

## 9.6. ОЦЕНКА КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВ- ЛЕНИЯ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Ткаченко Д.Ю., аспирант Национального  
института бизнеса

Качество корпоративного управления в российских компаниях является сложной и многогранной проблемой. Несмотря на повышение его общего уровня, нерешенными остаются все еще много проблем: нарушение прав акционеров, непрозрачность структуры собственности, низкие стандарты отчетности и т.д. Рейтинг корпоративного управления как индикатор его качества оказывает существенное влияние на капитализацию компании и на ее инвестиционную привлекательность.

Интеграция российской экономики в мировое рыночное пространство потребовала, прежде всего, осуществить трансформацию отношений собственности, так как именно установление и защита прав собственности создают предпосылки для формирования здоровой конкуренции, эффективной рыночной экономики и придания устойчивости социальному развитию общества.

Развитие корпоративных структур в ходе приватизации государственной собственности явилось одним из наиболее ярких проявлений трансформации российской экономики. Зрелость и организованность корпораций, а также качество корпоративного управления во многом определяют перспективы устойчивого развития отечественной экономики, обеспечения эффективного экономического роста, основанного на конкурентоспособности основных субъектов экономики.

Проблема прозрачности и эффективности управления в акционерных обществах стала особенно актуальной в России во второй половине 1990-х гг. Внешними предпосылками для этого послужили мировые процессы, в частности, возросший интерес к корпоративному управлению в США в 1980-е гг. (как реакция на волну враждебных захватов контрольных пакетов акций при одновременном усилении институциональных инвесторов), мировой финансовый кризис 1997-1998 гг. и проблемы корпораций стран с развивающимися рынками.

Подходы к понятию корпоративного управления неоднозначны. Так, по мнению специалистов агентства «Стандарт энд Пуэрз» (Standard&Poor's), корпоративное управление охватывает, в первую очередь, комплекс правил и стимулов, с помощью которых акционеры могут осуществлять контроль над руководством компании и оказывать влияние на менеджмент с целью максимизации основных показателей, в частности, прибыли, и, как следствие, стоимости компании.

Суть этого определения заключается в том, чтобы предоставить акционерам возможность эффективного контроля и мониторинга деятельности менеджмента и тем самым способствовать увеличению капитализации компании.

Интересным представляется подход зарубежных специалистов в области корпоративного управления, определяющих его как набор «институциональных механизмов, регулирующих отношения между несколькими группами соучастников в делах корпорации (инвесторов – как акционеров, так и кредиторов; менед-

жеров и рабочих) с целью получения экономических выгод от такой коалиции»<sup>1</sup>.

Несмотря на все преимущества данного определения – выделение круга участников процесса корпоративного управления и его конечной цели – «получение выгод» – данное определение не содержит ответа на вопрос, на чем же построено корпоративное управление.

Другое определение, предложенное российскими специалистами, содержится в распоряжении Федеральной службы по финансовым рынкам РФ (ФСФР), а именно, корпоративное управление – это механизм, который влияет на эффективность работы экономических организаций и их способность привлекать капитал, необходимый для экономического роста<sup>2</sup>.

Положительным моментом этого определения является то, что в центр поставлен механизм привлечения капитала. А недостатком можно считать отсутствие разделения функций владения, управления и контроля.

Специалисты в области корпоративного управления И. Беликов и В. Вербицкий определяют корпоративное управление как «систему взаимоотношений между собственниками компании и ее менеджментом, между различными группами (категориями) акционеров и между компанией в целом и иными заинтересованными группами (stakeholders) по вопросам обеспечения интересов указанных участников корпоративных отношений и обеспечения эффективной деятельности компании, ее соответствия социальным целям и общественным интересам»<sup>3</sup>.

Такой подход к рассматриваемому понятию представляется интересным, так как включает широкий круг участников и различные направления их взаимодействия.

Обобщив приведенные и другие имеющиеся дефиниции, можно заключить, что корпоративное управление представляет собой инструмент разрешения конфликта и достижения единых целей в интересах собственников хозяйствующих субъектов (предприятий и т.п.) посредством регулирования взаимоотношений между акционерами и непосредственными субъектами управления (менеджерами) и различными общественными институтами через определенную систему правил.

Несмотря на некоторые различия в подходах к понятию корпоративного управления, проблема повышения его качества является единой для всех участников рынка, которые особенно настойчивы в своем стремлении получать полную информацию о состоянии дел в компаниях. Инвесторы, прежде всего зарубежные, ставят вопрос сколько-нибудь серьезного увеличения инвестиций в компании в зависимости от существенного улучшения корпоративного управления. За акции компаний, создавших у себя систему корпоративного управления, понятную инвесторам, они готовы платить существенную премию.

В целях повышения качества корпоративного управления в последнее время в разных странах, в том числе и в России, были приняты кодексы и стандарты корпоративного управления. Разработкой норм корпоративного управления занимаются крупнейшие меж-

<sup>1</sup> Аоки М., Ким Х. Корпоративное управление в переходных экономиках. Инсайдерский контроль и роль банков. СПб., 1997. С. 309.

<sup>2</sup> Распоряжение ФКЦБ «О рекомендации к применению кодекса корпоративного поведения» от 04.04.2002 №421/р // Вестник ФКЦБ России, 30.04.2002, №4.

<sup>3</sup> Беликов И., Вербицкий В. Корпоративное управление, его стандарты и их внедрение // Общество и экономика, 2005, №10-11. С. 117

дународные организации. Однако наиболее реальным отражением транспарентности руководства в акционерных обществах являются рейтинги качества корпоративного управления, которые составляются ведущими зарубежными и российскими рейтинговыми агентствами, такими как:

- «Стандарт энд Пуэрс» (Standard & Poor's);
- «Брюнsvик Варбург» (Brunswick Warburg);
- «Эксперт РА-РИД»;
- Институт корпоративного права и управления и др.

Следует отметить, что время от времени возникает ситуация, когда одни и те же компании могут оказаться на верхних строчках в одних рейтингах и на нижних строчках – в других. Тем не менее, это не говорит о том, что рейтинги неадекватно отражают действительность.

- Во-первых, зарубежные и российские рейтинги корпоративного управления используют различные категории показателей для оценки качества корпоративного управления. Кроме того, даже в рамках одних и тех же категорий могут использоваться отличные друг от друга наборы показателей / индикаторов. Например, одна рейтинговая организация может оценивать деятельность совета директоров по количеству независимых директоров и факту разделения должностей председателя совета и генерального управляющего, другая будет оценивать деятельность по наличию комитетов в составе совета и частоте заседаний совета (комитетов совета), а третья – по профессиональному опыту и участию в программах повышения квалификации членов совета директоров и уровню вознаграждения, выплачиваемого директорам, и т.п.
- Во-вторых, играют роль различия в источниках информации. Одни составители рейтингов используют доступную широкой публике информацию с официальных сайтов, из пресс-релизов компаний и подобного рода источников, другие запрашивают информацию напрямую у компаний, третьи проводят интервью с членами советов директоров и исполнительного руководства компаний, финансовыми аналитиками, инвестиционными банкирами.

Возникает закономерный вопрос: следует ли доверять рейтингам корпоративного управления, и если следует, то каким именно?

Составители рассматриваемых рейтингов сходятся во мнении, что привлекательность ценных бумаг компании для инвесторов определяется ее практикой корпоративного управления. А рейтинги корпоративного управления, во-первых, дают возможность сравнивать компании между собой для принятия инвестиционного решения, а во-вторых, показывают, какие компании подвержены большему риску оказаться вовлеченными в истории, подобные тем, что произошли с компаниями Enron, WorldCom, Royal Ahold, Parmalat. Так, специалисты, занимающиеся составлением рейтингов корпоративного управления, утверждают, что «качество корпоративного управления может быть определяющим фактором при принятии инвестиционных решений»<sup>4</sup>.

Следует внимательно относиться к подобным утверждениям.

- Во-первых, 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 реальной 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 фон-

да значимым фактором при выборе объектов для инвестирования.

- Во-вторых, в то время как некоторые категории инвесторов действительно принимают во внимание качество корпоративного управления, эмпирически не было подтверждено, что это является основным фактором в принятии решений инвесторами.

Представляется, что в своем значительном большинстве существующие рейтинги корпоративного управления не способны предсказать с приемлемой для инвестора степенью точности, какие компании достигнут лучших результатов деятельности и какие компании встанут на путь, несовместимый с интересами собственников и других вовлеченных сторон. Столь же вероятно, что таковыми окажутся компании как с «хорошим», исходя из положения в рейтинге, так и с «плохим» корпоративным управлением.

Тем не менее, необходимо обратить внимание на увеличивающееся количество исследований, показывающих связь между корпоративным управлением и успехами компаний.

Факторы, на которые опираются инвесторы при принятии инвестиционного решения, определяются, в первую очередь, типом инвестора.

Очевидно, что для рискованных портфельных инвесторов корпоративное управление не играет важной роли, так как 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. И с этим действительно сложно спорить. Однако в действительности нет компаний, которые бы отличались только уровнем корпоративного управления, – поэтому в расчет принимаются целый ряд других факторов, делающих компании более и менее привлекательными в глазах инвесторов<sup>5</sup>.

Интересна ситуация с традиционными портфельными инвесторами (основными в этой категории являются институциональные инвесторы – пенсионные фонды, страховые компании и некоторые инвестиционные фонды). Эти участники рынка должны заботиться как о сохранении, так и о приумножении средств своих вкладчиков / клиентов. Они внимательно анализируют результаты рейтингов корпоративного управления, зная тот факт, что резкие падения стоимости акций отдельных компаний во многих случаях были следствием событий, ставших возможными из-за его низкого уровня. Поэтому степень внимания к корпоративному управлению в случае традиционных портфельных инвесторов может зависеть от того, насколько консервативной стратегии придерживается такой инвестор. Если определяющим для него является рост стоимости вложений, то на первый план при принятии инвестиционных решений выходит достаточно много других факторов, не касающихся качества корпоративного управления. Если же определяющим для инвестора

<sup>4</sup> Беликов И.В., Гавриленков Е.Е., Константинов Г.Н. и др. Корпоративное управление и экономический рост в России. – М., 2004. С. 103.

<sup>5</sup> Сонин А. Корпоративное управление: мифы и реальность // Управление компанией, 2005, №12.

является снижение риска потери вложенных средств, то качество корпоративного управления в объектах инвестирования начинает играть заметную роль.

Следующая категория инвесторов – стратегические инвесторы, чьей задачей 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 существенную роль, поскольку стратегический инвестор, во-первых, 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, поинтересуются качеством сделанной инвестиции, в том числе и по такому параметру, как уровень корпоративного управления в объекте инвестирования.

Следует заметить, что для стратегических инвесторов, чьей задачей является покупка недооцененной на рынке компании с целью приведения дел в порядок и последующей ее продажи, качество корпоративного управления в приобретаемой компании имеет меньшее значение:

- во-первых, компания с «плохим» корпоративным управлением, возможно, будет стоить при покупке дешевле;
- 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%-ным владением, где не возникает вопросов 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 в компании, так и менеджмент компании.

При этом как для традиционных портфельных, так и для стратегических инвесторов при принятии инвестиционных решений значимую роль играют страновые факторы (политическая стабильность, развитие экономики, перспективы экономического роста, уровень бюрократизации и коррупции и др.) и институциональные факторы (степень развития фондового рынка, понятность и стабильность налоговой системы, эффективность системы судопроизводства и правоприменения и др.).

Таким образом, можно предположить, что более значимую роль рейтинги корпоративного управления играют для традиционных инвесторов, придерживающихся консервативной стратегии инвестирования. Именно на эту категорию инвесторов ориентировано большинство рейтингов.

Возникает следующий важный вопрос: что составляет качество корпоративного управления и как его измерить?

Используемые составителями рейтингов показатели качества корпоративного управления могут иметь весьма ограниченное применение в плане определения результатов деятельности (прежде всего, финансовых – роста прибыли и акционерной стоимости компании), поскольку во многих случаях эти критерии качества таковыми не являются вовсе или являются в минимальной степени, а более значимые факторы выходят за рамки анализа.

Представляется возможным и полезным оценивать качество корпоративного управления по формальным (закрепленным законодательно) или неформальным (рекомендуемым различными кодексами) требованиям к структуре и составу совета директоров, степени раскрытия информации и т.п. Но этих критериев недостаточно. Можно предположить, что в корпоративном управлении очень многое зависит от факторов, которые очень часто остаются за рамками рейтингов и исследований. Таких, например, как индивидуальные качества и умение членов совета директоров взаимодействовать, отношения директоров и менеджеров компании, компетентность и наличие высоких моральных устоев у менеджеров и т.п.

Невозможность использования всех факторов, равно как и проверка анализируемой информации, зачастую приводят к ситуации, когда компании, во многом отвечающие критериям кодексов корпоративного управления или даже находящиеся на вершинах рейтингов корпоративного управления, сталкиваются с серьезнейшими проблемами, ставящими их на грань банкротства, или становятся участниками хроник крупномасштабных мошенничеств. Рухнувшие в одночасье гиганты «Энрон» (Enron) и «Ворлдком» (WorldCom) могли бы стоять на высших ступенях рейтингов корпоративного управления, если бы подобные рейтинги составлялись на тот момент. Ярким примером являются события, происходящие сегодня с крупнейшим мировым производителем автомобилей компанией «Дженерал Моторз» (General Motors), которая оказалась в кризисе, несмотря на широкую известность своей политики (руководства) по корпоративному управлению. Американский автогигант – это одна из первых в мире компаний, разработавшая официальный документ – кодекс корпоративного поведения.

Подобные ситуации можно объяснить, если предположить, что критерии оценки качества корпоративного управления определены неверно. А именно, в большинстве случаев его качество оценивается не по фактическим результатам, а на основе достаточно формальных, как правило, количественных, критериев. 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.

Почему же многие организации – составители рейтингов корпоративного управления – в значительном большинстве случаев используют формальный подход? Ответ достаточно очевиден: доступность и относительно легкая измеримость большинства применяемых показателей. Однако то, что хорошо измеримо, может играть меньшую роль в определении качества корпоративного управления, нежели трудноизмеримые, но более значимые факторы.

Последнее обстоятельство делает необходимым анализ критериев качества корпоративного управления. Следует помнить, что не существует единой модели корпоративного управления, которая работала бы во всех странах и во всех компаниях. На практике существует множество различных кодексов, принимающих во внимание различия в законодательстве, структуре органов управления и практике ведения дел в той или иной стране. В то же время существуют стандарты, которые могут быть применены в широком

диапазоне правовых, политических и экономических условий<sup>6</sup>. К ним относятся:

- честность;
- прозрачность;
- подотчетность;
- ответственность.

Эти же самые критерии могут быть использованы в качестве основ методологии оценки системы корпоративного управления отдельных компаний.

### **Честность**

Честность отражает степень защищенности прав всех акционеров и уровень дисциплины исполнения финансовых контрактных обязательств перед кредиторами. Честность имеет особое значение, когда имеются акционеры, владеющие крупными контрольными пакетами акций, и когда владельцы компании имеют другие финансовые интересы. Необходимо знать, имеются ли у компании отношения с другими фирмами, в рамках которых может иметь место трансфертное ценообразование в отношении нерыночных позиций, или приводят ли связи между компаниями к выдаче взаимных денежных авансов, задолженностей по расчетам или субсидий. Другим важным фактором является способ вознаграждения членов руководства и другие льготы, которыми они могут пользоваться. В отношении избрания членов руководства и членов совета директоров самым надежным способом обеспечения честности процедуры является кумулятивное голосование, а наиболее эффективной формой избрания совета директоров является такая, которая исключает ротацию, поскольку таким образом обеспечивается возможность замены.

### **Прозрачность**

Прозрачность предполагает своевременную публикацию адекватной информации относительно результатов производственной и финансовой деятельности компании, а также практики корпоративного управления. В компании с хорошим корпоративным управлением стандарты своевременного представления информации и прозрачности весьма высоки. Это дает возможность акционерам, кредиторам и директорам осуществлять эффективный контроль за деятельностью руководства, а также за результатами производственной и финансовой деятельности компании. Высокий уровень прозрачности означает, что предоставляемая финансовая отчетность способствует созданию четкого представления об истинном финансовом положении фирмы. В частности, это подразумевает раскрытие информации относительно условных обязательств компании и сделок, заключенных с взаимосвязанными компаниями на условиях, отличающихся от условий сделок между независимыми друг от друга сторонами.

Обеспечение прозрачности может предполагать переход компании на Международные стандарты бухгалтерского учета. Важное значение имеет понимание структуры собственности компании, особенно в тех случаях, когда существует известный держатель контрольного пакета акций или когда контрольный пакет акций фактически имеется на основании сговора между акционерами. Прозрачность также диктует требования к открытости в отношении результатов нефинансовой деятельности, особенно во всем, что касается

некоммерческих операций компании и ее рыночного положения относительно конкурентов. Открытая публикация устава, внутренних нормативных документов и четко сформулированная цель деятельности компании также способствуют соблюдению высоких стандартов прозрачности.

### **Подотчетность**

Подотчетность определяет роль совета директоров компании и его способность создавать условия для независимого контроля за качеством работы органов управления, а также обеспечивать подотчетность руководства акционерам и другим финансово заинтересованным лицам. Важное значение имеет распределение обязанностей на уровне совета директоров. Советы директоров с высокой степенью подотчетности характеризуются наличием сильного состава независимых сторонних директоров, обеспечивающих соблюдение интересов всех акционеров, как крупных, так и мелких. Напротив, компании, крупный пакет акций которых принадлежит одному крупному акционеру или контролируется небольшим числом акционеров, могут иметь совет директоров, уровень подотчетности которого акционерам будет ограничен. Особенно это заметно в тех случаях, когда среди членов совета директоров присутствует большое число членов руководства. При советах директоров могут создаваться ключевые подкомитеты, причем их состав (особенно соотношение между числом независимых и зависимых директоров) может иметь важное значение. Аудит деятельности совета директоров сторонней организацией может дать независимую оценку фактического уровня подотчетности совета директоров.

### **Ответственность**

Ответственность означает степень соблюдения компанией, а также ее владельцами, директорами и менеджментом применимых к ней законодательных и других нормативных актов, в частности, налогового, антимонопольного, трудового законодательства, актов по защите окружающей среды, Уголовного кодекса. Ответственность также подразумевает внимание к интересам лиц, причастных к делам компании каким-либо образом помимо финансового, помимо соблюдения прав акционеров и кредиторов. Финансово заинтересованные лица имеют право требовать от компании такого поведения, равно как и права знать о том, что ее поведение не соответствует перечисленным критериям.

Рассмотренные критерии являются обобщением тех факторов, которые составляют основу существующих современных зарубежных и российских методик оценки качества корпоративного управления.

Анализ оценочных методик обозначенных рейтингов корпоративного управления показал, что в целом все они схожи между собой, поскольку в основе их составления лежат одни и те же общепринятые принципы. В связи с этим представляет интерес их сравнение.

В число сильных сторон рейтинга «Стандарт энд Пурз» можно включить работу в непосредственном контакте с оцениваемой компанией и анализ большого объема информации. В то же время ориентация преимущественно на принципы ОЭСР может привести к искажению результатов вследствие недостаточного учета специфики российского бизнеса. Кроме того, высокая стоимость услуг приводит к тому, что оценено лишь небольшое число компаний, а значит, нет полноценной базы для сравнения.

<sup>6</sup> Пономарев Ю.В. Международные тенденции развития систем корпоративного управления в России // Деньги и кредит, 2001, №6. С. 15.

Среди основных достоинств исследования «РИД-Эксперт РА» можно отметить комплексность подхода к оценке рисков корпоративного управления и масштабность проведенной работы, так как определены риски большинства активных участников российского фондового рынка. В то же время у данного рейтинга есть некоторые слабые стороны – например, грубость шкалы оценок (низкая степень градации), субъективность оценки.

Методика «Брюнsvик ЮБС Варбург» имеет следующие положительные моменты: учитывает большое количество рисков, каждой компании присваивается итоговый балл. Среди недостатков следует отметить:

- дистанционный характер;
- публичность анализируемой информации.

В пользу рейтинга ИКПУ свидетельствует то, что при выставлении оценки институт учитывает общепринятые принципы, выставляет индивидуальный числовой показатель. Слабая сторона заключается в том, что оценка проводится нерегулярно, что не позволяет проследить динамику изменения качества корпоративного управления.

Результаты сравнения рассмотренных методик приведены в табл. 1.

Таблица 1

**СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ РЕЙТИНГОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ**

Критерий	Рейтинг			
	Standard & Poor's	Brunswick Warburg UBS	ИКПУ	«РИД-Эксперт РА»
Тип исследования	Интерактивный рейтинг	Дистанционный рейтинг	Дистанционный рейтинг	Дистанционный рэнкинг
Первая публикация	Ноябрь 2000 года	Май 2000 года	Март 2001 года	2003 год
Периодичность	По мере поступления заявок от компании	1 раз в полгода или 1 раз в год	Ежеквартальный до 2003 года	Ежемесячное подтверждение
Стоимость участия компании в исследовании	Около 50 тысяч долларов	Бесплатно	Бесплатно	Бесплатно
Основные потребители	Акционеры компании, иные инвесторы	Клиенты банка, портфельные инвесторы	Миноритарные акционеры	Инвесторы, заинтересованные лица
Сильные стороны	Большой объем анализируемой информации	Глубокий учет специфики делового оборота	Моделируется реальное поведение акционера	Широкий охват аудитории
	Непосредственный контакт с компанией	Широкий охват аудитории	Учитываются особенности российского делового оборота	Чувствительность к изменениям в практике корпоративного управления
	Глубокая проработка	Прозрачная методика	-	-

Критерий	Рейтинг			
	Standard & Poor's	Brunswick Warburg UBS	ИКПУ	«РИД-Эксперт РА»
Недостатки	Высокая стоимость	Составлен участником рынка	Непрозрачность методики	Низкое качество используемой информации
	Непредставительная выборка	Недоступен широкий общественности	Анализируются только те компании, акциями которых обладает институт	Грубость шкалы оценок
	Не всегда корректный учет специфики делового оборота	-	Есть риск манипуляции со стороны компаний	-

Результаты, получаемые при использовании сравниваемых рейтингов, зачастую различаются и не отражают истинной картины состояния корпоративного управления компаний.

Поэтому интерес также представляют количественные показатели, полученные при использовании обозначенных методик. Сравнительные данные приведены в табл. 2.

Таблица 2

**РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ УРОВНЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Критерий	Рейтинг			
	Standard & Poor's	Brunswick Warburg	«РИД – Эксперт РА»	ИКПУ
Идеальное значение	10	0	A	100
ОАО «Вымпелком»	6,4 (3)	7,5 (1)	A (1)	86,6 (1)
ОАО «ГМК Норильский никель»	-	13,25 (4)	B+ (3)	72,37 (2)
ОАО «Северо-западный телеком»	5,6 (5)	22,25 (9)	A (1)	72,16 (3)
ОАО «Ленэнерго»	5,2 (8)	15 (5)	B+ (3)	67,01 (4)
ОАО «Ростелеком»	6,2 (4)	19 (7)	A (1)	64,95 (5)
ОАО «МГТС»	5,5 (6)	30,75 (10)	B++ (2)	62,89 (6)
ОАО «МТС»	6,9 (2)	16,5 (6)	B++ (2)	62,27 (7)
ОАО «Аэрофлот»	5,4 (7)	19,5 (8)	B++ (2)	61,65 (8)
ОАО «ЛУКОЙЛ»	-	12,25 (3)	B++ (2)	60 (9)
ОАО «Вимм-Билль-Данн»	7,7 (1)	11,5 (2)	B++ (2)	-

Разница в подходах приводит к довольно заметным отличиям в результатах. Так ОАО «Северо-западный телеком» в рейтинге «РИД – Эксперт РА» занимает первое место, а по результатам оценки Брюнsvик ЮБС Варбург – только девятое место. Аналогичная ситуация наблюдается в исследовании ОАО «МГТС» – десятое и второе места соответственно.

Чтобы разобраться в причинах такого несоответствия в оценках одной компании, проанализируем ситуацию с ее корпоративным управлением<sup>7</sup>. Среди сильных сторон практики ОАО «Северо-западный телеком» можно отметить:

<sup>7</sup> Анализ основывается на материалах аналитических обзоров компании и отрасли в целом, а также в соответствии с ежегодными отчетами ОАО «Северо-западный телеком».

- вовлеченность акционеров и совета директоров в контроль над менеджментом. Особенно следует отметить роль его независимых членов;
- активное функционирование совета директоров и четырех его комитетов, два из которых возглавляют независимые директора; они также имеют в них большинство мест;
- общая прозрачность компании находится на высоком уровне, так как функционирует Департамент взаимодействия с инвесторами;
- руководители, занимающие ключевые посты, регулярно участвуют во встречах с заинтересованными лицами;
- повышение качества отчетности по МСФО позволило в 2005 году впервые получить заключение аудитора без замечаний;
- высокое качество процедур подготовки и проведения собраний акционеров и значительный объем их прав, которые предоставляются в соответствии с российским законодательством и уставными документами.

В то же время имеется ряд недостатков:

- неоднозначный характер влияния «Связьинвеста», контролирующего акционера компании. Несмотря на тот факт, что наиболее противоречивые формы этого воздействия в последний год стали менее выраженными, возможности миноритарных акционеров по-прежнему крайне ограничены;
- доминирование в составе совета директоров представителей «Связьинвеста» и государства;
- зависимость вознаграждения членов совета от краткосрочных финансовых показателей, что стимулирует нежелательную краткосрочную ориентацию.

Таким образом, различие оценок можно объяснить несколькими причинами:

- во-первых, это связано с использованием агентствами неодинаковых критериев исследования;
- во-вторых, анализ основывается на данных из разных источников;
- в-третьих, заказчики исследования в каждом случае преследуют свои собственные цели.

Сравнительный анализ остальных рейтингов также подтверждает итоговые различия между ними. Прежде всего, различается состав участников. Кроме того, ввиду разных целевых установок составители концентрируются на разных компаниях.

Некоторая общность подходов обусловила определенное сходство списков «Стандарт энд Пуэрз» и рейтинга ИКПУ. Коэффициент корреляции между ними – 0,61 (максимальное совпадение для всех проанализированных результатов). Например, ОАО «Вымпелком» в большинстве рейтингов занимает высшую позицию. Если проанализировать причины такого положения, можно отметить следующие моменты. Компания известна среди инвесторов современной идеологией менеджмента, ориентированной на мировую практику, высокой степенью прозрачности и приверженностью высоким стандартам корпоративного управления. В 1996 г. она осуществила первичное размещение акций на Нью-Йоркской фондовой бирже и стала первой российской компанией, включенной в ее листинг. Как следствие, деятельность ОАО подлежит регулированию со стороны Нью-Йоркской фондовой биржи и Комиссии США по ценным бумагам и биржам (КЦББ), в том числе в части требований к прозрачности, предусматриваемых законом Сарбейнса-Оксли.

Сбалансированное влияние основных владельцев – компаний «Теленор» (Telenor) и «Альфа-Групп» (которым принадлежит соответственно 26,6 и 32,9% голосующих акций) – и их готовность защищать интересы миноритарных акционеров являются важнейшими

элементами структуры корпоративного управления «ВымпелКома».

Среди положительных моментов следует также отметить:

- наличие положения о квалифицированном большинстве при голосовании совета директоров, что позволяет независимым директорам блокировать любую инициативу, не соответствующую интересам миноритариев;
- открытость компании для инвестиционного сообщества и высокий уровень ее финансовой и операционной прозрачности;
- наличие механизмов эффективного надзора за процессом внутреннего и внешнего аудита;
- эффективную работу совета директоров и наличие действенных механизмов мотивации в программах вознаграждения высших руководителей.

Таким образом, корпоративная практика ОАО «Вымпелком» оценивается на достаточно высоком уровне, что отражается и указанными рейтингами, и высоким доверием к компании и ее акциям как со стороны российских, так и западных участников фондового рынка.

В то же время, сравнивая результаты «Брюнсвик ЮБС Варбург» и S&P, можно заметить меньшую степень корреляции – она не превышает 0,4 (то есть оценки практически независимы).

В связи с изложенным возникает вопрос о необходимости существования на рынке различных методик. С одной стороны, наличие нескольких обособленных рейтингов неоправданно, а значит, было бы целесообразней создать единую систему оценки качества корпоративного управления. Подобная оценка нужна в первую очередь компаниям, чьи акции торгуются на бирже, что и подтверждают существующие на сегодняшний день рейтинги.

С другой стороны, большее число методик позволяет по-разному рассматривать практику корпоративного управления в одних и тех же компаниях, а это в немалой степени способствует прозрачности российской экономики, комплексному анализу бизнеса.

Итак, рейтинги корпоративного управления отражают точку зрения организации – составителя рейтинга на риски, связанные с неэффективным или нечестным управлением. Проводимая оценка призвана содействовать определению справедливой стоимости акций и помогать инвесторам принимать инвестиционные решения, предоставляя необходимую информацию об уровне корпоративного управления в компаниях.

Несмотря на некоторые различия в методиках оценки качества корпоративного управления (в обозначенных выше рейтингах), четко прослеживается тенденция повышения его общего уровня. Об этом свидетельствует представленная ниже динамика за 2005-2007 гг.<sup>8</sup>

Проанализируем данные о развитии качества корпоративного управления за период 2004-2007 гг., отраженные в результатах ранжирования агентства «РИД – Эксперт РА».

Приведенные данные свидетельствуют в целом о позитивно-стабильном характере изменения качества корпоративного управления в рассматриваемых компаниях. Рост результатов рейтинга в таких компаниях, как ОАО «МГТС», ОАО «Аэрофлот», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Вимм-Билль-Данн», отражает главным образом повышение оценки влияния акционеров, а также улучшение прозрачности компаний.

<sup>8</sup> Выборка представлена по российским компаниям – лидерам своей отрасли, поэтому отражает рыночную тенденцию.

Таблица 3

**ДИНАМИКА РЕЗУЛЬТАТОВ ОЦЕНКИ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Компания	Год оценки				Изменение
	2004	2005	2006	2007	
ОАО «ГМК Норильский никель»	V+	V+	V+	V+	-
ОАО «Северо-западный телеком»	A	A	A	A	-
ОАО «Ленэнерго»	V+	V+	V+	V+	-
ОАО «Ростелеком»	A	A	A	A	-
ОАО «МГТС»	V	V++	V++	V++	↑
ОАО «МТС»	V++	V++	V++	V++	-
ОАО «Аэрофлот»	V+	V++	V++	V++	↑
ОАО «ЛУКОЙЛ»	V+	V++	V++	V++	↑
ОАО «Вимм-Билль-Данн»	V+	V++	V++	V++	↑

Усиление позиций в рейтинге отражает эффективность механизмов корпоративного управления, в частности: прозрачность структуры собственности, реальное влияние независимых директоров на принятие решений, а также приверженность контролирующей группы акционеров высоким стандартам акционерной практики.

Выступая как индикатор национальной экономики, фондовый рынок чувствительно реагирует на изменения рейтингов корпоративного управления, что отражается в поведении российских биржевых индексов. Это становится особенно заметно, если проследить динамику цены акций эмитента в момент присвоения соответствующей оценки качества руководства. Так, например, 2 мая 2006 года стало известно о повышении агентством «Стандарт энд Пуэрз» рейтинга ОАО «Ростелеком» с 6,0 до 6,2 баллов, на что акции компании отреагировали ростом котировок на 3,48%. Другой пример: 5 мая 2006 года Российский институт директоров подтвердил результаты ранжирования ОАО «Северо-западный телеком» на уровне A (7+ по новой шкале), что послужило причиной повышения курсовой стоимости ценных бумаг общества на 3,12%. Подобная тенденция характерна для большинства исследуемых компаний.

Одним из важных аспектов поведения фондового рынка является уровень волатильности, поскольку он позволяет определить риск вложения в финансовые инструменты. Рынок акций в России до сих пор остается одним из самых волатильных в мире<sup>9</sup>. Сделки купли-продажи носят преимущественно спекулятивный, а не инвестиционный характер. Индекс акций ММВБ, по которому большинство иностранных вкладчиков судят о нашем рынке в целом, изменился, начиная с 2005 года, более чем на 300%. Его падения и взлеты с большой степенью вероятности являлись следствием внешних и внутренних политических и экономических событий.

Наиболее волатильными, несомненно, за рассматриваемый период были обыкновенные акции ОАО «ЮКОС». Арест ее главы, Михаила Ходорковского, 25 октября 2003 года потряс рынок, и ценные бумаги компании упали более чем на 17% за один день, потащив за собой все остальные. В то время ОАО «ЮКОС» считалось одной из наиболее инвестиционно-привлекательных «голубых фишек».

<sup>9</sup> Галкина Т. Фондовый рынок вошел в зону высокой волатильности. // Финансовые известия, 19.04.2007.

Как уже было отмечено, высокий уровень корпоративного управления может существенно увеличить стоимость акционерного капитала и привлечь внимание внешних инвесторов, сокращая при этом значительную часть рисков, присущих компаниям, ориентированным на информационную прозрачность.

При принятии решения о покупке ценных бумаг инвестор стремится найти решение, которое обеспечит максимальную доходность при минимальном риске, то есть существенный рост капитализации при минимальном значении волатильности. Последняя также оказывает большое влияние на изменение цены акций. В данном случае ориентиром выступает следующий показатель – соотношение доходность / волатильность (E / V).

Поэтому в рамках данного исследования возникла необходимость проверить гипотезу о наличии прямой зависимости между качеством акционерного руководства и показателем E / V.

На первом этапе рассмотрим понятийный аппарат.

Ни одно понятие финансовой математики, в частности, и теории финансов, не обладает столь противоречивыми толкованиями, как волатильность. Этот термин возникает во многих разных контекстах и всегда означает нечто связанное с неопределенностью, изменчивостью или риском. Однако единого универсального определения, справедливого во всех обстоятельствах, не существует. Разные источники по-разному трактуют это понятие. Для сравнения рассмотрим дефиниции, приведенные в следующих источниках.

Джон Халл определяет волатильность как меру неопределенности дохода, реализуемого на данном активе (a measure of the uncertainty of the return realized on an asset)<sup>10</sup>.

На латыни слово volatilis означает крылатый, летающий, быстрый, быстротечный, мимолетный, временный, преходящий, эфемерный.

Словарь Random House Webster's concise dictionary дает следующие интерпретации термина volatile:

- evaporating rapidly;
- tending or threatening to erupt in violence; explosive;
- changeable; unstable, что дословно переводится на русский язык как:
  - быстро испаряющийся;
  - стремящийся или грозящий излиться или извергнуться со стремительностью или неистовством; взрывоопасный;
  - изменчивый; неустойчивый. Эти интерпретации близки к оригинальным латинским корням слова volatility<sup>11</sup>.

В финансовой математике в рамках некоторых специальных моделей эволюции финансовых индексов, таких как геометрическое броуновское движение, волатильность отождествляется с коэффициентом диффузии, в свою очередь, отождествляемым со стандартным отклонением приращений соответствующих случайных процессов на временных интервалах единичной длины<sup>12</sup>. В некоторых случаях этот коэффициент даже предполагается бесконечным, несмотря на то, что в реальном мире бесконечно большие перемещения неосуществимы.

<sup>10</sup> Hull J.C. Options, Futures and Other Derivative Securities. – Prentice-Hall, New Jersey, 2003. P. 11.

<sup>11</sup> Random House Webster's Concise Dictionary. Random House. – New York, 1993. P. 412.

<sup>12</sup> Ширяев А.Н. Основы стохастической финансовой математики. – М., 2006. С. 159.

Таблица 4

## СРАВНЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ РЕЙТИНГА И ПОКАЗАТЕЛЯ ДОХОДНОСТЬ / ВОЛАТИЛЬНОСТЬ

Компания	Рейтинг			
	Brunswick UBS Warburg	Доходность, %	Волатильность, %	Доходность / Волатильность
ОАО «ВымпелКом»	7,5 (1)	342,67	4,17	82,18
ОАО «Вимм-Билль-Данн»	11,5 (2)	531,40	5,90	90,07
ОАО «ЛУКОЙЛ»	12,25 (3)	262,25	3,81	68,83
ОАО «ГМК Норильский никель»	13,25 (4)	377,55	5,59	67,54
ОАО «Ленэнерго»	15 (5)	433,27	8,42	51,46
ОАО «МТС»	16,5 (6)	164,91	3,27	50,43
ОАО «Ростелеком»	19 (7)	364,10	7,48	48,68
ОАО «Аэрофлот»	19,5 (8)	198,74	4,56	43,58
ОАО «Северо-западный телеком»	22,25 (9)	263,98	6,62	39,88
ОАО «МГТС»	30,75 (10)	220,77	5,71	38,66
Индекс ММВБ		308,58	4,06	76,00

Наиболее подходящим для проводимого исследования можно считать определение, принятое для расчетов фондовой биржей ММВБ: волатильность – это стандартное отклонение изменения стоимости финансового инструмента в рамках заданного временного горизонта.

Для проверки гипотезы были проанализированы ценовые колебания акций российских компаний, представленных в рассмотренном ранее рейтинге. Определение волатильности по ценным бумагам данных эмитентов осуществлялось за период с 1 января 2005 года по 30 июля 2007 г. включительно. На больших временных отрезках тенденции принимают более четкий характер, что позволяет добиться более точного результата. К тому же в течение этого времени наблюдались существенные колебания котировок на российских биржевых площадках, рынок характеризовался разнонаправленными движениями, что отвечает задачам исследования.

Для расчета использовались цены закрытия торгов на недельном интервале, так как это принято в соответствии с международной практикой. Волатильность или стандартное отклонение характеризуют дисперсию процента изменения цен. Чем больше вариация, тем выше вероятность изменения цены – и тем рискованнее акция. Формула для расчета выглядит следующим образом:

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum_{k=2}^N (\Delta p_i^k - \overline{\Delta p}_i)^2}{N-1}};$$

$$\Delta p_i^k = \frac{p_i^k - p_i^{k-1}}{p_i^{k-1}};$$

$$\overline{\Delta p}_i = \frac{\sum_{k=2}^N \Delta p_i^k}{N-1},$$

где

$\sigma_i$  – недельная волатильность  $i$ -й ценной бумаги;

$p_i^k$  – цена  $i$ -й ценной бумаги на конец  $k$ -го торгового периода;

$\Delta p_i^k$  – относительное изменение цены  $i$ -й ценной бумаги на конец  $k$ -го торгового периода;

$\overline{\Delta p}_i$  – среднее значение относительных изменений цен  $i$ -й ценной бумаги за рассчитываемый период;

$N$  – продолжительность временного периода.

Оценка качества корпоративного управления проводилась в соответствии с данными агентства «Брансвик Варбург».

Рассмотрим табл. 4 анализируемых показателей.

Из данных, представленных в табл. 4, можно сделать вывод, что компании с меньшим количеством штрафных баллов – более высоким качеством корпоративного управления (ОАО «Вымпелком» и ОАО «Вимм-Билль-Данн») имеют показатель доходность / волатильность выше, чем эмитенты, представленные в конце рейтинга (например, ОАО «МГТС»), и более того, выше, чем соответствующий коэффициент индекса ММВБ.

Как того требует методология проведения экономических исследований, необходимо осуществить статистическую проверку полученных результатов. Для этого используем проверенный метод регрессионного анализа.

Составляем уравнение линейной зависимости, где показатель доходность / волатильность выступает в роли зависимой переменной ( $y_x$ ) к рейтингу управления как независимой переменной ( $x$ ).

Линейное уравнение имеет следующий вид:

$$y_x = a_0 + a_1 \cdot x.$$

Для его решения составляем расчетную таблицу. На основе метода наименьших квадратов определим параметры уравнения  $a_0$  и  $a_1$ .

$$a_0 = \frac{\sum y \sum x^2 - \sum xy \sum x}{n \sum x^2 - \sum x \sum x} = \frac{581,31 \cdot 3193,25 - 8845,07 \cdot 167,5}{10 \cdot 3193,25 - 28056,25} = \frac{374718,92}{3876,25} = 96,6704;$$

$$a_1 = \frac{n \sum xy - \sum x \sum y}{n \sum x^2 - \sum x \sum x} = \frac{10 \cdot 8845,07 - 167,5 \cdot 581,31}{10 \cdot 3193,25 - 28056,25} = \frac{-8918,72}{3876,25} = -2,3008.$$

Полученные значения параметров  $a_0 = 96,6704$  и  $a_1 = -2,3008$  используем для составления математической модели зависимости показателя доходность / волатильность от уровня качества корпоративного управления. Подставляя полученные коэффициенты в уравнение регрессии, получаем:

$$y_x = 96,6704 + (-2,3008) \cdot x$$

Так как в проводимом исследовании выборка ограничена десятью фирмами, то коэффициенты регрессии – параметры уравнения должны быть проверены на адекватность с использованием  $t$ -критериев Стьюдента.

Прежде всего вычислим расчетные (фактические) значения  $t$ -критерия.

$$\sigma_e = \sqrt{\frac{\sum (y_i - y_{xi})^2}{n}} = \sqrt{\frac{866,4885}{10}} = 9,3085.$$



Далее определим среднее квадратическое отклонение факторного признака  $x_i$  от своей средней  $\bar{x}$ .

$$\sigma_x = \sqrt{\frac{\sum(x_i - \bar{x})^2}{n}} = \sqrt{\frac{387,625}{10}} = 6,2259.$$

Вычислим фактические значения  $t$ -критерия Стьюдента для параметров уравнения по формулам:

$$ta_0 = |a_0| * \frac{\sqrt{n-2}}{\sigma_\varepsilon} = \frac{96,6704 * \sqrt{10-2}}{9,3085} = 29,3737;$$

$$ta_1 = |a_1| * \frac{\sqrt{n-2}}{\sigma_\varepsilon} * \sigma_x = \frac{|-2,3008| * \sqrt{10-2} * 6,2259}{9,3085} = 4,3525.$$

Сравним вычисленные значения с критическими  $t$ , которые определяют по таблице Стьюдента с учетом принятого уровня значимости  $\alpha$  и числом степеней свободы вариации  $k = n - 2$ .

$t_{student}$  для анализируемых значений составляет 2,3060041.

Рассчитанные в исследовании линейной зависимости параметры уравнения регрессии следует признать типичными, так как:

$$ta_0 = 29,3737 > t_{student};$$

$$ta_1 = 4,3525 > t_{student}.$$

Далее следует оценить практическую значимость полученной модели при помощи показателя коэффициента корреляции Пирсона:

$$r = \frac{\sum xy - \frac{\sum x \sum y}{n}}{\sqrt{\left[\sum x^2 - \frac{(\sum x)^2}{n}\right] * \left[\sum y^2 - \frac{(\sum y)^2}{n}\right]}} = \frac{8845,0775 - \frac{167,5 * 581,31}{10}}{\sqrt{\left[3193,25 - \frac{28056,25}{10}\right] * \left[36710,66 - \frac{337921,31}{10}\right]}} = -0,8385.$$

Полученная величина  $r = -0,8385$  означает, что установленная линейная зависимость между показателем доходность / волатильность и рейтингом корпоративного управления очень высокая.

Оценка значимости коэффициента Пирсона осуществляется по  $t$ -критерию, фактическое значение которого определим по формуле:

$$t_r = r * \frac{\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}} = |-0,8385| * \frac{\sqrt{10-2}}{\sqrt{1-(-0,8385)^2}} = 4,3518.$$

$t_{student}$  для анализируемого значения составляет 2,3060041.

Так как  $t_r > t_{student}$ , то вычисленный коэффициент корреляции следует признать существенным.

Посчитанные результаты отражают наличие тенденции. Из них следует, что качество акционерного руководства российских фирм, выраженное в соответствующем рейтинге, является определяющим фактором

в значении показателя  $E / V$  при коэффициенте корреляции Пирсона  $r = -0,8385$ .

Исследованная зависимость наглядно представлена на рис. 1.

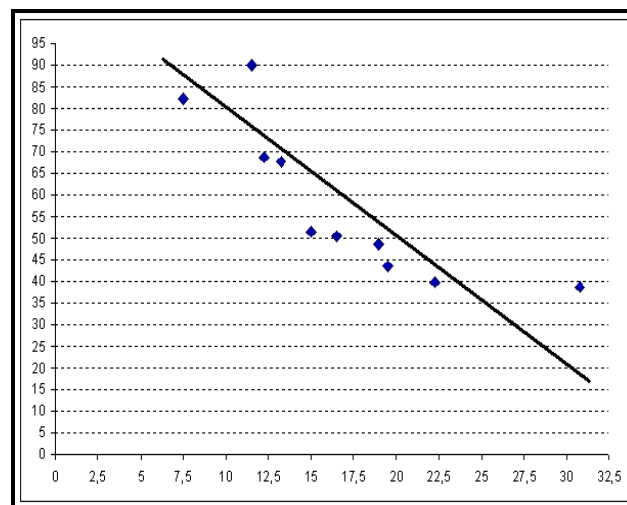


Рис. 1. График зависимости показателя доходность / волатильность от рейтинга корпоративного управления с уравнением регрессии

Как видно из табл. 4 и графика на рис. 1, стандартное отклонение точек  $E / V$  от линии регрессии незначительное. Исключения составляют акции ОАО «Вимм-Билль-Данн», по которым в исследуемом периоде был отмечен колоссальный рост, более чем на 530%. Это связано с большим спросом со стороны иностранных инвесторов, так как ценные бумаги эмитента обращаются на зарубежных торговых площадках в виде АДР, что свидетельствует о достаточно высокой прозрачности компании, а ее финансовые показатели значительно лучше зарубежных конкурентов.

Сравнивая полученные данные, можно сделать вывод, что уровень корпоративного управления, определяемый по методике «Брансвик Варбург», оказывает существенное влияние на показатель доходность / волатильность компаний. Чем более высокое место фирма занимает в рейтинге, тем ниже риск потери капитализации, и тем выше потенциал ее роста. Следует отметить, что все объекты исследования имели относительно многолетнюю практику акционерного руководства, однако, несмотря на это, даже среди них видны различия в уровнях волатильности.

Таким образом, качество акционерного руководства в значительной степени определяет уровень риска вложения средств. Следует учитывать, что на изменение цены акций могут воздействовать и другие факторы: показатель ликвидности, free float<sup>13</sup>, фундаментальные факторы. Значение этих аспектов может быть немаловажным. Поэтому учет данных обстоятельств позволит владельцам финансовых инструментов реализовывать еще более взвешенную инвестиционную стратегию.

На основе изложенных данных можно сделать вывод, что повышение корпоративных рейтингов оказывает существенное влияние на показатель доходность / волатильность, а значит, и на инвестиционную привлекательность российских компаний.

<sup>13</sup> Показатель, характеризующий количество акций, находящихся в свободном обращении.

Инвесторы также обращают внимание на суверенные рейтинги стран, которые присваивают такие агентства, как «Стандарт энд Пуэрз», «Фитч» (Fitch), «Мудиз» (Moody's), «Джи Эм Ай» (GMI) и др. Возможна ситуация, когда страна с высокими показателями может показать хорошие результаты волатильности фондового индекса в периоды кризисных явлений в национальной экономике, крупных корпоративных скандалов<sup>14</sup>.

Суверенные рейтинги тесно связаны с ранжированием качества корпоративного управления, несмотря на то, что в их расчет вкладываются несколько разные переменные. Это можно проследить, если сравнить исследования по развитым странам с их уровнем акционерного руководства.

Таблица 5

#### СРАВНЕНИЕ СУВЕРЕННЫХ И КОРПОРАТИВНЫХ РЕЙТИНГОВ

Страна	Суверенный рейтинг Fitch	Уровень корпоративного управления GMI
Канада	AAA	7,33
Англия	AAA	7,30
Австралия	AAA	7,24
США	AAA	7,22
Польша	AA-	6,17
Россия	A-	4,9
Япония	AA-	4,01
Бразилия	BBB-	3,23
Китай	A	2,94

Если посмотреть на результаты, представленные в таблице 5, можно отметить, что страны, обладающие высокими суверенными рейтингами, имеют и лучшие показатели качества корпоративного управления, которые присваиваются «Джи Эм Ай». Это независимое аналитическое агентство, каждое исследование которого включает страновой комментарий по следующим шести признакам:

- законодательство о структуре совета директоров;
- финансовая прозрачность и внешний контроль;
- права акционеров;
- возможность рыночного контроля структуры собственности;
- полномочия исполнительных органов;
- наличие кодекса корпоративного поведения.

В настоящее время значение волатильности российского фондового рынка превышает соответствующие показатели биржевых индексов развитых стран. Поэтому увеличение суверенного рейтинга РФ мировыми аналитическими агентствами приведет к росту капитализации отечественного рынка ценных бумаг с постепенным снижением общего уровня его риска.

Вместе с тем, улучшенная прозрачность российских компаний в конечном итоге приведет к уменьшению риска вложений в конкретные акции и рынка в целом. Фактор транспарентности существенной и значимой в глазах инвесторов информации будет играть все более значимую роль в повышении капитализации и инвестиционной привлекательности.

Следует отметить, что решение задачи повышения эффективности деятельности компаний невозможно без существенного улучшения организации корпоративного управления. Изучение опыта зарубежных стран, где предприятия имеют столетнюю историю и соответствующий опыт, а также изменений экономиче-

ской структуры отечественных фирм, позволяет сделать ряд выводов и предложений.

В то время как особенности акционерного законодательства оказывают влияние на экономику страны, ее состояние влияет на методы руководства. Эта взаимосвязь явно прослеживается в экономиках переходного периода. Основной проблемой здесь является неразвитость принципов прозрачности менеджмента на момент начала перехода к рынку. Другой проблемой является очевидное отсутствие универсальных рецептов для выхода из создавшегося положения. Решение этих задач осложняется тем, что существующие зарубежные модели корпоративного управления очень разнообразны. Различия в формах и методах объясняются структурой рынка капитала и всей экономики в целом.

На современном этапе определяющее значение в совершенствовании российской системы корпоративного управления как фактора ускоренного экономического развития страны и улучшения инвестиционного климата как отдельных структур, так и всего сектора, должно отводиться реализации общепризнанных цивилизованных принципов, которые должны обеспечить:

- защиту прав акционеров, предварительное урегулирование и разрешение возникающих конфликтов интересов;
- равное отношение ко всем группам акционеров, включая мелких и иностранных акционеров, обеспечивающее каждому из них одинаково эффективную защиту в случае нарушения их прав;
- соблюдение установленных законодательством прав заинтересованных лиц и поощрение социального партнерства всех экономических субъектов в развитии компании;
- информационную открытость компании, своевременное и полное раскрытие информации по всем существующим вопросам ее финансово-хозяйственной деятельности;
- эффективное выполнение менеджерами своих функций, а также подотчетность органов управления и самой компании, и акционерам.

Проблема качества корпоративного управления является интернациональной по своим масштабам и универсальной по своей сути. Своим возникновением она обязана появлению корпоративной системы организации производства, поскольку именно ей свойственно разделение между функциями владения и контроля за собственностью.

Совершенствование качества корпоративного управления является в современных российских условиях одной из важнейших проблем, от успешного решения которой зависит:

- доступ отечественных предприятий на инвестиционные рынки, особенно западные;
- конкурентоспособность российских компаний;
- развитие национального фондового рынка;
- укрепление в России законности и порядка, уменьшение уровня коррупции.

Таким образом, эффективная система корпоративного управления способствует повышению степени конкуренции на внутреннем рынке и содействует интеграции экономики России в мировую экономику.

Ткаченко Дмитрий Юрьевич  
E-mail: TkachenkoD@yandex.ru

<sup>14</sup> Ахтямов Р. Самсонов В. Ничего лишнего, ничего нового // Рынок ценных бумаг, 2005, №20, С. 46.

## Литература

1. Black B. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. – Stanford, 2001.
2. Hull J.C. Options, Futures and Other Derivative Securities. – Prentice-Hall, New Jersey, 2003.
3. Rodionov D., Skaletsky V. Russia Equity Research. – Moscow, 2002.
4. Аоки М., Ким Х. Корпоративное управление в переходных экономиках. Инсайдерский контроль и роль банков. – СПб., 1997.
5. Беликов И., Вербицкий В. Корпоративное управление, его стандарты и их внедрение // Общество и экономика, 2005, №10-11.
6. Беликов И.В., Гавриленков Е.Е., Константинов Г.Н. и др. Корпоративное управление и экономический рост в России. – М., 2004.
7. Галкина Т. Фондовый рынок вошел в зону высокой волатильности. // Финансовые известия, 19.04.2007.
8. Карапетян Д., Маасен Г., Драгнева Р. Пособие по корпоративному управлению. Справочник для российских акционерных обществ по вопросам надлежащего корпоративного управления. – М., 2003.
9. Лукашов А. Сравнительные корпоративные финансы и корпоративное управление // Корпоративное управление, 2005, №2.
10. Сонин А. Корпоративное управление: мифы и реальность // Управление компанией, 2005, №12.

## РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность вопросов, рассматриваемых в статье Ткаченко Д.Ю., определяется тем, что проблема улучшения качества корпоративного управления в последнее время вызывает повышенный интерес со стороны российского бизнеса, общественных организаций, государственных органов законодательной и исполнительной власти. Это в том числе связано с тем, что дальнейшее развитие корпоративного сектора в России, учитывая еще не закончившийся процесс реорганизации основных отраслей российской промышленности, требует привлечения значительных инвестиций, как внешних, так и внутренних.

Ткаченко Д.Ю. всесторонне исследовал проблемные аспекты использования рейтингов корпоративного управления как индикаторов его качества в отраслях российской промышленности и их инвестиционной привлекательности.

Изложенные в статье материалы дают возможность оценить текущее состояние корпоративного управления на российских предприятиях. При этом автор провел сравнительный анализ качества корпоративного управления в различных отраслях экономики, в том числе:

- в металлургической промышленности;
- в нефтегазовой промышленности;
- в телекоммуникационном секторе;
- в транспортной сфере и т.д.

Был сделан полезный для практиков вывод о том, что подавляющее большинство инвесторов рассматривают практику работы органов управления компании как фактор, имеющий даже большее значение, чем финансовые показатели их деятельности, а в качестве основного аргумента представлено эмпирическое исследование, указывающее на высокую степень корреляции качества корпоративного управления и экономической эффективности компании, ее инвестиционной привлекательности.

Представленная в статье Ткаченко Д.Ю. модель зависимости инвестиционной привлекательности компании от качества акционерного руководства имеет практическое значение как для российских, так и для зарубежных инвесторов, вкладывающих средства в российские фирмы, а отмеченные существенные различия в эффективной стоимости компаний и их акционерной практике еще раз подтверждают основной тезис автора о том, что инвесторы должны уделять первоочередное внимание разработке мер по улучшению корпоративного управления.

Важными моментами, на которые обращено внимание в статье, являются представленные автором рекомендации по совершенствованию качества корпоративного управления.

Предложенную статью рекомендую опубликовать в журнале «Аудит и финансовый анализ».

*Смирнов Э.А., д.э.н., профессор Московского гуманитарного университета*

## 9.6. QUALITY EVALUATION OF A CORPORATE GOVERNANCE AND INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF THE RUSSIAN COMPANIES

D.J. Tkachenko, the Post-graduate Student National Business Institute

Quality of a corporate governance in the Russian companies is the difficult and polyhedral problem. Despite a raise of its common level, unsolved there are still many problems: infringement of rights of shareholders, a blackness of structure of the property, low standards of the paperwork etc. a corporate governance Rating as the indicator of its quality exercises a significant influence on capitalisation of the company and on its investment attractiveness.