На правах рукописи

Гуляев Константин Александрович

Оценка качества системы корпоративного управления компании

специальность 08 00 05 – экономика и управление народным хозяйством (предпринимательство)

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук

003171078

Москва – 2008

Работа выполнена на кафедре экономики инноваций экономического факультета Московского государственного университета имени М В Ломоносова

Научный руководитель	доктор экономических наук, профессор Александр Давидович Берлин
Официальные оппоненты	доктор экономических наук, профессор Святослав Анатольевич Масютин
	кандидат экономических наук Ольга Аркадьевна Мелитонян
Ведущая организация	Государственный университет – Высшая школа экономики

Защита состоится 19 июня 2008 года в 15 часов на заседании диссертационного совета Д 501 002 02 при Московском государственном университете имени М В Ломоносова по адресу 119991, Москва, Ленинские горы, МГУ, II учебный корпус, экономический факультет, ауд № 428

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке им А М Горького II учебного корпуса гуманитарных факультетов МГУ имени М В Ломоносова

Автореферат разослан « 19 » мая 2008 года

Ученый секретарь
диссертационного совета
к э н , доцент

В Г Попова

Общая характеристика работы

Актуальность исследования проблем формирования и развития корпоративного управления в российских компаниях объясняется несколькими причинами

Приоритетными направлениями и задачами современного этапа развития российской экономики являются повышение ее конкурентоспособности, эффективности, инвестиционной привлекательности и обеспечение стабильного экономического роста

Важным фактором роста эффективности и инвестиционной привлекательности компаний и увеличения их стоимости, наряду с набором фундаментальных факторов, является создание качественной системы корпоративного управления, обеспечивающей надежную защиту прав акционеров и потенциальных инвесторов

Актуальность развития корпоративного управления значительно увеличивается в условиях широкого распространения в настоящее время в России такой формы финансирования инвестиций как первичное размещение акций компании на фондовом рынке среди широкого круга инвесторов (IPO – initial public offer) и постепенное формирование крупных институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний, паевых инвестиционных фондов) Концентрируя значительные финансовые ресурсы и направляя их на инвестиции в ценные бумаги российских компаний, институциональные и другие категории инвесторов проявляют все больший интерес к состоянию корпоративного управления в этих компаниях как к фактору, влияющему на уровень рисков инвестирования с одной стороны, и способствующему росту стоимости – с другой

Вместе с тем, эффективность и инвестиционная привлекательность многих российских компаний в настоящее время находятся на невысоком уровне, что связано с отсутствием или неразвитостью их систем корпоративного управления, призванных решать проблему согласования интересов всех участников корпорации с целью обеспечения эффективности ее деятельности в долгосрочной перспективе

В настоящее время также существует необходимость в развитии инструментов, позволяющих оценить качество корпоративного управления в компаниях и тем самым обеспечить инвесторов необходимой информацией для принятия обоснованных и взвешенных решений о целесообразности вложения их средств в эти компании Кроме того, использование таких инструментов оценки актуально и для самих компаний для

определения направлений совершенствования своей практики корпоративного управления

Потребность в создании эффективных механизмов корпоративного управления во многих компаниях возникает также в связи с передачей основателями и сегодняшними доминирующими собственниками функций управления профессиональным наемным менеджерам Кроме того, многие контролирующие акционеры заинтересованы в обеспечении ликвидности своего капитала, а также в определении рыночной оценки стоимости их бизнеса, которая может использоваться в качестве прозрачного и понятного критерия эффективности управления

Однако, несмотря на достаточную разработанность данной проблемы, в настоящее время не существует общепризнанной и законченной теоретической концепции корпоративного управления, что в первую очередь проявляется в отсутствии утвердившегося определения понятия корпоративного управления Это связано, в частности, с тем, что корпоративное управление представляет собой весьма сложный объект исследования, находящийся в междисциплинарной плоскости и пересекающийся с проблематикой таких областей знания, как теория финансов, институциональная экономика, юриспруденция и др

Степень разработанности проблемы. Проблемы взаимосвязи между эффективностью деятельности компании и качеством корпоративного управления нашли отражение во многих исследованиях, которые в зависимости от используемого подхода к выбору параметров, оценивающих качество корпоративного управления, можно разделить на две группы

Первый подход заключается в определении влияния на эффективность деятельности компании какого-либо одного механизма корпоративного управления К исследованиям такого типа относятся работы следующих авторов М Бехт, П Болтон, А Роель [Becht, Bolton, Roell, 2002], К Гуглер [Gugler, 2001], А Шляйфер, Р Вишни [Shlıfer, Vıshny, 1997], О Харт [Hart, 1983], М Дженсен, К Мерфи, Э Уорак [Jensen, Murphy, Wruck, 2004], Л Зингалес [Zıngales, 1994], Д Дэнис, Дж МакКоннел [Denıs, McConnel, 2003], М Дженсен, У Меклинг [Jensen, Meckling, 1976], Р Штульц [Stulz, 1988], Р Морк, А Шляйфер, Р Вишни [Morck, Shleıfer, Vıshny, 1988] и др

В исследованиях второго типа рассматривается влияние на стоимость компании (или другие показатели эффективности деятельности) качества ее системы корпоративного управления в целом, комплексная оценка которого проводится с использованием различного рода рейтингов (индексов) Здесь можно выделить работы

как зарубежных авторов – П Гомперс, Дж Ишии, Э Метрик [Gompers, Ishii, Metrick, 2003], С Байнер, У Дробетц, М Шмид, Х Циммерман [Beiner, Drobetz, Schmid, Zimmermann, 2005], Л Браун, М Кэйлор [Brown, Caylor, 2005], У Дробетц, А Шильхофер, Х Циммерман [Drobetz, Schillhofer, Zimmermann, 2003], Б Блэк, И Лав, А Рачинский [Black, Love, Rachinsky, 2005], Б Блэк [Black, 2001], Л Клаппер, И Лав [Klapper, Love, 2002], так и российских – С Гуриев, О Лазарева, А Рачинский, С Цухло (2003), А Рачинский [Rachinsky, 2003], П Старюк (2005)

Однако вопросы классификации подходов к оценке влияния качества корпоративного управления на эффективность деятельности компании освещены к настоящему времени в меньшей степени и требуют дальнейшей разработки Среди авторов работ по данной проблеме необходимо выделить следующих М Рое [M Roe], К Гуглер [K Gugler], М Бехт [M Becht], С Бхагат [S Bhagat], П Ю Старюк, Р М Энтов, А А Яковлев

Следует отметить также невысокую степень разработанности вопросов, посвященных использованию и развитию различных инструментов оценки качества корпоративного управления, в частности, аудита и рейтингов корпоративного управления

Объектом исследования являются отношения, складывающиеся в рамках системы корпоративного управления компании между ее акционерами, менеджерами и другими стейкхолдерами[1]

Предметом исследования выступают процессы оценки и повышения качества системы корпоративного управления в компании

Все это обусловило выбор **цели диссертационного исследования** Она состоит в том, чтобы, на основе научных и эмпирических исследований влияния качества корпоративного управления на эффективность деятельности компании, проанализировать применяемые для его оценки инструменты и, исходя из практического опыта использования рейтинга как одного из таких инструментов, разработать рекомендации по формированию механизма совершенствования корпоративного управления в компании

Такая цель предопределила необходимость поставить и решить следующие **задачи**

---

[1] В англоязычной литературе для обозначения заинтересованных в деятельности компании сторон широко используется термин stakeholders К стейкхолдерам, как правило, помимо акционеров и менеджмента, относят персонал компании, ее кредиторов, клиентов и поставщиков, государство, местное сообщество и различные профессиональные организации

- раскрыть содержание корпоративного управления на основе анализа интересов его основных участников, а также механизмов и стандартов, обеспечивающих организацию взаимодействия и регулирование отношений между ними,
- с учетом содержания корпоративного управления выявить особенности процесса формирования и функционирования системы корпоративного управления в компании,
- на основе проведенного исследования определить понятие качества системы корпоративного управления и проанализировать его влияние на эффективность деятельности компании,
- на основе сравнительного анализа научных и эмпирических исследований разработать классификацию подходов к оценке влияния качества корпоративного управления на эффективность деятельности компании,
- на основе результатов анализа основных инструментов, используемых для оценки качества корпоративного управления, разработать их классификацию и выявить экономическую значимость использования рейтинга как инструмента оценки качества корпоративного управления,
- на основе анализа существующих российских и зарубежных рейтингов корпоративного управления и их экономической значимости разработать учитывающую специфику российской действительности методику оценки корпоративного управления, позволяющей провести комплексный анализ практики в этой области большого числа компаний,
- на основе анализа практического опыта использования рейтинга как инструмента оценки качества системы корпоративного управления обосновать механизм совершенствования корпоративного управления в компании

Теоретическую основу исследования составили труды зарубежных и российских ученых по вопросам корпоративного управления, оценки его качества и влияния на эффективность деятельности компании, таких, как И Адизис [I Adizes], А Алчиан [A Alchian], А Берле [A Berle], Б Блэк [B Black], Р Кларк [R Clarck], П Гомперс [P Gompers], Л Грейнер [L Greiner], С Гроссман [S Grossman], О Харт [O Hart], Дж Ишии [J Ishii], М Дженсен [M Jensen], Р Ла Порта [R La Porta], Г Минз [G Means], У Меклинг [W Meckling], Э Метрик [A Metrick], М Рое [M Roe], А Шляйфер [A Shleifer], Р Вишни [R Vishny], Л Зингалес [L Zingales] и др , а также И В Беликов, А Д Берлин, Ю А Данилов, Т Г Долгопятова, И В Ивашковская, Г Н Константинов, А Д Радыгин, П Ю Старюк, Р М Энтов, А А Яковлев и др

Методологическая основа исследования. Для получения объективных знаний о предмете исследования и достижения поставленных задач использовались системный, комплексный, исторический и логический подходы к изучению проблем корпоративного управления и оценки его качества, методы сравнительного анализа, систематизации, классификации и обобщения

Информационную базу исследования составили нормативные правовые акты Российской Федерации, статистические данные и материалы научных и эмпирических исследований в области корпоративного управления, публикации в периодических печатных и электронных изданиях

Научная новизна результатов диссертационного исследования состоит в следующем

1 На основе сравнительного анализа научных и эмпирических исследований предложена классификация подходов к оценке влияния качества корпоративного управления на эффективность деятельности компании в зависимости от типа выбираемых показателей эффективности с одной стороны, и показателей качества корпоративного управления – с другой

2 Выделены два основных инструмента оценки качества корпоративного управления – аудит и рейтинг корпоративного управления – в зависимости от целевых групп пользователей результатов оценки, проведенной с помощью данных инструментов На основе анализа выделенных инструментов выявлена экономическая значимость рейтинга корпоративного управления, позволяющего потенциальным инвесторам оценить уровень рисков корпоративного управления в компании, а самой компании – определить направления совершенствования практики корпоративного управления

3 Разработана методика определения рейтинга корпоративного управления, являющегося комплексной оценкой практики корпоративного управления в компании и индикатором уровня соответствующих рисков

4 Разработаны рекомендации по формированию механизма совершенствования практики корпоративного управления на основе результатов ее оценки с помощью Национального рейтинга корпоративного управления «РИД – Эксперт РА» в зависимости от стадии развития компании на примере ОАО АФК «Система»

Практическая значимость исследования определяется тем, что предлагаемые рекомендации по формированию механизма совершенствования практики корпоративного управления могут быть использованы компаниями для создания

качественной системы корпоративного управления и повышения инвестиционной привлекательности

Апробация результатов исследования отражена в научных статьях, подготовленных автором Основные положения и выводы, сформулированные в диссертации, докладывались и обсуждались на международной конференции «Корпоративное управление и устойчивый рост стратегические решения и корпоративная эффективность» в Москве (12–13 октября 2006 г), были использованы при подготовке учебного курса «Корпоративное управление» на экономическом факультете Московского государственного университета имени М В Ломоносова и на факультете менеджмента Международного университета (в Москве), нашли практическое применение в профессиональной деятельности автора, связанной с присвоением российским компаниям Национального рейтинга корпоративного управления и предоставлением консультационных услуг в области совершенствования практики корпоративного управления

Структура работы определяется предметом, целью и задачами диссертационного исследования и состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений

Введение

Глава 1 Содержание корпоративного управления

§1 Формирование и функционирование системы корпоративного управления в компании основные участники, механизмы и стандарты

§2 Влияние качества корпоративного управления на стоимость компании

Глава 2 Оценка качества корпоративного управления в компании

§1 Инструменты оценки качества корпоративного управления

§2 Рейтинг как инструмент оценки качества корпоративного управления

Глава 3 Совершенствование практики корпоративного управления на примере ОАО АФК «Система»

§1 Оценка качества корпоративного управления в ОАО АФК «Система»

§2 Механизм совершенствования практики корпоративного управления в ОАО АФК «Система»

Заключение

Библиографический список

Приложения

Основное содержание диссертации

1. Влияние качества корпоративного управления на стоимость компании

Корпоративное управление представляет собой систему внутренних и внешних механизмов, которая направлена на достижение согласованности интересов всех его участников с целью обеспечения эффективной деятельности компании В связи с этим под качеством корпоративного управления следует понимать уровень развития его механизмов с точки зрения возможности разрешения с их помощью возникающих конфликтов интересов и достижения сбалансированности этих интересов Уровень развития механизмов корпоративного управления и, соответственно, его качества, в конечном итоге, должны способствовать росту эффективности деятельности компании

Анализ существующих исследований влияния качества корпоративного управления на деятельность компании позволяет выделить два типа показателей, используемых для определения эффективности (Company Performance) показатели операционной эффективности (Operating Performance), с одной стороны, и показатели стоимости компании (Company Value) – с другой

Перечень показателей операционной эффективности, наиболее часто встречающихся в исследованиях качества корпоративного управления, представлен в таблице 1 1

Таблица 1 1 Влияние качества корпоративного управления на показатели операционной эффективности деятельности компании

Показатели операционной эффективности	Исследования
Рентабельность собственного капитала (Return on Equity, ROE)	Л Браун, М Кэйлор [Brown, Caylor, 2004, 2006], исследование Deutsche Bank (2005)[2], Р Бауэр, Н Гюнстер, Р Оттен [Bauer, Guenster, Otten, 2003], Л С Ружанская, Д В Крутиков (2006), К А Гуляев, И В Томорадзе (2006)
Рентабельность продаж (Net Profit Margin)	Л Браун, М Кэйлор [Brown, Caylor, 2006], Р Бауэр, Н Гюнстер, Р Оттен [Bauer, Guenster, Otten, 2003] (2003], Л С Ружанская, Д В Крутиков (2006)
Темп роста продаж (Sales Growth)	Л Браун, М Кэйлор [Brown, Caylor, 2004]
Рентабельность активов (Return on Assets, ROA)	Л Браун, М Кэйлор [Brown, Caylor, 2006], Л Клаппер, И Лав [Klapper, Love, 2002], Д Йермак [Yermack, 1996], С Бхагат, Б Блэк [Bhagat, Black, 2002], Л С Ружанская, Д В Крутиков (2006)
Рентабельность инвестиций (Return on	Р Бауэр, Р Оттен [Bauer, Otten, 2005], Ф Аджэоуд,

[2] Deutsche Bank, Global Corporate Governance Research, July 2005 // http //www db com/

Investment, ROI)	Д Цегаль, С Андэлиб [Adjaoud, Zeghal, Andaleeb, 2007]
Отношение рентабельности инвестиций к затратам на капитал (Return on Investment to Cost of Capital)	К Гуглер, Д Мюллер, Б Бурцин, Дж Юрроглу [Gugler, Mueller, Burcin, Yurtoglu, 2003]

Несмотря на широкое распространение исследований, посвященных изучению взаимосвязи между качеством корпоративного управления в компании и показателями ее операционной эффективности, в настоящее время выдвигается большое количество доводов в пользу использования показателя стоимости компании как универсального индикатора конкурентоспособности, отражающего будущую доходность и рыночный успех компании, а также ее способность генерировать денежные потоки

Во-первых, в настоящее время в области определения результатов деятельности компании наблюдается тенденция перехода от экономического (рыночного) образа мышления к стоимостному и использованию концепции управления стоимостью компании (Value Based Management, VBM) В соответствии с этой концепцией основной задачей собственников, которую также формулируют и для менеджмента, становится создание ликвидной стоимости компании (стоимости, которая признана рынком и в любой момент может быть капитализирована в денежные средства путем продажи компании или ее части) и системы управления этой стоимостью с целью ее максимизации

Во-вторых, увеличение стоимости для акционеров носит долгосрочной характер и не противоречит интересам других заинтересованных сторон Успешно действующие компании создают сравнительно большую стоимость для всех участников – потребителей, работников, государства и поставщиков капитала

В-третьих, поскольку корпоративное управление оказывает существенное влияние на финансовые потоки и связанные с ними риски, оно рассматривается как один из факторов стоимости компании, наряду с такими фундаментальными факторами как факторы операционной, инвестиционной и финансовой эффективности Поэтому инвесторы при принятии решений о покупке или продаже акций определенной компании оценивают ее стоимость с учетом уровня рисков корпоративного управления Если эти риски высоки, инвесторы будут требовать более высокую премию для такого рода инвестиции, и, соответственно, стоимость акций компании будет низкой Если, в свою очередь, компания имеет относительно высокое качество корпоративного управления, инвесторы будут готовы заплатить за ее акции более высокую цену

В рамках изучения зависимости между качеством корпоративного управления и стоимостью выделяется несколько подходов как в отношении определения переменной, оценивающей стоимость компании, так и в отношении количественной оценки качества корпоративного управления

Перечень показателей стоимости, наиболее часто встречающихся в исследованиях о качестве корпоративного управления, представлен в таблице 1 2

Таблица 1 2 Влияние качества корпоративного управления на показатели стоимости компании

Показатели стоимости	Исследования
Q Тобина - отношение рыночной стоимости активов компании к стоимости их замещения (Tobin's Q)	Л Клаппер, И Лав [Klapper, Love, 2002], У Ким, Б Блэк, Х Йэнг, К Парк [Kim, Black, Jang, Park, 2005], У Ким [Kim, 2005], Б Хермалин М Уйсбах [Hermalin, Weisbach, 1991], Л Браун, М Кэйлор [Brown, Caylor, 2004]
Рыночная стоимость или капитализация (Market Value)	У Дробетц, А Шильхофер, Х Циммерман [Drobetz, Schillhofer, Zimmermann, 2003], Б Блэк [Black, 2000, 2001], Дж Чои, Д Ли, К Парк [Choi, Lee, Park, 2007], Б Блэк, И Лав, А Рачинский [Black, Love, Rachinsky, 2005], С Бхагат, Б Блэк [Bhagat, Black, 1999], А Рачинский [Rachinsky, 2003]
Отношение рыночной стоимости компании к балансовой стоимости компании (Market-to-Book Value)	К А Гуляев, И В Томорадзе (2006)
Отношение стоимости компании к объему продаж (EV/Sales)	Исследование Standard & Poor's (2005)[3]
Экономическая добавленная стоимость (Economic Value Added, EVA)	И Мильштайн, П МакЭвой [Millstein, MacAvoy, 1998]

Наиболее часто в качестве показателя стоимости компаний, акции которых *обращаются на рынке, используется Q Тобина, который измеряется как соотношение* рыночной стоимости активов компании к стоимости их замещения Популярность данного подхода объясняется универсальностью Q Тобина как показателя рыночной оценки стоимости капитала компании

В случае публичных компаний в качестве показателя их стоимости также используется рыночная капитализация, представляющая собой оценку рынком стоимости принадлежащих акционерам активов Выбор капитализации при изучении влияния качества корпоративного управления на эффективность компании обусловлен тем, что этот показатель является наиболее объективной оценкой стоимости компании

[3] Standard & Poor's, Исследование информационной прозрачности российских компаний, 2005 // http //www standardandpoors ru/

с учетом существующих теоретических концепций стоимости, а также доступности и объективности данных, позволяющих различным образом оценивать стоимость

Однако показатель капитализации применим только для тех компаний, чьи акции котируются на фондовом рынке Если речь идет о непубличных компаниях, то для внешнего инвестора получение рыночной оценки их стоимости затруднено В этом случае Л С Ружанская и Д В Крутиков предлагают в качестве зависимой переменной в регрессионных уравнениях, описывающих влияние на стоимость качества корпоративного управления, использовать индекс, отражающий направленность изменения рыночной стоимости – Индекс потенциала роста рыночной стоимости компании[4], который определяется через изменения параметров потенциала роста рыночной стоимости

Использование в качестве переменной, оценивающей стоимость, значений экономической добавленной стоимости (Economic Value Added, EVA) в настоящее время пока не получило широкого распространения в связи со сложностью вычисления такого показателя

В диссертации проведен анализ исследований взаимосвязи между эффективностью деятельности компании и уровнем развития корпоративного управления с точки зрения выбора параметров, оценивающих качество корпоративного управления

Первый подход заключается в определении влияния на эффективность деятельности компании какого-либо одного механизма корпоративного управления К исследованиям такого типа относятся работы по изучению взаимосвязи между эффективностью компании и уровнем развития следующих внешних и внутренних механизмов корпоративного управления

- рынок корпоративного контроля – М Бехт, П Болтон и А Роель [Becht, Bolton, Roell, 2002], А Шляйфер и Р Вишни [Shlifer, Vishny, 1997],
- конкуренция на рынках готовой продукции – Дж Шерер (Scherer, 1980], О Харт [Hart, 1983],
- система мотивации – М Бехт, П Болтон и А Роель [Becht, Bolton, Roell, 2002], М Дженсен, К Мерфи, Э Уорак [Jensen, Murphy, Wruck, 2004],
- совет директоров – М Вайзбах [Weisbach, 1998], Дж Бирд, К Хикман [Byrd, Hickman, 1992], Э Фич, А Шивдасани [Fich, Shivdasani, 2004],

[4] Ружанская Л С , Крутиков Д В Факторы повышения рыночной стоимости уральских компаний проблемы практики и политики / Научные доклады независимый экономический анализ, №183 - М МОНФ, 2006 С 60

- система принятия решений – К Бергстрем, К Ридкуист [Bergstrome, Rydquist, 1990], Л Зингалес [Zingales, 1994],
- структура собственности – М Дженсен, У Меклинг [Jensen, Meckling, 1976], Р Штульц [Stulz, 1988], Р Морк, А Шляйфер, Р Вишни [Morck, Shleifer, Vishny, 1988], С Каплан, Б Минтон [Kaplan, Minton, 1994],
- другие отдельные механизмы корпоративного управления

Результаты таких исследований часто не дают полных и убедительных ответов на поставленные вопросы о влиянии качества корпоративного управления на эффективность деятельности компании Их основным недостатком является игнорирование значения тех или иных механизмов корпоративного управления

В исследованиях второго типа рассматривается влияние на стоимость компании (или другие показатели эффективности деятельности) качества ее системы корпоративного управления в целом, комплексная оценка которого проводится с использованием различного рода рейтингов (индексов)

В таких исследованиях могут использоваться индексы корпоративного управления, которые строятся авторами самостоятельно путем выбора совокупности тех или иных механизмов и стандартов корпоративного управления П Гомперс, Дж Ишии, Э Метрик [Gompers, Ishii, Metrick, 2003], С Гуриев, О Лазарева, А Рачинский, С Цухло (2003), С Байнер, У Дробетц, М Шмид, Х Циммерман [Beiner, Drobetz, Schmid, Zimmermann, 2005], Л Браун, М Кэйлор [Brown, Caylor, 2005]

Другим вариантом является использование рейтинга корпоративного управления, составляемого теми или иными рейтинговыми агентствами или инвестиционными компаниями У Дробетц, А Шильхофер, Х Циммерман [Drobetz, Schillhofer, Zimmermann, 2003], А Рачинский [Rachinsky, 2003], Б Блэк, И Лав, А Рачинский [Black, Love, Rachinsky, 2005], К А Гуляев, И В Томорадзе (2006), Б Блэк [Black, 2001], Л Клаппер, И Лав [Klapper, Love, 2002], У Ким, Б Блэк, Х Йэнг, К Парк [Kim, Black, Jang, Park, 2005], П Ю Старюк (2005)

Преимуществом такого подхода перед исследованиями, принимающими во внимание только отдельные механизмы корпоративного управления, является то, что в нем учитывается комплексный характер влияния корпоративного управления, представляющего собой систему внутренних и внешних механизмов, которая направлена на достижение согласованности интересов всех его участников с целью обеспечения эффективной деятельности компании

Таким образом, проведенный сравнительный анализ научных и эмпирических исследований позволил классифицировать подходы к оценке влияния качества корпоративного управления на эффективность деятельности компании в зависимости от типа выбираемых показателей эффективности, с одной стороны, и показателей качества корпоративного управления – с другой

2. Классификация основных инструментов оценки качества корпоративного управления.

В настоящее время можно выделить два основных инструмента оценки качества корпоративного управления аудит и рейтинг корпоративного управления Основные отличия этих инструментов обусловлены разными целевыми группами, которые являются пользователями результатов проводимой с их помощью оценки

Аудит корпоративного управления[5] в узком понимании трактуется как регулярная оценка внешним консультантом соответствия закрепленных в уставе и внутренних документах компании процедур корпоративного управления требованиям нормативных правовых актов

В широком смысле под аудитом корпоративного управления понимается комплексная оценка существующей в компании практики корпоративного управления, направленная на выявление ее сильных и слабых сторон в соответствии со специфическими особенностями данной компании Под специфическими особенностями понимаются стадия жизненного цикла компании, ее стратегия, требуемая степень контроля со стороны основных собственников и роль компании в их инвестиционных интересах, потребность и формы внешнего финансирования инвестиций[6]

Каждое отдельно взятое сочетание характеристик названных выше параметров состояния компании будет определять оптимальный набор тех механизмов и соответствующих стандартов корпоративного управления, которые необходимы ей для создания качественной системы корпоративного управления

В качестве основных компонентов практики корпоративного управления компании, подлежащих аудиту, обычно выделяются следующие структура

---

[5] В публикациях на тему оценки качества корпоративного управления встречаются различные определения данного понятия аудит корпоративного управления, диагностика корпоративного управления, оценка корпоративного управления, корпоративный аудит и пр В рамках диссертации используется термин «аудит корпоративного управления»

[6] Гуляев К А , Коротецкий И В Инструменты оценки качества корпоративного управления в банках // Журнал «Акционерное общество вопросы корпоративного управления», 2007 №7 (38) С 27

акционерного капитала и права акционеров, организация и деятельность органов управления и контроля, раскрытие компанией информации о своей деятельности и обеспечение ее достоверности

Полученные с помощью аудита результаты оценки позволяют компаниям выявить сильные и слабые стороны своей практики корпоративного управления и определить направления для ее улучшения С этой точки зрения результаты аудита ориентированы, прежде всего, на компанию, ее руководство и акционеров Поэтому такая оценка, как правило, используется непосредственно компанией и не применима для потенциальных инвесторов, желающих оценить риски, которые связаны с корпоративным управлением в различных компаниях Решение данной задачи в полной мере обеспечивается за счет создания различных рейтингов корпоративного управления

Данные оценки, проведенной посредством рейтинга корпоративного управления, предназначены, в первую очередь, для широкого круга потенциальных инвесторов, желающих определить уровень рисков, связанных с практикой корпоративного управления в оцениваемой компании Однако результаты рейтинга могут быть также использованы и самой компанией при выборе направлений совершенствования практики корпоративного управления, что является одним из аспектов экономической значимости рейтинга как инструмента оценки этой практики

Рейтинг корпоративного управления представляет собой оценку составляющими его экспертами той степени, в которой практика корпоративного управления в компании соответствует выбранным стандартам в этой области

В настоящее время в зарубежной практике существует большое количество рейтингов корпоративного управления, которые разрабатываются международными рейтинговыми агентствами, инвестиционными компаниями и другими профессиональными организациями Наиболее известными и распространенными из них являются рейтинг корпоративного управления международного рейтингового агентства Standard & Poor's (Corporate Governance Score, CGS)[7] и рейтинг корпоративного управления GovernanceMetrics International (GMI)[8]

В России также можно выделить ряд рейтингов, оценивающих сложившуюся в российских компаниях практику корпоративного управления, каждый из которых

---

[7] Информация о методике рейтинга представлена на интернет сайте Standard & Poor's по адресу http //www standardandpoors ru/

[8] Информация о методике рейтинга представлена на интернет сайте GovernanceMetrics International по адресу http //www gmiratings com/

имеет свою методику и регулярно присваивается и обновляется независимыми рейтинговыми агентствами

1 Рейтинг корпоративного управления, составляемый международным рейтинговым агентством Standard & Poor's (S&P),

2 Национальный рейтинг корпоративного управления консорциума Российского института директоров и рейтингового агентства «Эксперт РА»,

3 Рейтинг корпоративного управления, составляемый инвестиционной компанией «Тройка Диалог»

На основе сравнительного анализа зарубежных и российских рейтингов корпоративного управления в диссертации выделяются следующие особенности рейтинга как инструмента оценки качества корпоративного управления

1 Является комплексной оценкой практики корпоративного управления в компании,

2 Рейтинг корпоративного управления построен на сопоставлении практики компании с определенными стандартами в этой области,

3 Рейтинг является индикатором уровня рисков корпоративного управления,

4 Рейтинг дает возможность сопоставления различных компаний по уровню качества корпоративного управления,

5 Рейтинг корпоративного управления ориентирован, прежде всего, на инвесторов, а также на различные группы стейкхолдеров

Экономическая значимость рейтинга корпоративного управления для потенциальных инвесторов, желающих определить уровень рисков корпоративного управления в оцениваемой с помощью рейтинга компании, и для самой компании при выборе направлений совершенствования практики корпоративного управления основывается на сочетании перечисленных выше свойств

Во-первых, рейтинг позволяет провести комплексную оценку различных аспектов практики корпоративного управления в компании на основе их сопоставления с передовыми стандартами в этой области, которые зачастую вырабатываются на основе требований и рекомендаций различных категорий инвесторов Это позволяет наиболее полно учитывать их интересы при проведении такой оценки

Комплексный характер оценки в рамках рейтинга предполагает анализ уровня развития всех ключевых элементов системы корпоративного управления, сложившейся в компании, которые, как правило, объединены в следующие компоненты 1) права акционеров, 2) деятельность органов управления и контроля, 3) раскрытие

информации, 4) соблюдение интересов иных заинтересованных сторон и корпоративная социальная ответственность, экология

Во-вторых, рейтинг корпоративного управления позволяет инвесторам оценить соответствующие риски, способствуя тем самым принятию более обоснованного и взвешенного инвестиционного решения Исходя из определения, более высокий рейтинг означает большую степень соответствия практики компании передовым стандартам корпоративного управления Соответствие стандарту, в свою очередь, предполагает отсутствие рисков корпоративного управления или, по крайней мере, их минимальный уровень Исходя из этого, рейтинг является индикатором уровня рисков корпоративного управления и аналогичен кредитному рейтингу, который оценивает кредитоспособность компании и уровень соответствующих кредитных рисков для инвесторов-кредиторов

В-третьих, возможность рейтинга выстраивать на единой шкале качества корпоративного управления различные компании расширяет для инвестора набор потенциальных объектов для вложения его капитала Актуальность и полезность сопоставления компаний по уровню качества корпоративного управления будет тем выше, чем больше будет общее количество оцениваемых компаний В этом плане среди российских рейтингов выделяется Национальный рейтинг корпоративного управления «РИД – Эксперт РА», который охватывает почти 150 компаний, в то время как остальные рейтинги – в среднем 20-25 компаний

Кроме перечисленных выше аспектов экономической значимости рейтинга корпоративного управления для инвесторов к ним следует отнести его публичный характер, с одной стороны, а также объективность и независимость – с другой Первое означает, что, как правило, информация о присвоенных компаниям рейтингах доступна всем заинтересованным сторонам, в том числе, инвесторам, и ее использование является бесплатным Объективность и независимость оценки практики корпоративного управления обеспечивается благодаря тому, что она, как правило, осуществляется независимыми от оцениваемых компаний и различных категорий инвесторов рейтинговыми агентствами, обладающими признанной деловой репутацией

Экономическая значимость рейтинга для компании, заинтересованной в привлечении инвесторов, также обусловлена его свойствами как инструмента оценки качества корпоративного управления

1 Рейтинг позволяет компании дифференцироваться в глазах инвесторов за счет раскрытия информации о соблюдении стандартов корпоративного управления,

2 Рейтинг способствует долгосрочному привлечению новых инвесторов, которые в ином случае могли бы и не рассматривать возможность инвестирования в данную конкретную компанию,

3 Рейтинг является дополнительным способом информирования инвесторов о сильных сторонах компании в процессе привлечения капитала (в рамках первоначальных размещений, облигационных выпусков и т д), что в итоге может позволить снизить стоимость привлекаемых ресурсов и диверсифицировать источники финансирования,

4 Рейтинг может быть использован компанией в качестве ориентира для совершенствования практики корпоративного управления

Таким образом, присвоение рейтинга корпоративного управления позволяет компании получить независимую оценку своей практики корпоративного управления, которая, с одной стороны, служит определенным индикатором инвестиционной привлекательности этой компании для инвесторов, а с другой – выявляет направления для совершенствования этой практики

3 Разработка методики определения рейтинга корпоративного управления.

Анализ существующих российских и зарубежных рейтингов корпоративного управления и их экономической значимости выявляет потребность в создании адекватных сложившимся тенденциям и специфике российской действительности методик оценки корпоративного управления, позволяющих провести комплексный анализ практики в этой области большого числа компаний

Разработка методики рейтинга корпоративного управления предполагает определение набора показателей, позволяющих комплексно оценить практику корпоративного управления в компании

Для целей разработки методики определения рейтинга корпоративного управления, предлагается выделить четыре основные группы показателей, которым в рамках методики будет присвоен определенный удельный вес 1) права акционеров, 2) состав и эффективность работы органов управления и контроля, 3) раскрытие

информации, 4) деятельность в интересах иных заинтересованных сторон и корпоративная социальная ответственность

При оценке практики корпоративного управления в компании в части обеспечения реализации прав акционеров выделяется несколько областей анализируемых показателей В частности, рассматриваются возможности для реализации таких прав, как право собственности, право на участие в управлении компанией, право на получение доли в прибыли, уровень рисков нарушения основных прав, наличие дополнительных обязательств компании по защите прав акционеров

В ходе анализа работы органов управления и контроля в компании рассматриваются показатели, характеризующие состав и деятельность совета директоров и исполнительных органов управления (единоличный и коллегиальный исполнительные органы), взаимодействие между ними, а также показатели эффективности систем управления рисками и внутреннего контроля

При рассмотрении практики раскрытия информации оцениваются показатели, характеризующие уровень раскрытия компанией финансовой и нефинансовой информации, общая дисциплина раскрытия информации, равнодоступность информации для всех заинтересованных сторон

Анализ деятельности в интересах иных заинтересованных сторон и корпоративная социальная ответственность предполагают оценку степени признания компанией важности социальной ответственности и принятия во внимание интересов трудового коллектива, контрагентов, государства и общества в целом, возникновение трудовых конфликтов, реализацию социальных проектов для персонала и местного населения, а также экологическую безопасность

В методике используется 100 показателей, которые распределены в соответствии с выделенными группами (см табл 3 1) Каждый из используемых показателей в зависимости от степени его важности для оценки уровня корпоративного управления имеет определенное количественное значение, выраженное в баллах

Таблица 3 1 Основные группы показателей рейтинга корпоративного управления

	Основные группы показателей	Количество показателей
1	Права акционеров	31
2	Состав и эффективность работы органов управления и контроля	42
3	Раскрытие информации	15
4	Деятельность в интересах иных заинтересованных сторон и корпоративная социальная ответственность	13

В процессе проведения оценки осуществляется последовательный анализ наличия в компании и степени соответствия определенному стандарту характеристик, связанных с каждым из представленных в методике показателей, и начисление соответствующих данному показателю баллов В случае если практика компании не соответствует обязательным стандартам корпоративного управления, к которым относятся требования законодательства, то оценка показателя является отрицательной Частичное соблюдение компанией тех или иных передовых необязательных стандартов корпоративного управления предполагает возможность получения нейтральной оценки по соответствующему показателю

Для проведения оценки практики корпоративного управления в рамках рейтинга используются следующие источники информации о компании заполненная компанией анкета с вопросами по отдельным аспектам практики корпоративного управления, устав и внутренние документы, ежеквартальные и годовые отчеты, сообщения о существенных фактах, финансовая отчетность по российским и/или международным стандартам, интернет-сайт компании, интервью с представителями компании

При подсчете значения итоговой оценки по каждой группе анализируемых показателей учитывается соотношение положительных, отрицательных и нейтральных оценок, а также уровень значимости каждого показателя для практики корпоративного управления в компании Наличие отрицательных оценок по показателям, относящимся к числу ключевых, не позволят итоговой оценке оказаться выше среднего уровня

В ходе аналитической обработки информации по компании итоговые оценки по каждой группе показателей суммируются с учетом весовых коэффициентов, определяемых экспертным путем На основании полученного в результате числового показателя компания относится к одному из соответствующих классов шкалы рейтинга, отражающих определенную степень качества корпоративного управления и уровень связанных с ним рисков (см табл 3 2)

Таблица 3 2 Шкала рейтинга корпоративного управления

Рейтинговые классы	A++, A+, A	Высокий уровень практики корпоративного управления
	B++, B+, B	Средний уровень практики корпоративного управления
	C++, C+, C	Низкий уровень практики корпоративного управления

Получение рейтинговой оценки в соответствии с предлагаемой шкалой позволяет компании дифференцироваться относительно других компаний в глазах потенциальных инвесторов с точки зрения качества корпоративного управления и уровня связанных с ним рисков

В результате проведения оценки с использованием разработанной методики компания выявляет сильные и слабые стороны своей практики корпоративного управления, на основе анализа которых могут быть определены направления ее совершенствования

4. Рекомендации по формированию механизма совершенствования практики корпоративного управления на основе результатов ее оценки с помощью Национального рейтинга корпоративного управления «РИД – Эксперт РА» на примере ОАО АФК «Система».

На основе рассмотрения особенностей формирования и функционирования системы корпоративного управления в компании и экономической значимости рейтинга как инструмента оценки качества этой системы в диссертации предложены и проанализированы на примере ОАО АФК «Система» (далее также – Компания, Корпорация) рекомендации по формированию механизма совершенствования практики корпоративного управления

В 2005 году ОАО АФК «Система» консорциумом Российского института директоров и рейтингового агентства «Эксперт РА» был присвоен рейтинг корпоративного управления на уровне «В++» – «Средний уровень корпоративного управления» Полученная в рамках рейтинга оценка формирует представление о сильных и слабых сторонах практики корпоративного управления в Компании с точки зрения ее соответствия критериям, положенным в основу методики рейтинга[9] В качестве таких критериев был выбран обширный набор обязательных и добровольных стандартов в данной области (100 критериев оценки), к которым относятся требования Федерального закона «Об акционерных обществах», рекомендации российского Кодекса корпоративного поведения, Принципы корпоративного управления ОЭСР и др

Результатом устранения всех выявленных в ходе проведенной оценки недостатков является полное соответствие практики корпоративного управления в компании всем тем стандартам, которые положены в основу методики рейтинга Однако это не обязательно означает высокий уровень развития системы корпоративного управления с точки зрения возможности разрешения с ее помощью возникающих конфликтов интересов и достижения их сбалансированности, поскольку отдельные механизмы и

[9] Данные о результатах оценки практики корпоративного управления в ОАО АФК «Система» в работе представлены на основе Отчета о практике корпоративного управления в ОАО АФК «Система», подготовленного автором в качестве ведущего эксперта Российского института директоров в рамках присвоения Компании Национального рейтинга корпоративного управления в начале 2005 года

стандарты, предусмотренные рейтингом, могут не являться необходимыми для компании в силу особенностей той стадии развития, на которой она находится Поэтому при разработке оптимального механизма совершенствования практики корпоративного управления следует принимать во внимание эволюционный характер процесса внедрения в деятельность компании стандартов в этой области Сочетание таких ключевых параметров, определяющих стадию развития компании, как система принятия решений, формы финансирования инвестиций и степень концентрации собственности и контроля будет задавать оптимальный набор необходимых механизмов и стандартов корпоративного управления

В качестве дополнительного критерия при разработке оптимального для компании механизма совершенствования корпоративного управления необходимо учитывать эффективность реализуемых при этом мероприятий Эффективность в данном случае определяется, с одной стороны, тем уровнем рейтинга (и соответствующим уровнем инвестиционной привлекательности), который компания может достичь в ходе улучшения практики корпоративного управления, а с другой – необходимыми для этого временными и финансовыми затратами

Первым шагом в разработке оптимального механизма совершенствования практики корпоративного управления в ОАО АФК «Система» явилось определение стадии развития Компании

В рассматриваемый период (конец 2004 – начало 2005 гг) ОАО АФК «Система» осуществляла переход от стадии ведения бизнеса в форме частной компании, имеющей ограниченный круг связанных между собой собственников, к публичной корпорации, чьи акции обращаются на открытом рынке и доступны для свободной покупки или продажи широкому кругу инвесторов

С момента своего создания и до проведения IPO в начале 2005 года почти 100% акционерного капитала ОАО АФК «Система» принадлежало небольшой группе ее создателей, в которой выделялся доминирующий собственник, владевший более 75% обыкновенных акций Компании Именно этим акционером с учетом позиции остальных собственников принимались решения относительно стратегического выбора при переходе Компании от одной стадии развития к другой

Принятое решение о проведении в 2005 году IPO было обусловлено следующими факторами

1 Потребностью в инвестициях для реализации стратегических задач по увеличению стоимости принадлежащих Корпорации активов путем их глубокой

модернизации и по проведению успешных слияния и поглощения для получения синергии,

2 Необходимостью обеспечения ликвидности капитала основного собственника и определения рыночной оценки стоимости Компании как прозрачного и понятного критерия эффективности управления и деятельности Согласно позиции доминирующего акционера, повышение капитализации Корпорации требуется не для продажи бизнеса в ближайшей перспективе, а для облегчения ее доступа к рынкам капитала, в том числе международных, и снижения стоимости привлекаемых на них средств, в том числе заемных[10]

В части контроля Корпорации стратегический выбор основного собственника заключался в сохранении возможности определять все ключевые решения в ее деятельности Поэтому в ходе IPO было размещено только 19% акционерного капитала (16,5% акций дополнительной эмиссии и 2,5% акций, принадлежавших тем или иным собственникам), причем 75% обыкновенных акций (квалифицированное большинство, позволяющее проводить практически любые решения) сохранилось за доминирующим собственником Корпорации (62,1%) и другими ее создателями и менеджерами (12,9%)

В связи с выбором в качестве целевой группы потенциальных инвесторов зарубежных (европейских, британских и североамериканских) институциональных инвесторов площадкой для проведения размещения акций ОАО АФК «Система» была определена Лондонская фондовая биржа

Вторым шагом в разработке оптимального механизма совершенствования практики корпоративного управления в ОАО АФК «Система» являлось определение основных требований и рекомендаций к содержанию этой практики, обусловленных характеристиками стадии развития Компании

Во-первых, необходимость прохождения процедуры листинга на Лондонской фондовой бирже обуславливала потребность внедрения в ОАО АФК «Система» определенных механизмов и соответствующих стандартов корпоративного управления Правила листинга на данной бирже непосредственно не содержат особых требований к иностранным эмитентам в части корпоративного управления Вместе с тем, в соответствии с российским законодательством, выпуск депозитарных расписок (ADR/GDR) возможен только на ценные бумаги, прошедшие листинг на российской бирже, причем не важно, в какой из котировальных списков они будут включены

---

[10] См Бирман А Системный олигарх // Журнал «Компания», 2002 №24 (220)

Поэтому Компанией было принято решение о включении акций в котировальный список «Б» на российских биржах, имеющий менее жесткие требования в части корпоративного управления нежели котировальные списки более высокого уровня

Во-вторых, с точки зрения требований и рекомендаций зарубежных институциональных инвесторов для обеспечения более высокого уровня инвестиционной привлекательности Компании в ее практику корпоративного управления необходимо было также внедрить определенный набор механизмов и соответствующих стандартов, которые отсутствовали в ней, исходя из ее рейтинговой оценки

В-третьих, для повышения на один уровень присвоенного в начале 2005 года Национального рейтинга корпоративного управления Компании необходимо было устранить ряд ключевых недостатков в практике корпоративного управления

Сопоставление требований и рекомендаций в отношении практики корпоративного управления, которые формируются правилами листинга, ожиданиями инвесторов и критериями рейтинга, позволило определить последовательность этапов совершенствования практики корпоративного управления и их содержание

Исходя из приоритетности задачи выполнения требований листинга для включения акций ОАО АФК «Система» в котировальный список «Б» российских бирж, что является условием проведения IPO на Лондонской фондовой бирже, на первом этапе Компании рекомендовалось реализовать следующие мероприятия по совершенствованию практики корпоративного управления

1 Разработать и утвердить внутренний документ, регулирующий использование инсайдерской информации,
2 Создать комитет совета директоров по аудиту, состоящий только из независимых или независимых и неисполнительных директоров,
3 Закрепить во внутренних документах обязанности членов исполнительных органов сообщать совету директоров о владении ими ценными бумагами Компании и планируемых или совершенных сделках с ними,
4 Утвердить решением совета директоров внутренний документ, определяющий основные элементы и процедуры системы внутреннего контроля

С целью повышения инвестиционной привлекательности акций ОАО АФК «Система» при осуществлении их размещения на публичном рынке и поддержания ее на высоком уровне в дальнейшем на втором этапе совершенствования практики

корпоративного управления Компании рекомендовалось, исходя из требований инвесторов, реализовать следующие мероприятия

1 Разработать и утвердить внутренний документ, определяющий дивидендную политику Компании

2 Избрать в состав совета директоров не менее трех независимых директоров

3 Разработать и утвердить внутренний документ, определяющий информационную политику Компании

4 Обеспечить доступность на интернет-сайте Компании всей существенной информации о ней на английском языке

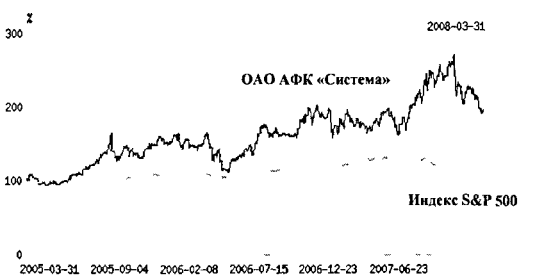
5 Разработать и утвердить кодекс деловой этики

Реализация рекомендаций первого и второго этапов совершенствования практики корпоративного управления в свою очередь обеспечивало бы выполнение Компаний условий для повышения ее Национального рейтинга корпоративного управления

В ходе мониторинга практики корпоративного управления в ОАО АФК «Система» за период с февраля 2005 по февраль 2006 гг , проведенного в рамках Национального рейтинга корпоративного управления, в Компании были отмечены положительные изменения, отражающие выполнение перечисленных выше рекомендаций по совершенствованию системы корпоративного управления

Реализация мероприятий по совершенствованию практики корпоративного управления в ОАО АФК «Система» способствовала успешному проведению IPO на Лондонской фоновой бирже, в результате которого Компанией было привлечено 1,56 млрд долл США, и росту стоимости Корпорации в дальнейшем (см рис 4 1)

Рисунок 4 1 Динамика темпа роста стоимости акций ОАО АФК «Система»



Источник интернет-сайт ОАО АФК «Система» // http //www sistema ru/

Кроме того, результаты совершенствования практики корпоративного управления были отмечены повышением Национального рейтинга корпоративного управления ОАО АФК «Система» до уровня «А» – «Высокий уровень корпоративного управления» Согласно методике рейтинга, это характеризует ОАО АФК «Система» как компанию с достаточно высоким уровнем корпоративного управления и незначительными рисками нарушения прав акционеров, соблюдающую требования российского законодательства в области корпоративного управления и следующую базовым рекомендациям российского Кодекса корпоративного поведения

Основные публикации по теме диссертации

1 Гуляев К А , Коротецкий И В Инструменты оценки качества корпоративного управления в банках // Журнал «Акционерное общество вопросы корпоративного управления», 2007 №7 (38) – 0 3 п л (лично автора – 0 15 п л)

Публикация в изданиях из перечня ведущих рецензируемых научных журналов

2 Гуляев К А Публичное размещение акций и повышение инвестиционной привлекательности компании // Проблемы теории и практики управления международный журнал – М Международная Медиа Группа, 2007, №5 – 0 3 п л

Подписано в печать 16 05 2008 г
Объем 1,6 п л Тираж 80 экз Зак 68

Отпечатано в типографии «Альянс 2002»
117630, Москва, ул Академика Челомея, 8-3