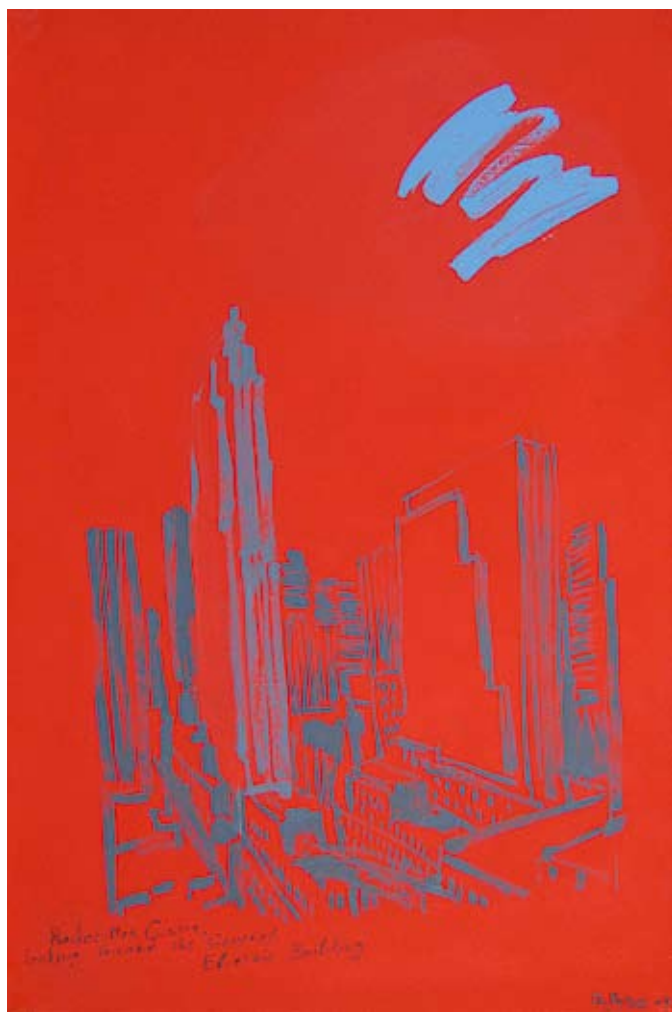


С начала 1990-х гг. проблемы корпоративного управления стали одной из тем, наиболее активно обсуждаемых на глобальном уровне – международными финансовыми институтами, международными организациями и форумами, инвестиционными институтами и консалтинговыми фирмами, биржами, компаниями. Объективной основой резкого возрастания интереса к проблемам корпоративного управления стало изменение структуры инвестиционных потоков в развитых странах. Так, по данным Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), за 1970-2000 гг. годовой объем прямых инвестиций в семерке ведущих развитых стран вырос примерно в 40 раз, а портфельных инвестиций – в 150 раз. В частности, в ведущих странах Запада, прежде всего США, в результате очень длительной фазы экономического роста, доминирующих позиций в мировых финансах, создания новых средств производства и внедрения новых принципов управления оказались накопленными гигантские финансовые ресурсы. Особенно важно при этом отметить, что очень значительная, преобладающая часть таких ресурсов принадлежит не промышленным группам, как это было ранее, а инвестиционным институтам – прежде всего пенсионным и страховым фондам, а также частным гражданам. Эти институты, а также получившие широкое развитие различного рода инвестиционные фонды, привлекающие средства граждан, компании, управляющие пенсионными и страховыми накоплениями, стали чрезвычайно активно – даже агрессивно – искать возможности для вложения своих средств. Приобретая, как правило, миноритарные пакеты акций в объектах вложений, эти инвесторы не могут рассчитывать на преобладающее влияние на процесс управления компаниями, в которые вложены их средства, а также на то, что их интересы будут учтены руководством и крупными акционерами этих компаний. Поэтому портфельные инвесторы чрезвычайно чувствительны к практике корпоративного управления компаний, ставших объектами их вложений. Неудивительно поэтому, что основой обсуждения проблем корпоративного управления стало обеспечение прав и защита миноритарных (портфельных) акционеров.

Исходная посылка оценки корпоративного управления

Внимание к корпоративному управлению со стороны правительственных и неправительственных институтов, бизнеса и экспертного сообщества последние полтора десятилетия неуклонно растет. За этот период в практике корпоративного управления компаний произошел ряд серьезных изменений. Вместе с тем в ходе активных обсуждений проблематики корпоративного управления, основной тон в которых задавали международные финансовые институты, международные организации, ведущие западные организации, претендующие на представительство интересов инвесторов, консалтинговые фирмы и иные инфраструктурные институты, ведущие мировые средства массовой информации, сложились доминирующие представления и оценки, видение, претендующее на то, чтобы в его рамках осмысливались конкретные факты и выстраивались рекомендации в отношении практических действий, а также давались рекомендации инвесторам и другим заинтересованным сторонам*. Единственной же причиной повышенного внимания к вопросам корпоративного управления в последнее десятилетие принято



Дмитрий Готов.
Рокфеллер-Центр.
Из собрания Игоря
Маркина

считать стремление обеспечить более безопасные и комфортные условия для инвесторов. Однако накопившиеся за прошедшие годы факты, на наш взгляд, дают основание для переосмысления ряда сложившихся представлений о причинах, обусловивших такой большой интерес к вопросам корпоративного управления на глобальном уровне, исходных базовых оценок, касающихся состояния корпоративного управления в компаниях различных стран, связанных с этим рисков для инвесторов, ключевых проблем, требующих особого внимания, и рекомендаций в отношении совершенствования корпоративного управления в компаниях различного типа. Исходной посылкой «нормативной» теории корпоративного управления является постулат о качественном разрыве между уровнем корпоративного управления в развитых странах и странах с развивающимися рынками и соответственно о принципиально разном уровне рисков для акционеров, связанных с корпоративным управлением в компаниях из этих двух групп стран, в акции которых инвесторы вкладывают свои средства. Между тем накопилось значительное число фактов, вступающих в серьезное противоречие с этой посылкой.

Сравнительный взгляд на риски корпоративного управления

Согласно исследованию, проведенному Global Investment Returns Yearbook, с 2000 по 2003 г. включительно с мировых финансовых рынков «испарилось» \$13 трлн. То, где такое «испарение» происходило

*На наш взгляд, в сжатом виде это видение было изложено в статье главного экономиста Международной финансовой корпорации (МФК), вице-президента Всемирного банка и МФК М. Клайна и экономиста Всемирного банка Т.Харфорда, опубликованной в мае 2004 г. в «Файнэншл Таймс». В ней, в частности, сказано следующее: «Адам Смит... считал, что крупные акционерные общества никогда не смогут добиться процветания, так как их менеджеры не имеют стимулов заботиться об интересах расплывчатых мелких акционеров. Но Смит был не прав... Примеры крупных мошенничеств являются исключениями. В большинстве богатых стран мелкие инвесторы продолжают вкладывать свои деньги в крупные компании, в отношении которых у них нет эффективного контроля, справедливо полагая, что они получат выигрыш от этого... Хотя существуют возможности для улучшения, тот факт, что злоупотребления столь редки в сравнении с опасениями Смита, свидетельствует о высоких стандартах корпоративного управления в развитых странах... Однако он (Смит. – И.Б.) был прав, когда речь идет о практике корпоративного управления в развивающихся странах... Плохое корпоративное управление в развивающихся странах является серьезной проблемой».

In the analytical article «The problems of corporate governance» Igor Belikov, director of Russian Institute of Directors, approaches corporate governance from a global economics perspective. Among the many issues that have come under critical scrutiny and revision are the behavior and strategy of foreign investors, investment funds, pension funds, banks and insurance companies. This article provides an introductory overview and analysis for the recent developments in corporate law reform, banking and finance in Russia, the USA and Europe. The author expresses his thoughts on the cause of the lack of capital growth and the absence of confidence in Russian companies, and explains the reasons why advanced countries capitalize their institutional advantage in global financial, investment and information flows.

**Ведомости.
10.02.2004

***MacAvoy P. Millstein
I. The recurrent crisis in
corporate governance.
NY, 2003. P. 82

особенно интенсивно, становится понятно из других данных этого исследования, согласно которым доля США в общем объеме мировых финансовых рынков составила 52%, Великобритании – 10%, Японии – 8,6%, Франции – 4%, Германии – 3%, Швейцарии – 2,8%** . При этом необходимо иметь в виду, что основная часть потерь, которые несут инвесторы в странах с развивающимися рынками, связана с вложениями в суверенные долговые ценные бумаги (на которые состояние корпоративного управления в стране не оказывает влияния), а меньшая является результатом потерь вложений в акции. В развитых странах потери инвесторов связаны в большей степени с потерей вложений в акции компаний, а как показал опыт 2001-2002 гг., эти потери были связаны именно с низким уровнем корпоративного управления в этих компаниях. Так, капитализация американской компании WorldCom составляла в 1999 г. \$185 млрд. После того как в июне 2002 г. вскрылись факты искажения руководством компании ее финансовой отчетности, уже в июле 2002 г. она объявила о банкротстве. Выяснилось, что руководство компании «пририсовало» \$74,4 млрд. несуществующей прибыли, скрыв убытки в \$64,5 млрд. Всего же за период с 1999 по 2002 г. капитализация компании снизилась на \$126,8 млрд.***

В результате вскрытия многочисленных злоупотреблений, тотального искажения финансовой отчетности акции компании Enron, с заявившимся объемом продаж более \$100 млрд., занимавшей 7-е место в списке крупнейших компаний журнала Fortune, упали с \$90,56 в августе 2000 г. до \$0,26 к 30 ноября 2001 г. С августа 2000 г. по декабрь 2001 г. акции компании упали в 350 раз, а общие потери от падения цены акций составили как минимум \$18,8 млрд. (не считая долговых обязательств компании в \$31 млрд.

на конец 2001 г.). История Enron является особенно показательной, так как компания долгое время числилась в числе компаний с наилучшим менеджментом и очень высокой репутацией. Советы директоров обеих компаний включали людей, имевших высокую личную и профессиональную репутацию, и действовали с соблюдением процедур, составляющих основу «передовой практики» корпоративного управления (best corporate governance practices). Эти компании соблюдали требования регулирующих органов и раскрывали много информации о своей деятельности. В том числе и такой, которая, казалось, должна была немедленно вызвать вопросы. Так, финансовая отчетность Enron показывала, что валовой годовой доход компании возрос с \$13,3 млрд. в 1996 г. до 100,8 – в 2000 г., то есть рос с темпом 57% в год и составил на 1 сотрудника \$55,3 млн. в год, что в 3 раза больше, чем в наиболее успешно работающем инвестиционном банке Goldman Sachs, занимающемся исключительно финансовыми операциями, и в 19 раз больше, чем в ИБМ, работающей в очень быстрорастущем секторе. И ни у кого – ни у финансовых экспертов, ни у инвесторов – эти цифры не вызвали вопросов. В связи с этой историей известный американский специалист С. Финкельштейн, проведший специальное исследование причин крахов крупных западных компаний, пишет: «Самое тревожное во всей этой истории то, что, несмотря на все наше желание считать Enron отклонением от нормы, генетической ошибкой, произошедшей в ходе бизнес-эволюции, мы сознаем, что в действительности наши компании имеют с Enron гораздо больше общего, чем мы признаем на публике и даже наедине с самими собой»****. По данным У. Баффета, большинство американских компаний занимаются искусственным завышением собственных прибылей с тем, чтобы они соответствовали ожиданиям инвесторов и чересчур оптимистичным прогнозам аналитиков с Уолл-стрит. Можно привести и другие, не менее впечатляющие примеры аналогичных случаев (Ahold, Adelphia, Global Crossing, Parmalat, Tyco). После сезона больших скандалов 2000-2001 гг. аналогичные злоупотребления были выявлены в других компаниях. Так, в ноябре 2005 г. вскрылись приписки в американской брокерской компании Refco, направленные на сокрытие долга руководителя компании самой компании в размере \$430 млн., что в конечном итоге привело к краху компании. В ноябре 2005 г. разразился скандал в Канаде, связанный со злоупотреблениями бывшего

****Финкельштейн С.
Ошибки топ-менеджеров ведущих корпораций. М., 2004. С. 335.

Дмитрий Готов.
Небо



Игорь Вячеславович Беликов – директор Российского института директоров, заместитель председателя Коллегии профессионального сообщества корпоративных директоров, эксперт по проблемам корпоративного управления, один из авторов российского Кодекса корпоративного поведения и Национального доклада «Корпоративное управление и экономический рост в России» 2004 г. Член Экспертного совета по корпоративному управлению при ФСФР России. В 2002-2004 гг. - член Экспертного совета при ФКЦБ России. В 2003-2004 гг. - член и ответственный секретарь Национального совета по корпоративному управлению. Член Международной сети корпоративного управления (ICGN) и экспертной группы Межправительственной группы экспертов по международным стандартам и отчетности Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД, Женева). Член совета директоров ОАО «Астрахань-энерго», ОАО «Волгоградэнерго» и комитетов по корпоративному управлению советов директоров АФК «Система» и ОАО «Уралсвязьинформ». Автор множества работ по проблемам корпоративного управления, соавтор и редактор книг «Совет директоров в системе корпоративного управления компании» (2002 г. и 2005 г.) и «Корпоративный секретарь в системе корпоративного управления компании» (2005 г.). Соавтор «Российского кодекса корпоративного поведения» и «Национального доклада по корпоративному управлению». Автор книг и статей по вопросам корпоративного управления.

*Владеет такими изданиями, как Chicago Sun, Times, National Post (Canada), Jerusalem Post.

**Wall Street Journal. 20.11.2006

***Global Proxy Watch. 2006. № 21

****IR Magazine. August 2006. P.11

председателя совета директоров издательского дома Hollinger International К. Блэка*.

Как подсчитала специально созданная для расследований злоупотреблений комиссия, он и люди из его окружения присвоили около \$400 млн. – более 95% чистой прибыли, полученной Hollinger за 5 лет.

Финансовая отчетность публичных американских компаний демонстрирует все меньшую степень достоверности. По данным консалтинговой компании Glass Lewis, в 2001 г. американские компании пересматривали отчетность 270 раз, в 2005 г. – 1195 раз, за январь-сентябрь 2006 г. – 1070 раз, а по итогам 2006 г. этот показатель должен перевалить за 1300. Пересмотр отчетности де-факто означает аннулирование финансовых показателей компании и невозможность для инвесторов ориентироваться на них в дальнейшем. Причем, по данным исследования, проведенного под руководством главного аудитора Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), примерно в 55% случаев пересмотр отчетности был вызван элементарными ошибками компаний в ведении бухучета либо же тем, что у бухгалтеров не было корректных данных для достоверной отчетности. И это при том, что Комиссия по ценным бумагам и биржам совместно с Комитетом по надзору за аудитом публичных компаний США (PCAOB) собираются ослабить правила внутреннего контроля из-за жалоб компаний на дороговизну соблюдения соответствующих требований, установленных законом Сарбэйна-Оксли**.

Отношение высших менеджеров компаний, являющихся наемными управляющими, к акционерам, то есть собственникам своих компаний, в немалом числе случаев напоминает отношение барина к слугам. Так, на прошедшем в июне 2006 г. общем собрании акционеров крупной американской компании Home Depot из действующих членов совета директоров, каждый из которых был номинирован на переизбрание на новый срок, присутствовал лишь один член совета директоров – Б. Нарделли, совмещающий посты главного управляющего и председателя совета директоров, несмотря на вал критики со стороны акционеров еще до собрания. Получивший вознаграждение за период 2000-2005 гг. в размере \$123,7 млн., несмотря на то что акции компании за этот период упали в цене на 12%, Б. Нарделли на протяжении собрания, длившегося всего 30 минут, отметал вопросы акционеров, вел себя вызывающе, обрывал и окрикивал пытавшихся выступить представителей акционеров, после чего отбыл в аэропорт. После собрания компания не объявила результатов голосования по избранию членов совета директоров***. Несмотря на растущее из года в год недовольство со стороны акционеров, вознаграждение наемных менеджеров западных компаний имеет только одну тенденцию – роста, очень часто - независимо от результатов, показанных компанией и динамикой стоимости ее акций. Согласно данным Института экономической политики (Economic Policy Institute), в 2005 г. среднестатистический главный управляющий американской компании получил в качестве вознаграждения \$11 млн., что в 262 раза превышает доход среднестатистического сотрудника компании. В 1965 г. среднестатистический главный управляющий получил вознаграждение, в 24 раза превышающее доход среднестатистического сотрудника компании, в 1978 г. это соотношение было 35 к 1, в 1989 г. – 78 к 1, в 2000 г. – 300 к 1 и в 2002 г. – 143 к 1****. Американская консалтинговая фирма Shareholder Value Advisors на протяже-



Дмитрий Гутов.
Скала у воды

нии 1995-2004 гг. изучала систему оплаты высших менеджеров в 702 публичных американских компаниях и пришла к выводу, что в целом размер вознаграждения руководства обследованных компаний не связан с качеством труда и производительностью и что 75% доходов руководителей компаний составляет твердый оклад, величина которого почти не связана с нынешней и будущей акционерной стоимостью компаний*****. Высшие менеджеры ведущих западных компаний сформировали единый фронт сопротивления требованиям инвесторов и органов регулирования раскрывать в финансовой отчетности компаний полные размеры вознаграждений высших менеджеров, включая данные о выписанных опционах для руководителей компаний. Например, один из пунктов проекта решения общего собрания акционеров 2006 г., предложенный менеджментом немецкой компании Porsche, предусматривал запрет на раскрытие информации о вознаграждении высших менеджеров в течение 5 лет после соответствующих выплат*****.

*****Harvard Business Review. 2006. № 9. P. 26-27

*****Global Proxy Watch. 2006. № 3. P. 1

В мае 2006 г. разразился скандал в связи с выявленными манипуляциями менеджеров крупных американских компаний с опционами, предоставленными ими в качестве части пакета вознаграждения. В западных странах масса информации о финансовом кризисе 1997 г. и дефолт августа 1998 г. в России неизменно приводятся как показательные примеры рисков, в том числе и связанных с корпоративным управлением, в компаниях стран с развивающимися рынками. Между тем в ходе дефолта в России потери инвесторов оцениваются, по разным данным, от \$4

*Заметим, что одна из причин «испарения» \$13 трлн. с мировых финансовых рынков в 2000-2003 гг., заключается в колебаниях курса доллара в беспрецедентно широком диапазоне.

млрд. до \$7 млрд. Причем потери инвесторов как в России, так и в азиатских странах были главным образом связаны с резкой девальвацией валют*, которое произошло, как отмечают видные эксперты, например, бывший вице-президент Всемирного банка и лауреат Нобелевской премии по экономике Дж. Стиглиц, в том числе и в результате ошибочной политики и настоятельных рекомендаций со стороны Международного валютного фонда, использовавшего финансовые рычаги в отношении этих стран. К примеру, ни одна из крупнейших российских компаний, в акции которых вкладывали свои средства западные портфельные инвесторы до дефолта 1998 г., не исчезла в результате банкротства, а их акции, спустя 2-3 года после драматического падения в августе 1998 г., выросли в десятки раз, в разы превысив додефолтный уровень. Однако эти факты, судя по всему, не оказывают никакого влияния на поведение инвесторов и многочисленных консультантов, выдающих рекомендации в отношении объектов инвестирования. Так, в августе 2004 г. интернет-компания Google провела первичное размещение своих акций по цене \$85 за акцию. Капитализация компании составила \$23,1 млрд., что при чистой прибыли по итогам 2003 г. в \$150 млн. дало соотношение р/е 1:160**. К началу октября 2004 г. эти акции выросли почти на 50% – до \$130 за акцию, что дало соотношение р/е уже 1: 240. К середине ноября 2006 г. капитализация Google достигла \$156 млрд., при том, что капитализация ExxonMobil составила \$428 млрд., General Electric – \$369 млрд., Microsoft – \$294 млрд., а «Газпрома» – \$150 млрд. Инвестирование в актив с таким показателем становится уже вопросом не экономического

смысла, а веры в чудеса. Однако подавляющее большинство аналитиков дружно выдавали рекомендацию – «покупать!». При этом не является секретом, что уровень корпоративного управления в Google с точки зрения передовой практики корпоративного управления находится на весьма низком уровне и стиль принятия решений основными акционерами сильно напоминает стиль, царивший в доткомах, подвергшихся массовому падежу в 2000-2001 гг. При этом очевидно, какие последствия для мировой экономики может иметь прекращение деятельности ExxonMobil, General Electric, Microsoft и «Газпрома», в то время как поисковых систем, подобных Google, существует немало. Напомним, что при достижении компанией из страны с развивающимся рынком соотношения р/е 1:15, независимо от отрасли, в которой она работает, показателей ее эффективности и состояния ее управления, западные аналитики дружно начинают выступать с предупреждениями о рисках вложений в такую компанию***.

Независимый аудит

Привлечение независимого аудитора является одним из краеугольных принципов западной «передовой практики» корпоративного управления. Рекомендациям, как выбирать максимально независимую и в то же время высококвалифицированную фирму-аудитора, как обеспечить ротацию независимых аудиторов, посвящены сотни страниц различного рода рекомендаций. Однако реальная ситуация, сложившаяся на международном рынке аудиторских услуг, все больше обесмысливает эти настойчивые рекомендации. Как показывает статистика, на протяжении 1990-х гг. и в последующий период очень быстрыми темпами развивался процесс концентрации предоставления услуг по проверке финансовой отчетности всем более или менее значимым компаниям в компаниях так называемой «большой пятерки», после краха фирмы «Артур Андерсен» ставшей «большой четверкой» (PriceWaterhouseCoopers, Ernst & Young, Deloitte & Touche, KPMG). Особенно выделяется PriceWaterhouseCoopers, на которую приходится едва ли не половина рынка аудиторских услуг, предоставляемых всеми компаниями «большой четверки». В любой другой отрасли компания с

**Р/е – соотношение текущей стоимости акции с чистой прибылью, приходящейся на эту акцию. Такое соотношение показывает, сколько годовых чистых прибылей понадобится, чтобы «окупить» текущую капитализацию компании. Иными словами, за сколько лет (при условии сохранения текущей годовой прибыли) компания сможет окупить себя.

***На одних лишь ожиданиях о возможном повышении ставки Федеральной резервной системы на 0,25% и прогнозах части аналитиков о возможном снижении цен на сырьевые товары лишь за одну неделю с 17 по 24 мая 2006 г. западные инвесторы вывели из фондов акций развивающихся рынков \$5 млрд. Такими темпами западные инвесторы не выводили свои средства даже в период азиатского кризиса 1997 г. Этот исход сопровождался ритуальными рассуждениями о низком уровне корпоративного управления в странах с развивающимися рынками, при том, что с 2000 г. в них не было крахов компаний в результате провалов в их системе корпоративного управления, имевших в их национальных экономиках такой же вес, как имели WorldCom, Enron, Parmalat. Очевидно, что дать объяснение такому поведению инвесторов в рамках рационального управления рисками и даже здравого смысла становится затруднительно. Однако никто не усматривает в этом проблемы, заслуживающей обсуждения.



такой долей рынка уже давно стала бы объектом антимонопольного расследования.

*За последние годы мы стали свидетелями многочисленных скандалов, связанных со случаями сговора сотрудников ведущих аудиторских фирм с крупными клиентами и утраты доверия к достоверности предоставляемых аудиторами отчетов. Эта проблема не решена, несмотря на усиления регулирующих органов западных стран. Аудиторские компании не несут реальной ответственности за осуществляемую ими работу в отношении аудируемых компаний. Например, Financial Times (в номере от 6.07.2005) указывает на отчетливую тенденцию замены принятого в Европе требования к внешним аудиторам давать «честную и справедливую» оценку состояниям дел компании и распространением в США подходом, при котором внешний аудитор лишь подтверждает соответствие финансовой отчетности формальным техническим требованиям. Такой подход закрепляется в международных стандартах аудита. Газета указывает, что этот подход значительно ослабит уверенность инвесторов в достоверности финансовой отчетности компаний. Как отмечает У. Макдонаф, бывший глава американского Совета по надзору за отчетностью публичных компаний, «доверие инвесторов к достоверности аудированной финансовой отчетности не было восстановлено» (Financial Times, 1.12.2005). Очевидно, что в такой ситуации утрачивается смысл работы внешнего аудитора и эта процедура превращается в весьма дорогую всеобщую повинность для компаний - эмитентов ценных бумаг. При этом ставки оплаты за эту услугу постоянно растут. Так, в марте 2004 г. на ленте одного из мировых новостных агентств с небольшим интервалом прошли две показательные новости. Первая: аудиторскую фирму «Эрнст и Янг», одну из фирм «большой четверки», обвинили в том, что вследствие не объективного проведения ею аудита одной из крупнейших британских страховых компаний Equitable Life инвесторам был нанесен ущерб в 2,6 млрд. фунтов стерлингов. И вторая: в 2003 г. доходы этой фирмы выросли на 17,4% по сравнению с 2002 г., а стоимость аудита для компаний, входящих в Fortune-500, по прогнозам, в 2004 г. вырастет на 88%. Напомним, что это все происходило уже после скандала с Enron, ликвидация аудиторской фирмы «Артур Андерсен» и принятия закона Сарбейнса-Оксли, нацеленного на повышение качества аудита.

**Financial Times. 14.12.2005

Теперь, как правило, компании, особенно из страны с развивающимся рынком, невозможно рассчитывать на привлечение инвесторов, не получив аудиторского заключения на свою финансовую отчетность от одной из фирм «большой четверки». Более того, даже в странах с развивающимися рынками компании, акции которых котируются на национальных биржах, в возрастающем числе вынуждены выбирать в качестве внешних аудиторов фирмы «большой четверки». Например, независимыми аудиторами почти 95% компаний, имеющих листинг на Лондонской фондовой бирже, являются фирмы «большой четверки». На Нью-Йоркской фондовой бирже проверка и заверение качества системы внутреннего аудита компаний, требуемые правилами листинга, отражающими статью 404 закона Сарбейнса-Оксли, осуществляют фактически лишь компании «большой четверки». Это означает, что каждая из компаний, прошедших листинг, должна заказывать услуги сразу у двух компаний «большой четверки». Очевидно, что тендер на выбор независимого аудитора в такой ситуации утрачивает смысл*.

Как показал опыт, принципиальность аудиторской фирмы в большой степени зависит от размера компании-клиента, ее общей репутации и размера контракта. И нередко создается впечатление, что «принципиальность» эти аудиторские фирмы демонстрируют прежде всего в отношении компаний из стран с развивающимися рынками. Хотя и здесь «размер имеет значение». Так, инвестиционная компания Hermitage Capital Management обвинила олигарха глобального рынка аудита - крупнейшую мировую аудиторскую фирму PriceWaterhouseCoopers в том, что при проведении аудита в «Газпроме» она на протяжении 1990-х гг. закрывала глаза на «особые» отношения «Газпрома» с компанией «Итера». Судя по всему, изменений в сложившейся ситуации олигополии на мировом рынке аудиторских услуг не предвидится, во всяком случае, в обозримой перспективе. Как отмечает Financial Times, за последние полтора десятилетия разрыв в доходах и масштабах деятельности между фирмами «большой четверки» и другими западными аудиторскими фирмами достиг таких размеров, что последние, например, даже такие известные фирмы, как Grant Thornton, BDO Stoy Hayward, не видят для себя возможности конкурировать с «большой четверкой» и ориентируются на существование в тех нишах, которые они освоили к настоящему времени**. Интересно отметить, что сложившаяся ситуация не становится причиной беспокойства для западных инвесторов. Так, один из управляющих двух крупных инвестиционных фондов сказал автору, что, несмотря на то, что на протяжении работы фонда он успешно сотрудничал с аудиторскими фирмами не из «большой четверки», по окончании проекта он был вынужден нанять в качестве внешнего аудитора фирму «большой четверки». По его словам, если в процессе подготовки продажи компаний в крупных пакетах, которые принадлежат фонду, будут выявлены какие-то проблемы в финансовой отчетности, аудируемой компанией не из «большой четверки», инвесторы фонда предъявят претензии менеджменту управляющей компании. Но если эта отчетность будет аудирована фирмой из «большой четверки», то даже в случае выявления проблем реакция инвесторов фонда будет несравненно мягче («что ж, бывает»). Существует ли столь значимый разрыв в качестве аудиторских услуг, предоставляемых компаниями «большой четверки» и другими крупными аудиторскими ком-



Дмитрий Готов. Скалы у воды

паниями? Вероятно, определенный разрыв существует***. Но едва ли он соответствует разрыву в ценах на их услуги. Сложившаяся ситуация не является результатом «заговора» со стороны фирм «большой четверки», а следствием обычного процесса концентрации и успешной стратегии руководства этих компаний за последние полтора десятилетия. Но аудиторская деятельность, во-первых, не является обычной отраслью, и процессы в ней имеют исключительно важное влияние на глобальную экономику в целом. А во-вторых, именно с учетом важности аудита непонятно, почему общепринятые принципы антимонопольного законодательства не должны применяться в отношении этого рынка****. В процессе разработки этих стандартов ведущую роль играют западные организации и институты. Однако и в этом процессе уже явно просматриваются признаки повторения сценария с заверением финансовой отчетности «независимым аудитором». Так, в 2002 г. уже 29% (по сравнению с 27% в 1999 г.) компаний, входящих в топ-250 по версии журнала Fortune (Global Fortune Top 250), воспользовались услугами внешних аудиторов для получения подтверждения достоверности представленных ими отчетов о социальной ответственности. Из этих аудиторских фирм 65% были фирмами из «большой четверки»****. В последние годы эта тенденция получила дальнейшее развитие.

Рейтинг корпоративного управления

Мировой рынок рейтинговых услуг практически полностью контролируется тремя западными рейтинговыми агентствами – Standard & Poor's,

***Эти фирмы осуществляют значительные инвестиции в развитие своей компетенции и квалификации персонала. Можно вспомнить, к примеру, специальный институт внутреннего аудита, созданный KPMG. Однако едва ли этот разрыв является столь же значимым как разница в ценах. К тому же он смягчается интенсивным процессом миграции кадров между аудиторскими компаниями. Кроме того, антимонопольное законодательство, как мы знаем, во всем мире применяется, исходя из доли той или иной компании на рынке, а не на основе оценки качества ее услуг.

****За последние годы все более активное развитие получает идея включения в состав факторов, определяющих стоимость компании и уровень ее корпоративного управления, еще одно компонента – социальной ответственности. В частности, от компаний начинают требовать составления и публичного раскрытия отчетности о корпоративной социальной ответственности в соответствии с весьма непростыми стандартами, продолжающимися усложняться.

****KPMG. International Survey of Corporate Sustainability Reporting. 2002

*Например, Центральный банк РФ обязал российские банки оценивать коэффициент залога в виде ценных бумаг под выданные ими кредиты, исходя из наличия у компаний-заемщиков рейтинга определенного уровня одного из трех указанных агентств.

**Report on electronic trade. 2003. UNCTAD. 2004

***Review of the role and effectiveness of non-executive directors. Derek Higgs, January 23, 2003. Institute of Directors. London

****Review of the role and effectiveness of non-executive directors. Derek Higgs, January 23, 2003. Institute of Directors. London

*****Financial Times. 27.01.2004

*****Рынок ценных бумаг. 2003. № 14. С.47

*****Тенденция растущего учета такого рода факторов отражает не только стремление консалтинговых компаний продать новую услугу в области социальной ответственности, но и растущую силу в развитых странах Запада социальных групп, сформировавшихся на новых основах (прежде всего, культурно-психологических). Борьба за соблюдение социальных стандартов, основанных на растущем влиянии этих групп, видна на примере конфликта по вопросу о принятии в ООН резолюции по осуждению дискриминации геев и лесбиянок. Как отмечают наблюдатели, странам, выступающим за традиционные семейные ценности, в последние годы становится все труднее сдерживать натиск государств, отстаивающих права сексуальных меньшинств. Например, на весенней сессии ООН 2004 г. даже США (в 13 штатах которых действуют законы против «нетрадиционных сексуальных связей»), ранее всегда выступавшие против такой резолюции, заняли позицию нейтралитета. Сторонники такой резолюции подвергли на сессии жесткой критике решение правительства Бразилии – одной из немногих развивающихся стран, ранее заявивших о своей готовности поддержать эту резолюцию – отказаться от первоначально заявленной позиции, охарактеризовав его как «политическую близорукость, граничащую с трусостью». Под давлением обвинений в «нарушении прав человека и дискриминации» генеральный секретарь ООН К. Аннэн заявил, что о своей поддержке директивы о предоставлении гомосексуальным партнерам сотрудников ООН тех же благ, которыми пользуются традиционные семьи сотрудников этой международной организации.

Moody's, и Fitch. Органы регулирования стран с развивающимися рынками обязывают внутренних национальных инвесторов оценивать вложения в компании своей страны с позиций наличия у них кредитных рейтингов одного из трех вышеуказанных агентств*. Международная «передовая практика» корпоративного управления исходит из того, что наличие у компании долговременной политики социальной ответственности и ее реализация – важный фактор хорошего корпоративного управления, повышения стоимости компании и успешного ведения ею своего бизнеса. «Доклад об электронной торговле и развитии за 2003 г.»**, подготовленный Конференцией ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД), позитивно оценил политику телекоммуникационных компаний в таких развивающихся странах, как Индия, Бразилия, Малайзия, по использованию части своей прибыли для обеспечения доступа к связи жителей сельских и отдаленных районов как способ действия экономическому развитию своих стран и развития рынка.

Сбалансированное представительство в совете и социальная ответственность

За последние годы содержание надлежащего корпоративного управления получает все более расширенное толкование. В частности, в него начинают включать такой аспект, как необходимость учета интересов различного рода групп, сформировавшихся на основе гендерных, этнических, культурных и иных принципов. Получивший широкую известность доклад о состоянии корпоративного управления в Великобритании Комиссии Хиггса*** в качестве одной из проблем отметил низкое представительство в советах директоров компаний женщин, иностранцев и представителей этнических меньшинств и рекомендовал, чтобы в советы активно выдвигались представители этих групп, причем «даже в том случае, если кандидаты от этих групп не соответствуют общему

уровню членов совета»****. По результатам этого доклада британское правительство заявило о своем намерении приступить к переговорам с руководством компаний с целью побудить их предпринять шаги по изменению существующей ситуации с представительством этих групп, в частности, «перенести фокус при поиске кандидатов (в советы директоров. – И.Б.) на женщин и представителей этнических меньшинств»*****. По утверждению американской организации Responsibility Research Center, включение в состав советов директоров представителей этнических меньшинств и женщин уже само по себе «ведет к улучшению качества принимаемых решений и повышению стандартов корпоративного управления»*****. Правительство Норвегии приняло решение, которое начиная с сентября 2005 г. обязывает компании страны иметь в составе советов директоров не менее 40% женщин. Таким образом, есть основания полагать, что представительство женщин, этнических меньшинств и других социальных групп в органах управления и контроля компаний в будущем станет одним из показателей социальной ответственности, а также пунктом, по которому от компаний будет требоваться раскрытие информации и подтверждение приверженности соответствующим стандартам. Так, в США и Великобритании на протяжении последних лет уже появилось немало фирм, предлагающих консалтинговые услуги по проверке и формированию «гендерного баланса» в советах директоров компаний*****. Правительства ряда западных стран также предпринимает шаги, направленные на то, чтобы сделать «социально ориентированное» инвестирование более императивным, по крайней мере для части инвестиционных фондов. Так, принятый в 1995 г. в Великобритании «Пенсионный акт» предусматривает, что фонды, управляющие пенсионными накоплениями, обязаны раскрывать информацию о том, в какой степени при принятии решений о вложении средств в ту или иную компанию, они учитывают социальные, экологические и этические аспекты деятельности этих компаний*****. Похожие законодательные акты находятся в стадии принятия или разработки в Бельгии, Германии и Швеции. Очевидно, что интенсивность формирования новых социальных групп и уровень их активности не являются одинаковыми в различных странах, впрочем, как и сами основы для формирования этих групп. Кроме того, их потенциал с точки зрения содействия успешному развитию компаний также сильно различается. Упор на оценку корпоративного управления и инвестиционной привлекательности компаний в странах с развивающимися рынками с таких позиций, в совокупности с редко практикуемыми западными правитель-



*****The United Kingdom Pensions Act of 1995. www.hmso.gov.uk/acts/acts1995/UKpga_1995002_en_1.htm

Дмитрий Гутов.
Море



ствами и организациями двойными стандартами при оценке соблюдения прав человека, уровня демократии, коррупции, защиты окружающей среды и других подобных факторов, создает широкие возможности для управления инвестиционными потоками и определения цены компаний в интересах тех или иных стран, их деловых и политических групп*.

*Один из представителей крупнейшего американского пенсионного фонда CALPers в числе причин, по которым фонд не инвестирует свои средства в России, назвал «...сокращение численности полярных медведей в российской части Арктики».

Раскрытие информации

Одним из ключевых принципов «передовой практики» корпоративного управления является раскрытие компаниями-эмитентами информации о различных аспектах своей деятельности в постоянно растущем объеме. Такой подход активно и единодушно отстаивается различного рода институтами финансовой инфраструктуры и организациями, претендующими на представительство интересов инвесторов. Например, формат отчетности компании о корпоративной социальной ответственности, рекомендованный Глобальной инициативой по отчетности**, включает в себя 50 основных показателей и 47 дополнительных, каждый из которых, в свою очередь, состоит из значительного числа более мелких показателей***. Формат отчета о корпоративной социальной ответственности компании, рекомендованный неправительственной организацией «Бизнес в Сообществе» (Business In The Community)****, включает 44 показателя, каждый из которых, в свою очередь, разбит на несколько более дробных показателей. Ежегодно растущий вал информации, исходящий от компаний под давлением организаций, претендующих за защиту прав акционеров и прочих категорий инвесторов, заставляет задаться вопросом: а способствует ли это облегчению оценки инвесторами действительного состояния дел и перспектив развития компаний? Интересно отметить, что число аналитиков в инвестиционных компаниях и фондах не увеличивается или увеличивается, но незначительно*****. А это означает, что неизменное или незначительно увеличивающееся число аналитиков вынуждены обрабатывать растущий колоссальными темпами объем корпоративной информации. К примеру, 6-8 аналитиков управляющей компании инвестиционного фонда, имеющей в своем портфеле бумаги 500 компаний, каждая из которых публикует годовой отчет, финансовый отчет и отчет по корпоративной социальной ответственности (или устойчивому развитию – sustainability development report), лишь по итогам завершившегося года должны тщательно изучить 1500 томов, каждый объемом от 50 до 150 страниц (при том, что степень глубины и детализации этих документов в соответствии с рекомендациями «передовой практики» должна постоянно повышаться). А ведь необходимо еще и изучать квартальные отчеты, регулярно пополняющиеся интернет-сайты этих компаний, пресс-релизы, раскрываемую на новостных лентах информацию о существенных фактах, выступления представителей руководства компаний, публикации о компаниях в средствах массовой информации. Эта ситуация повышает опасность ошибочных оценок, утраты понимания ключевых процессов за валом текущей, второстепенной информации. В дополнение к этому такая ситуация повышает уровень зависимости конечных инвесторов, в особенности мелких частных, от интерпретаторов-аналитиков. Последние все больше позиционируют себя как гуру, единственно способных объяснить компаниям, какую информацию они должны раскрывать рынку, а инвесторам – какие компании являются перспективными, а какие нет. Вспомним модные в конце 1990-х гг. рассуждения о «революции в корпоративной отчетности» и «новой бухгалтерии», доказывающие, что

**С 2002 г. ГИО существует в качестве самостоятельного оформленной организации, является важным партнером Экологической программы ООН. Своей основной задачей ГИО считает разработку и внедрение общих принципов отчетности по вопросам устойчивого развития.

***Global Reporting Initiative. Sustainability Reporting Guidelines. 2002. См. www.globalreporting.org

****Членами этой организации являются более 770 британских компаний, в том числе 75 из 100 компаний, включенных в основную биржевой индекс FTSE-100.

*****Основным фактором этого является то, что значительное увеличение числа аналитиков приводит к увеличению цены обслуживания данной управляющей и брокерской компании в условиях острой конкуренции между ними, в том числе по цене своих услуг. Показательно, что инвесторы весьма чувствительны к цене обслуживания управляющими их средств и не проявляют очевидной готовности отдать предпочтение компаниям с более дорогим управлением, но имеющим больший штат аналитиков.



Дмитрий Готов. Горы

достигнутые компаниями финансовые результаты не имеют большого значения для определения их стоимости и что оптимистическая оценка будущих финансовых результатов компаний «новой экономики», основанная на предоставляемой ими самими информации, является достаточным основанием для оценки компаний, имеющих ничтожные обороты и часто убытки на протяжении ряда лет в сотни миллионов или даже миллиарды долларов*****. Руководствовавшиеся этими новейшими принципами инвесторы вложили миллиарды акций в компании, не создавшие реального бизнеса и денежных потоков, но рисовавшие совершенно невероятные перспективы*****. Повышение общей динамики процессов развития, развитие новых технологий вкупе с формированием новых потребностей объективно значительно усложняет процесс определения стоимости активов, резко увеличивает вес в ней нематериальных составляющих (в число которых входит и состояние корпоративного управления). Однако этот объективный процесс несет в себе очень серьезные опасности. «Сегодня, - пишет обозреватель «Файнэншл таймс» Дж. Кэй, - политика (компаний. – И.Б.) строится на пиаровских стратегиях и работе с прессой, а бизнес – на работе с аналитиками и портфельными менеджерами»*****. Наглядный пример того, какие возможности для манипулирования мнениями инвесторов дали 1990-е гг. в США, где аналитики стали буквально «заклинателями

*****При том, что в финансовом анализе всегда было принято дисконтировать будущие финансовые потоки, а средний срок жизни компаний, как показывает статистика, неуклонно снижается

*****Где сейчас эти компании? Однако репутация революционеров в отчетности и бухгалтерии осталась незапятнанной. Большинство из них и сейчас продолжают оставаться гуру, поучающими инвесторов и компании.

*****Ведомости. 23.04.2004

*****Действовавшими к тому же в условиях острого конфликта интересов.

рынки»^{*****}, советам которых мелкие частные инвесторы следовали безоговорочно, а управляющие инвестиционными фондами, даже те, которые видели опасность переоцененности активов, прежде всего «доткомов» и псевдоинновационных карликов, просто опасались идти наперекор рекомендациям «гуру» из числа аналитиков и консультантов и настроением слепо веривших им частных инвесторов, клиентов этих фондов.

Корпоративное управление в непубличных компаниях

С начала 2000-х гг. международные финансовые и нефинансовые организации, ведущие мировые консалтинговые фирмы развернули активную кампанию с целью побудить частные, семейные компании, в том числе средние и сравнительно небольшие, прежде всего в странах с развивающимися рынками, внедрить у себя принципы «передовой практики» корпоративного управления в объеме, сопоставимом или аналогичном с компаниями, акции которых свободно обращаются на фондовом рынке. Используемый при этом основной аргумент заключался в том, что такие шаги повысят показатели защищенности инвесторов этих компаний и эффективность управленческих решений. Также активно продвигается идея о необходимости для этих компаний открыться по отношению к внешним, в особенности портфельным инвесторам*.

Утверждение, что внедрение основанных на опыте публичных компаний рекомендаций «передовой практики» корпоративного управления в компаниях, не имеющих публичного обращения своих акций и принадлежащих очень узкому кругу инвесторов, средних и даже небольших компаниях повышает эффектив-

ность принятия решений органами управления и контроля этих компаний, также не является бесспорным.

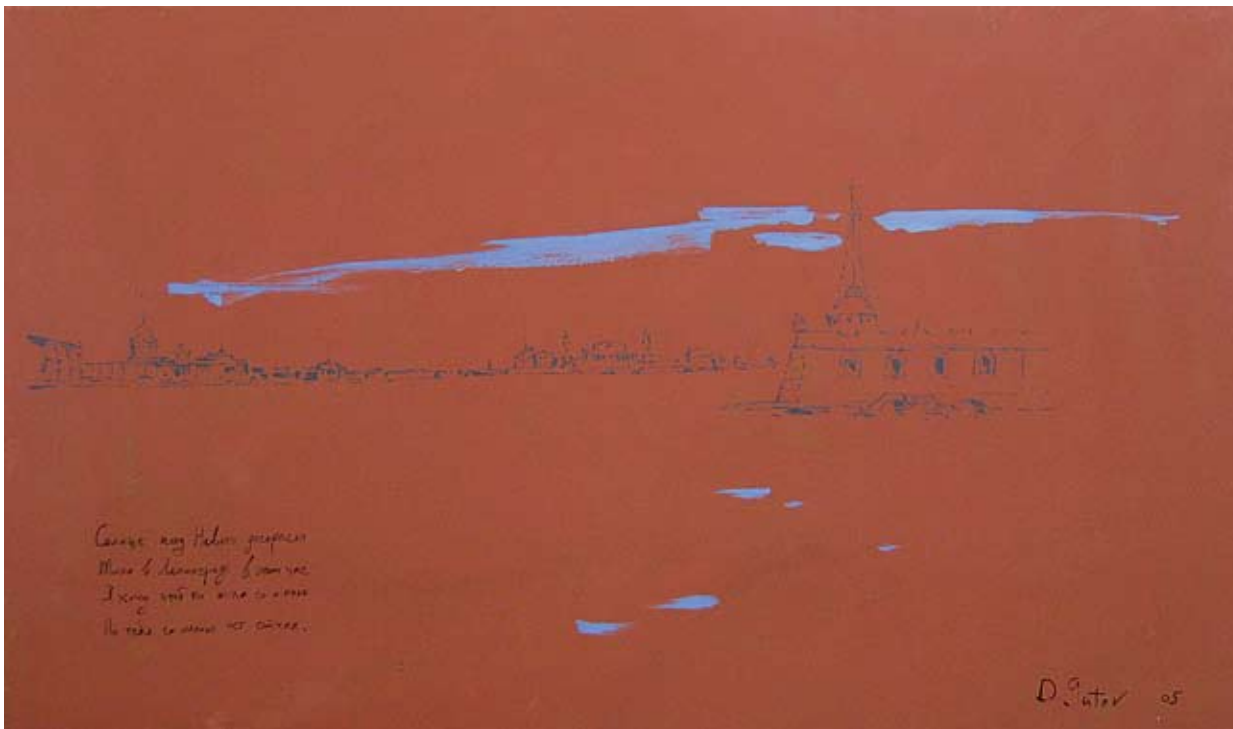
Во-первых, в странах с развивающимися рынками подавляющее большинство динамично развивающихся компаний находится на предпринимательской стадии, на которой исключительно важное значение имеют гибкость и быстрота принятия важнейших управленческих решений. Процедуры же подготовки и принятия решений, рекомендуемые западной «передовой практикой» корпоративного управления, основаны прежде всего на опыте зрелых компаний, в которых соблюдение процедур самих по себе, а также вследствие давления организаций, представляющих миноритарных акционеров, настойчивых рекомендаций консультантов, приобрело очень важное, а нередко и самоудовлетворяющее значение. Подтверждение наличия таких процедур стало неотъемлемой частью политики публичного раскрытия информации западными публичными компаниями, своего рода традицией. Перенесение таких процедур в средние и небольшие частные компании стран с развивающимися рынками, находящиеся на предпринимательской стадии развития, чревато снижением оперативности, гибкости и в конечном итоге эффективности решений их органов управления и контроля.

Во-вторых, успешное развитие этих компаний во многом связано с предпринимательским духом и интуицией основателей этих компаний. Очевидно, что в таких компаниях их роль очень велика. Как показывает опыт компаний стран с развитыми рынками, их советы директоров практически всегда включают от одного до трех представителей высшего менеджмента. Например, в Великобритании, обладающей наиболее развитыми традициями в области корпоративного управления, топ-менеджеры чаще всего составляют от 30 до 50% членов совета, и, по мнению практиков, такой состав более отвечает потребностям развития компании, чем, скажем, практика американских компаний, в совет директоров которых обычно входит только главный управляющий, а остальные члены совета являются независимыми. Показательно, что в Великобритании, в отличие от США, не было крупных скандалов, связанных с практикой корпоративного управления. Очевидно, что

*Однако акции подавляющего большинства таких компаний не обращаются на фондовом рынке и принадлежат узкому кругу, как правило, тесно взаимосвязанных между собой акционеров. Если необходимость внедрения «передовой практики» корпоративного управления в компаниях, акции которых, в том или ином объеме, торгуются на фондовом рынке, связана прежде всего с тем, что менеджмент и крупные собственники этих компаний перекладывают часть своих рисков на внешних акционеров, то в семейных и средних, мелких компаниях, не имеющих публичного обращения акций, ситуация принципиально иная. В этих компаниях риски, связанные с деятельностью этих компаний, несут сами их собственники. Причем число таких инвесторов, как правило, крайне ограничено (от одного до пяти, члены семьи). Действительно, существует опасность конфликтов между этими акционерами, однако для их предотвращения и разрешения обычно используется такая форма регулирования интересов и прав, как соглашения акционеров. Таким образом, поле для корпоративного управления в такой ситуации в этих компаниях существует. Однако оно весьма ограничено. Перенесение на эти компании всех тех механизмов и процедур, которые используются в публичных компаниях, представляется необоснованным. Рассуждения в духе того, что частные компании несут ответственность перед обществом, так как являются налогоплательщиками, работодателями и потому нуждаются в том, чтобы отношения между их акционерами были открыты для надзора со стороны каких-то внешних сил и групп, сильно напоминают нам в России сравнительно недавнее прошлое, когда считалось, что государство лучше, чем частные собственники, и знает, как управлять всем «на благо всего народа».

Дмитрий Гутов.
Селигер





Дмитрий Гутов.
Солнце над Невой
догорает.
Из собрания Игоря
Маркина

1987 г.: Комиссия Трэдуэя представляет доклад о мошенничестве при составлении финансовой отчетности, подтверждает роль и статус комитетов по аудиту и разрабатывает «основы внутреннего контроля» (модель COSO – Комитета спонсорских организаций) Начало 1990-х гг.: Крах предпринимательских империй Polly Peck (убытки \$1,3 млрд.), BCCI and Maxwell (£480 млн.)
1992 г.: Комитет Кэдбери (Cadbury Committee of the London Stock Exchange, UK) публикует первый кодекс по финансовым аспектам корпоративного управления. С 1993 г. компании, включенные в листинг на фондовых биржах в Великобритании, должны раскрывать информацию об управлении по принципу «соблюдай или объясняй»
1994 г.: Опубликован доклад Дэй (Day Report, Toronto Stock Exchange, Canada)
1995 г.: Опубликован доклад Гринбери (Greenbury Committee of the London Stock Exchange, UK) «О вознаграждении должностных лиц»
1995 г.: Опубликован доклад Вьено (Report of the Committee on Corporate Governance, Vienot), Франция
1995 г.: Принят Закон «Об акционерных обществах», Россия
1996 г.: Принят Закон «О рынке ценных бумаг», Россия
1997 г.: Доклад о профессионализме директоров (Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism, USA)
1997 г.: Компания «Дженерал Моторс» публикует собственное руководство по корпоративному управлению (GM Board of Directors Corporate Governance Guidelines, USA)
1997 г.: Опубликован доклад круглого стола бизнеса США о корпоративном управлении (Business Roundtable «Statement on Corporate Governance», USA)
1998 г.: Corporate Governance Forum of Japan
1998 г.: Law on Control and Transparency in the Corporate Sector, Germany
1998 г.: Hampel Committee of the London Stock Exchange, UK
1999 г.: В США принят Закон «О модернизации финансовых услуг» (Financial Services Modernization Act)
2001 г.: Крах корпорации Enron
2002 г.: Sarbanes-Oxley Act

***В непубличных, средних компаниях, находящихся к тому же на предпринимательской стадии развития, существенное снижение роли основателей компании, в том числе являющихся и высшими менеджерами, их влияние на процесс принятия ключевых решений путем передачи ключевых полномочий внешним, «независимым» членам совета вкрупне усложнением и бюрократизацией процедур подготовки и принятия таких решений чревато опасностью утраты управляемости этих компаний, снижением эффективности их деятельности, утратой ими части своих конкурентных преимуществ. При этом надо учитывать, что одной из важнейших тенденций развития бизнеса в мире за последние годы является повышение значения креативности, гибкости и интуиции как конкурентного преимущества.**

для средних компаний совершенным абсурдом является отсутствие в составе совета директоров главного управляющего и его ключевого заместителя*.

С учетом накопившихся новых фактов не представляется бесспорной и заслуживает как минимум дополнительного исследования считающаяся априорной идея о том, что отстранение собственников, основателей компании от управления и передача управленческих функций наемным менеджерам в любом случае обеспечивает повышение эффективности бизнеса и снижение его рисков. Например, проведенное в конце 2003 г. журналом Business Week среди крупнейших американских компаний (S&P-500) исследование зависимости эффективности компании (оцениваемой по ROI, т.е. возврату на инвестиции) от «происхождения» главного менеджера компании показало, что «семейные» компании (где главный управляющий – основатель бизнеса или его потомок) почти в два раза эффективнее «несемейных», то есть управляемых наемными менеджерами. Как показывает опыт большого числа крупных западных компаний с распыленной структурой собственности, их главные управляющие очень часто становятся авторитарными властителями, не обращающими никакого внимания на интересы акционеров и при этом, в отличие от собственников-управляющих, не несут ответственности за риски потери собственности. Наибольшие потери, связанные со злоупотреблениями высших менеджеров и фальсификациями отчетности, как показывает опыт последних лет, инвесторы (включая кредиторов) понесли как раз в публичных компаниях, не имевших крупных собственников. Однако даже в этих компаниях процесс расширения полномочий внешних («независимых») директоров и предоставление возможности акционерам самостоятельно выдвигать и переизбирать их наталкивается на серьезное сопротивление, связанное с бизнес-резонами (необходимость обеспечения преемственности в составе совета, опасность связи таких членов с отдельными акционерами и предоставления «особых интересов», понимания членами совета особенностей бизнеса и т.п.). В средних компаниях зависимость между влиянием высших менеджеров-собственников и рисками для компании не является линейной. В этих компаниях деловая хватка и интуиция основателей компании, стоящих у руля, в большинстве случаев имеют решающее значение для успешного развития. При этом необходимо учитывать общую

тенденцию сокращения среднего срока «жизни» компаний, особенно средних.

В-третьих, внедрение некоторых ключевых рекомендаций западной «передовой практики» корпоративного управления может скорее привести к снижению конкурентоспособности средних и небольших частных компаний, чем к ее повышению. Например, такими могут быть последствия широкого раскрытия информации о стратегии своего развития, основных бизнес-планах для средних и небольших компаний. Раскрытие такой информации крупными компаниями, работающими в отрасли, в которой действует еще от шести до десяти подобных организаций, и компаниями, вынужденными конкурировать с сотнями равносильных конкурентов, – принципиально разная ситуация. Для крупнейших компаний такое раскрытие не несет существенных рисков, так как набор вариантов выбора стратегии у них, как правило, не очень велик и аналитики сами могут с высокой степенью точности предсказать тот или иной вариант. В обмен на раскрытие этой информации эти компании привлекают основной объем портфельных инвестиций. Для средних и небольших компаний, число которых на рынке может быть очень велико и находящихся в очень острой конкуренции между собой, раскрытие коммерчески чувствительной информации может нанести серьезный урон. Например, в 2001-2002 гг. 34 компании были исключены из листинга Миланской фондовой биржи на основании их заявлений. Объясняя свой уход с фондового рынка, эти компании указывали в качестве одной из важных причин опасения, что чрезмерное раскрытие информации опасно для их бизнеса. К примеру, М. Мантовани, мажоритарный акционер и управляющий итальянской дизайнерской компании Italdesign-Giugiaro, имевшей в 2002 г. оборот \$155,5 млн. и прибыль в \$10,77 млн. и решившей в 2003 г. выкупить свои

***Wall Street Journal.
16.06.2003

акции на рынке, в качестве одной из основных причин такого шага указывает следующую: «Нам приходилось раскрывать информацию о нашей стратегии, позволяя нашим прямым конкурентам видеть, что мы делаем»***.

Перенесение подходов к раскрытию информации, применяемых к публичными компаниям, к частным компаниям может серьезно осложнить им ведение бизнеса. А главное, экономическая обоснованность такого перенесения в условиях, когда эти компании не только не стремятся к привлечению средств с фондового рынка, но часть из них даже сознательно уходит с него, представляет спорной.

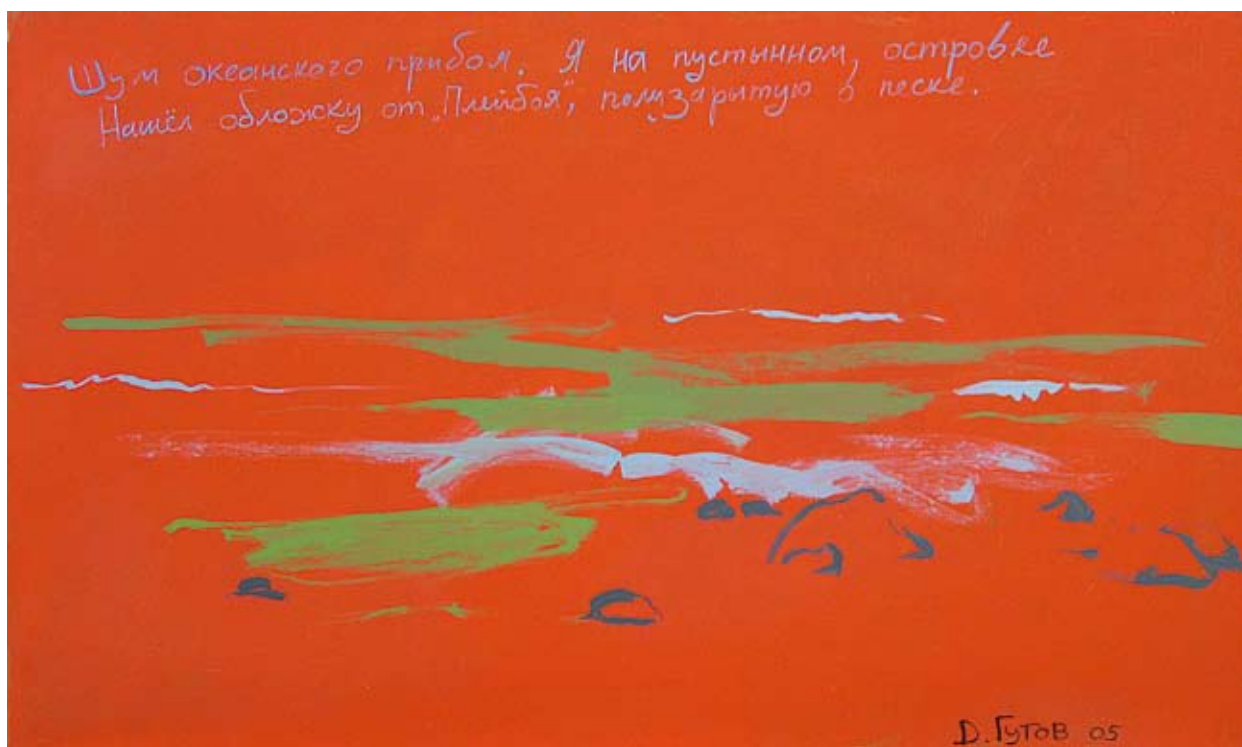
Небесспорной является и целесообразность перенесения на советы директоров рекомендаций «передовой практики», сформулированных на опыте крупных публичных компаний, касающихся формирования советов, большинство которых составляют независимые директора, основной функцией которых является надзор за деятельностью менеджмента. Например, как пишет один из членов руководства Национальной ассоциации корпоративных директоров США, даже в компаниях, находящихся на стадии предпринимательского развития, «необходимо обеспечить независимый надзор за принятием решений» и создать такой же набор комитетов в совете, как и в зрелой публичной компании, – по аудиту, по назначениям, вознаграждениям****.

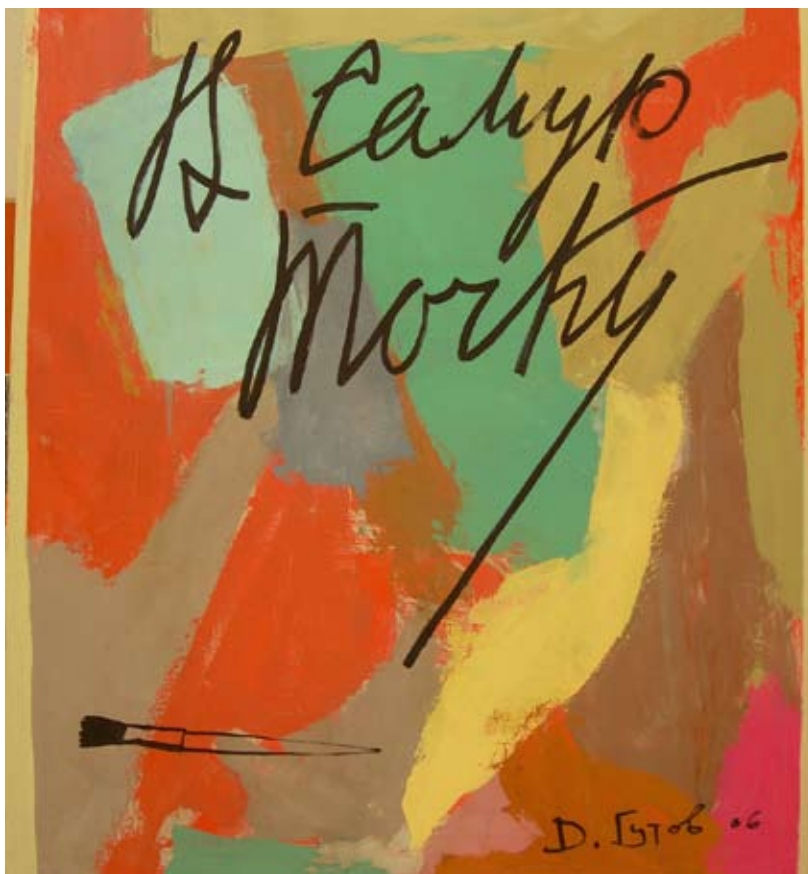
****Independent
director. Summer 2004.
P.4-5

В публичной компании акцент на наличие большого числа независимых директоров (или даже их большинство в совете) и жестком надзоре с их стороны за деятельностью менеджмента связан, как известно, с тем, что собственники расплывлены и не участвуют в управлении. От чьего имени независимые директора будут осуществлять надзор за менеджерами-собственниками и принимать

ключевые решения в непубличной компании, находящейся на предпринимательской стадии? Основная ценность использования внешних членов совета в частных, в средних и небольших компаниях, находящихся на стадии предпринимательского развития, заключается в наличии у них ценного управленческого опыта, знаний, способности генерировать новые бизнес-идеи. Именно поэтому собственники таких компаний приглашают внешних членов совета. Объективность суждений такого члена совета будет связана не с соблюдением им 20 формальных критериев независимости, а с необходимостью принести пользу развитию бизнеса в этом качестве. В публичных компаниях наемные высшие управляющие или даже контролирующей акционер могут быть заинтересованы в присутствии в составе совета в качестве «независимых директоров» лиц, не способных к самостоятельному, объективному суждению и вкладу в развитие компании, но готовых поддержать те или иные сомнительные решения руководства компании перед акционерами, прежде всего миноритарными. Даже в этих компаниях соблюдение формальных критериев независимости, как показывает практика, не гарантирует обеспечения реального независимого надзора. Однако других, более эффективных способов пока не придумано. В конечном итоге все упирается в личностные качества членов совета, однако формализовать, а тем более проверить их крайне сложно. В непубличных, частных компаниях здравомыслящий собственник не будет держать в составе совета директоров и оплачивать работу такого члена, который будет лишь поддакивать собственникам и не предлагать объективных, разумных и ценных идей и решений. Применение по отношению к ним тех же критериев независимости, которые используются в отношении независимых членов советов директоров публичных компаний, выглядит весьма странным. Реальная практика дает значительное число примеров рациональности именно такого подхода. Так, ОАО «Седьмой континент» накануне проведения IPO пригласило в состав своего совета директоров в качестве «независимого директора» Б. Федорова, при том, что принадлежащая ему инвестиционная компания UFG выступила соорганизатором размещения. Компания «Арбат-Престиж» пригласила в состав своего совета директоров в таком же качестве Р. Варданяна, при том, что инвестиционный фонд, входящий в группу «Тройка-Диалог», приобрел к этому моменту 40% акций «Арбата» и взял на себя роль организа-

Дмитрий Готов.
Шум океанского
прибоя .
Из собрания Игоря
Маркина





Дмитрий Гутков.
В самую точку

тора будущего публичного размещения акций. Очевидно, что в такой ситуации Б. Федоров и Р. Варданян не соответствовали каноническому представлению о независимом директоре. Однако рынок очень благоприятно прореагировал на их избрание, принимая во внимание их опыт ведения бизнеса, высокий профессионализм, связи в инвестиционном сообществе, которые, несомненно, принесут существенную пользу компаниями-эмитентам. В отношении компаний, которые осуществляют публичное размещение своих акций, имея в составе своего совета директоров членов, имеющих существенные материальные связи с компанией, могут быть вопросы, связанные с этим конфликтом интересов. Хотя правильнее будет поставить вопрос о том, почему инвесторы не сочли такой конфликт негативным фактором. Но в отношении компаний, в особенности средних, не имеющих публично обращающихся акций, игнорирование реальных тенденций в формировании их советов директоров с опорой прежде всего на их опыт и способность внести очевидный вклад в развитие компаний и повторение «мантры» о признаках независимости, без которых член совета директоров любой компании не считается независимым, мало что дает с точки зрения развития бизнеса.

В-четвертых, внедрение в полном объеме всех основных рекомендаций западной «передовой практики» корпоративного управления, как уже было показано выше, связано с очень значительными затратами, прежде всего на услуги консультантов и институтов финансовой инфраструктуры. Как также отмечалось выше, настойчиво продвигаемые или даже навязываемые этими группами услуги часто не дают сколько-нибудь значимого экономического эффекта, а некоторые из них могут порой противоречить культурным традициям, в которых сформировалась компания стран с развивающимися рынками (прежде всего в ситуации, когда эта компания не планирует выхода на глобальные рынки). Расходы на такого рода услуги для средних и небольших компаний могут повлечь сокращение расходов на такие важные статьи, как зарплата и обучение персонала, исследовательские разработки, увеличить их издержки в целом и тем самым снизить их конкурентоспособность.

Заключение

Потребность в улучшении корпоративного управления для частных, средних и небольших компаний существует, и усилия в этом направлении могут принести им пользу. Однако такой работе должна предшествовать индивидуальная оценка потребностей в корпоративном управлении с учетом особенностей компании и ее стратегии*. Объем такой работы будет несопоставимо меньше, чем в публичных компаниях, а эффективные решения будут носить очень гибкий характер. Использование рекомендаций «передовой практики» корпоративного управления для таких компаний будет полезно, но их использование должно быть селективным, а не всеобъемлющим.

Наконец, финансовая модель значительного большинства рассматриваемых компаний из стран с развивающимися рынками позволяет им развиваться за счет собственных и заемных средств. Для подавляющего большинства таких компаний, в особенности средних и небольших, экономическая целесообразность выхода со своими акциями на фондовый рынок представляется, мягко говоря, неочевидной. Весьма оригинально в этой связи звучит аргументация в пользу выхода таких компаний на фондовый рынок. Так, П. Йэндел, управляющий директор по международному маркетингу электронной биржи NASDAQ, следующим образом аргументирует необходимость для российских компаний выйти на западные биржи, в частности, на NASDAQ: «Не все российские компании нуждаются в привлечении капитала, но в выходе на зарубежный фондовый рынок их может интересовать возможность продемонстрировать свое следование международным стандартам корпоративного управления»**.

Остается добавить, что за такую демонстрацию нужно будет заплатить весьма значительную сумму и взять на себя большой объем обязательств, для подтверждения которых необходимо будет привлечь большое число весьма дорогостоящих консультантов и стать объектом для «заклинателей рынка», зачастую видящих не то, что есть в компании, а то, что они хотели бы видеть, и соответствующим образом ориентирующих инвесторов.

Таким образом, есть достаточно веские основания полагать, что за настойчивыми усилиями «открыть» успешно развивающиеся частные семейные, средние и небольшие компании, прежде всего в странах с развивающимися рынками, для «передовой практики» корпоративного управления стоит не только желание обеспечить защиту акционеров этих компаний, но и стремление включить эти компании в сложившийся механизм управления их ценой на основе тех же принципов, которые

*Беликов И., Вербицкий В. Аудит корпоративного управления компании // Управление компаний. 2006. № 3

**Ведомости.
03.02.2004

применяются институтами финансовой инфраструктуры западных стран в отношении публичных компаний, открыть эти компании для западных портфельных инвесторов, крайне заинтересованных в новых объектах вложений, и сделать эту многочисленную группу компаний потребителями растущего объема консалтинговых услуг, продвигаемых этими институтами и ведущими западными консалтинговыми фирмами.

Все вышесказанное не является отрицанием важности корпоративного управления. Однако очевидно, что общий тон и основной вектор глобального обсуждения вопросов корпоративного управления задаются процессом финансовализации западного капитала и экономики ведущих западных стран.

За последние два десятилетия XX в. стала очевидной тенденция утраты странами Западной Европы и США ряда прежних преимуществ в процессе торгово-промышленной конкуренции со стороны стран второго и третьего эшелона - Китай, Тайвань, Индия, Южная Корея, Малайзия, Сингапур, Бразилия и некоторые другие. По крайней мере, в части этих стран сформировались или быстро формируются отвечающие передовым требованиям мощности по производству самых современных промышленных товаров (автомобилей, компьютеров, средств связи и другой электроники, лекарств), а в последнее время – и информационных продуктов (программного обеспечения). Отчасти процесс «деиндустриализации» стран Западной Европы и Северной Америки был результатом сознательного стремления их политических и деловых кругов сократить традиционные отрасли (особенно такие, как металлургическая, угольная и т.п.) и сосредоточиться на самых передовых отраслях, а также на развитии

сектора услуг. Однако в немалой степени этот процесс является и результатом умения руководства и деловых кругов новых индустриальных стран (прежде всего – Юго-Восточной Азии, Индии и Китая) мобилизовать и правильно распределить ресурсы для развития, использовать ряд уникальных преимуществ, результатом их возросшей конкурентоспособности. Однако лидирующие позиции в мировой финансовой системе инфраструктурных институтов, в глобальных информационных потоках по-прежнему занимают ведущие страны Запада. Этот контроль все больше становится их основным преимуществом в глобальной конкуренции. Неудивительно, что они объективно заинтересованы в том, чтобы не только расширять рынок для институтов финансовой инфраструктуры и своих компаний по производству различных услуг (прежде всего в сфере управления), повышать их стоимость, но, что не менее, а даже более важно, использовать лидирующие позиции в инфраструктуре и информационных потоках для влияния на цену активов, управления поведением инвесторов в глобальном масштабе.

В результате вместо содержательного обсуждения ряда ключевых проблем корпоративного управления и поведения инвесторов, в том числе тех, которые отмечены в данной статье, мы очень часто сталкиваемся либо с повторением одних и тех же формул, весьма напоминающих заклинания, либо с обсуждением деталей и частных моментов практики корпоративного управления (численность совета, категории членов совета, организация работы совета и прочее), которые достаточно важны, но являются второстепенными по отношению к ключевым проблемам. В странах с развивающимися рынками ответом компаний на сложившуюся ситуацию может стать массовая имитация западной «передовой практики» корпоративного управления, которая, однако, породит новые проблемы и поставит их в уязвимое положение в случае выявления этой имитации. В целом острота ряда ключевых проблем корпоративного управления нарастает, и их дальнейшее игнорирование чревато беспрецедентными потерями для инвесторов, большинство которых сосредоточено в развитых странах, а также глубокими потрясениями для всей мировой экономики.

