важной роли — чем большей управляемостью, стабильностью и предсказуемостью отличается компания, тем меньший интерес представляет «игра» с ее ценными бумагами. Рисковые инвесторы склонны принимать высокий риск, в том числе и риски, связанные с «плохим» корпоративным управлением, в обмен на быструю и высокую потенциальную отдачу в виде роста стоимости ценных бумаг. Иногда можно услышать, что опытный инвестор, принимающий решение о покупке акций одной из двух компаний, отличающихся лишь уровнем корпоративного управления, выберет ту из них, в которой корпоративное управление лучше. С этим сложно поспорить. Однако в действительности компаний, которые бы отличались только уровнем корпоративного управления, не существует, поэтому в расчет принимается целый ряд других факторов, определяющих инвестиционную привлекательность компании.

Интересна ситуация с традиционными портфельными инвесторами. (Основными в этой категории являются институциональные инвесторы — пенсионные фонды, страховые компании и некоторые инвестиционные фонды.) Эти организации должны заботиться как о сохранении, так и о преумножении средств своих вкладчиков/клиентов. С одной стороны, они прекрасно осведомлены, что до сих пор не была эмпирически доказана зависимость роста курсовой стоимости акций компаний от качества их корпоративного управления. Но, с другой стороны, резкое падение стоимости акций отдельных компаний во многих случаях являлось следствием событий, ставших возможными именно из-за низкого уровня корпоративного управления в этих компаниях. Поэтому степень внимания к корпоративному управлению в случае традиционных портфельных инвесторов может зависеть от того, насколько консервативной стратегии они придерживаются. Если определяющим для инвестора является рост стоимости вложений, то на первый план при принятии инвестиционных решений, с нашей точки зрения, выходят факторы, не связанные с качеством корпоративного управления

Если же определяющим для инвестора является снижение риска потери вложенных средств,

то качество корпоративного управления в объектах потенциального инвестирования начинает играть заметную роль.

Следующая категория инвесторов — стратегические инвесторы, задачей которых является установление полного или частичного контроля над компанией, что позволит им участвовать в управлении и снизит вероятность потери вложенных средств. Качество корпоративного управления для них играет определенную роль, поскольку, во-первых, стратегический инвестор не желает оказаться «у разбитого корыта», получив контроль над компанией и в придачу к этому массу неожиданных сюрпризов и проблем, а во-вторых, у стратегического инвестора есть свои акционеры, которые, возможно, заинтересуются качеством сделанной инвестиции, в том числе и по такому параметру, как уровень корпоративного управления.

Следует заметить, что для стратегических инвесторов, чьей задачей является покупка недооцененной на рынке компании с целью приведения ее дел в порядок и последующей продажи, качество корпоративного управления в приобретаемой фирме имеет гораздо меньшее значение. Во-первых, компания с «плохим» корпоративным управлением, возможно, будет стоить при покупке дешевле, а, во-вторых, если стоимость компании действительно зависит от качества корпоративного управления, у покупателя будет прекрасная возможность выстроить «хорошее» корпоративное управление и получить премию к цене при последующей продаже компании.

Отдельного упоминания заслуживают стратегические инвестиции со 100 %-м владением, в отношении которых не возникают вопросы раздела влияния и взаимоотношений различных групп акционеров. В такой ситуации стратегический инвестор готов взять на себя риски, связанные с корпоративным управлением, поскольку он может по своему усмотрению поменять как структуру и систему управления, так и менеджмент компании.

При этом как для традиционных портфельных, так и для стратегических инвесторов при принятии инвестиционных решений немаловажное значение имеют так называемые страновые факторы (политическая стабильность, развитие экономики, перспективы экономического роста, уровень бюрократизации и коррупции и др.) и институциональные факторы (сте-

пень развития фондового рынка, понятность и стабильность налоговой системы, эффективность системы судопроизводства и правоприменения и др.).

Следует с большой осторожностью воспринимать следующее утверждение: исследования и опросы инвесторов доказывают, что качество корпоративного управления является (или может являться) определяющим фактором при принятии инвестиционных решений. Надо помнить, что намерения инвесторов вкладывать средства в те компании, где корпоративное управление лучше, стоит воспринимать именно как намерения, которые как в жизни, так и в бизнесе очень часто расходятся с принимаемыми в конкретной ситуации решениями. Кроме того, трудно себе представить главу крупного пенсионного фонда, который бы заявил публично или в ходе исследования, проводимого всемирно известной компанией, что хорошее корпоративное управление не является для его фонда значимым фактором при выборе объектов для инвестирования. (Просто принято считать, что компании с «хорошим» корпоративным управлением добиваются лучших результатов и, следовательно, приносят большую выгоду своим вкладчикам и всем заинтересованным сторонам.)

Вспомним популярное и часто цитируемое исследование, проведенное компанией *McKinsey* в 2000 г. (первый этап) и затем в 2002 г. (второй этап). Опрос около 200 институциональных инвесторов показал, что 80 % из них готовы платить премию к рыночной цене акций за «хорошее» корпоративное управление. Ее специфический размер определялся уровнем развития рыночных отношений в стране и характером законодательного регулирования в области корпоративных отношений. Так, наибольшие премии инвесторы были готовы платить на развивающихся рынках, где риски, связанные с корпоративным управлением, намного выше, чем в развитых странах. Для российских компаний премия составляла около 40 %, что в четыре раза выше, чем, например, для американских компаний. Однако следует отметить, что последующее исследование, которое бы показало, куда в действительности вложили средства опрошенные *McKinsey* институциональные инвесторы, так и не было проведено.

Компании, рассчитывающие привлечь акционерный капитал, в первую очередь ориенти-

руются на традиционных портфельных и стратегических инвесторов. При этом стратегические инвесторы во многих случаях не рассматривают уровень корпоративного управления в ряду факторов, определяющих инвестиционные решения, о чем мы говорили выше. Но вот для традиционных портфельных инвесторов, прежде всего институциональных, корпоративное управление стало действительно значимым фактором при принятии инвестиционных решений. Их влияние на фондовые рынки и стоимость капитала не стоит недооценивать. Доля институциональных инвесторов на рынках капитала уже достигла 50 % и имеет тенденцию к росту. Более того, они становятся настолько влиятельными, что в некоторых случаях достаточно, чтобы институциональный инвестор высказал опасения в отношении уровня корпоративного управления какой-либо из компаний — руководство фирмы всерьез займется вопросами улучшения его качества. Именно так, например, относятся к мнению крупнейшего пенсионного фонда США *CalPERS*.

Следует заметить, что очень часто качество корпоративного управления не объясняет громких успехов или трагических неудач корпораций. Компания небезызвестного Уоррена Баффетта, которая принесла своим вкладчикам наибольшую в истории отдачу на вложенный капитал, отличалась по всем параметрам «плохим» корпоративным управлением. Напротив, рухнувшие в одночасье гиганты *Enron* и *WorldCom* могли бы стоять на высших ступенях рейтингов корпоративного управления, если бы подобные рейтинги на тот момент существовали.

Эти и многие другие парадоксы можно легко объяснить, если предположить, что показатели/критерии, используемые для оценки качества корпоративного управления, определены во многих случаях неверно.

Одной из любопытных особенностей корпоративного управления является то, что в большинстве случаев его качество оценивается не по фактическим результатам, а на основе достаточно формальных, как правило количественных, критериев. Многие исследования и рейтинги исходят из того, что качество корпоративного управления определяется путем оценки ряда показателей, таких как: структура и состав совета директоров, уровень раскрытия информации, степень защиты прав акционеров (в значительной степени обуславливаемая содержанием

уставных и внутренних документов) и др. Таким образом, качество корпоративного управления оценивается исходя из того, насколько компания отвечает определенному набору требований, ориентированных в своей основе на форму, а не на суть происходящих процессов.

Например, структура и состав совета директоров играют роль в вопросе эффективности его функционирования, но не являются определяющими, поскольку затрагивают лишь формальные аспекты проблемы. Именно поэтому, с нашей точки зрения, не подтверждается эмпирически зависимость финансовых результатов деятельности компаний от таких параметров корпоративного управления, как, например, разделение должностей председателя совета директоров и высшего исполнительного руководителя, количество независимых директоров в совете, наличие комитета по аудиту и т. п. Содержание же в данном случае определяется такими факторами, как индивидуальные качества и компетентность директоров, их умение взаимодействовать и находить эффективные решения, взаимоотношения директоров и менеджеров компании. Справедливость приведенного тезиса подтверждается тем фактом, что до сих пор не создана модель «эффективного совета директоров», которая позволяла бы предсказать успешность его действий. По всей видимости, достаточно сложно представить в модели те самые «содержательные» факторы, о которых шла речь выше.

Показателен пример крупной канадской акционерной компании *Nortel Networks*, совет директоров которой с удивительной щепетильностью выполнял законодательные требования и следовал рекомендациям «лучших практик» корпоративного управления, но при этом сама компания на протяжении короткого промежутка времени была три раза вовлечена в разбирательства по поводу фальсификаций финансовой отчетности.

Логическим следствием такого механистического подхода (когда форма главенствует над содержанием) как раз и является то, что попытки связать финансовые результаты компаний (прежде всего изменения прибыли и стоимости акций) с качеством корпоративного управления не привели к определенным результатам. Равным образом неудивительны феноменальные успехи, демонстрируемые компаниями с «плохим» корпоративным управлением, и крушения

компаний с «хорошим» корпоративным управлением.

С нашей точки зрения, должна измениться сама методика проведения исследований и составления рейтингов. И прежде всего следует перейти от механистического подхода, ориентированного только на формальные компоненты (количественные, структурные и т. п.), к органическому, в основе которого лежит использование в первую очередь качественных критериев, причем сложные категории описываются не отдельно взятыми показателями, а их совокупностью, а некоторые из показателей могут быть к тому же взаимозависимы.

Отметим, что многочисленные законодательные требования и правила, равно как и передовые принципы корпоративного управления, нацелены не на улучшение результатов (прежде всего финансовых) деятельности компаний, а на обеспечение максимальной степени защиты вложений инвесторов. И это представляется естественным. Однако следует также принимать во внимание, что компании существуют не только ради сохранения вложенных в них средств, но и для их преумножения. Например, для советов директоров, наряду с задачей контроля действий исполнительного руководства, не менее, если не более важной является задача выработки и согласования стратегии компании. Во-первых, выбор неправильной стратегии может оказаться так же губителен для компании, как и недостаточный контроль совета за действиями менеджмента компании. Во-вторых, велика вероятность, что отсутствие стратегии в конечном итоге приведет к столь же плачевным результатам, как и, например, искажения финансовой отчетности.

Это вовсе не означает, что вопросы корпоративного управления вторичны или что корпоративное управление не является значимым фактором успеха. Наоборот, компании должны приложить максимум усилий для того, чтобы избежать корпоративных катастроф, в большинстве случаев вызванных вопиющими проблемами в системах корпоративного управления.

«Хорошее» корпоративное управление является необходимым, но недостаточным для успеха фактором. Это означает, что успешность развития компании определяется как качеством корпоративного управления, обеспечивающего защиту заинтересованных сторон (стейкхолде-

ров) от разного рода потерь, так и качеством управления развитием бизнеса, которое обеспечивает преумножение вложенных средств и рост стоимости компании. Иными словами, плохое корпоративное управление может привести к краху компании и серьезным потерям для заинтересованных сторон, но хорошее корпоративное управление само по себе не может обеспечить успех компании.

В этом плане интересно сравнить результаты ведущих американских и японских компаний, таких как *General Motors/Toyota* и *Xerox/Canon*. Недавно проведенное изучение опыта этих компаний, охватившее 10-летний период, подтверждает, что успешное развитие возможно и в том случае, если компания не следует некоторым и даже многим общепринятым принципам «хорошего» корпоративного управления. Было высказано предположение, что важнейшими составляющими успеха являются корпоративная культура и успешная стратегия.

Собственникам и руководителям российских компаний, рассматривающим возможность применения рекомендаций «лучших практик» корпоративного управления, следует помнить, что «хорошее» корпоративное управление требует серьезных временных и финансовых затрат. Поэтому прежде всего надо решить, какие цели вы планируете достичь. Если основным мотивом является привлечение акционерного капитала, то необходимо принимать во внимание некоторые особенности российского фондового рынка.

Во-первых, в российских условиях риски потери собственности для инвесторов имеют все же большее значение, нежели риски, связанные с неэффективным управлением бизнесом. Во-вторых, на сегодняшний день круг инвесторов, работающих на российском фондовом рынке, в основном ограничен рисковыми портфельными инвесторами, которые готовы принимать высокий риск (в том числе и риски корпоративного управления) в обмен на высокую доходность. Главный смысл инвестирования для них связан не с долгосрочными перспективами компании, а с получением выгод от быстрого роста стоимости их акций.

Безусловно, все затраты, связанные с внедрением передового опыта в области корпоративного управления, приведут к зримым финансовым выгодам в виде привлечения масштабного акционерного капитала, если компанией заин-

тересуются стратегические иностранные и традиционные портфельные инвесторы, прежде всего крупные пенсионные фонды и страховые компании.

С нашей точки зрения, в данный момент больше всех в повышении качества корпоративного управления российских компаний заинтересованы иностранные стратегические инвесторы, владеющие блокирующим или контрольным пакетом акций в объектах инвестирования или планирующие приобрести его. И хотя таких инвесторов на российском рынке по-прежнему сравнительно немного, их роль и влияние неуклонно растут.

Что касается традиционных портфельных инвесторов, рассматривающих плохое корпоративное управление как серьезный фактор риска при принятии инвестиционных решений, то они не готовы принимать на себя риски, связанные с вложениями в российские ценные бумаги. И дело здесь не только в качестве корпоративного управления в российских компаниях. Значительную роль играют страновые и институциональные факторы, о которых мы говорили выше. Тем не менее российским компаниям следует быть готовыми к росту интереса со стороны традиционных портфельных инвесторов, на сегодняшний день оперирующих наибольшими объемами средств на международном

фондовом рынке. Хотя, как мы говорили выше, временные перспективы в этом вопросе остаются неопределенными.

Но все-таки более правильным представляется рассматривать корпоративное управление не только и не столько как средство привлечения капитала, а тем более не как некий набор законодательных требований и рекомендаций, которые просто необходимо выполнять.

Хорошее корпоративное управление есть благо для самой компании, поскольку, во-первых, это — инструмент, с помощью которого может быть достигнут баланс интересов различных сторон, а во-вторых, это необходимый компонент поступательного долгосрочного развития компании.

Именно такое понимание превратит корпоративное управление из «модной» теории, на практике приносящей неопределенные выгоды, в реальный механизм функционирования современной компании.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Губин Е.П. Управление и корпоративный контроль в акционерных обществах. — М.: Юрист, 1999. — С. 123.
2. Кодекс Корпоративного поведения, ФКЦБ, 05.04.2002 г.
3. Цугиевич В.Н. Корпоративный менеджмент в условиях нестабильного рынка. — М.: ЭКЗАМЕН, 2003. — С. 135.