

## НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

### СТРУКТУРНЫЕ АЛЬТЕРНАТИВЫ ОЦЕНКИ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

*А. Е. ШАСТИТКО, Т. А. РАДЧЕНКО*  
*Фонд «Бюро экономического анализа»*

В последние десятилетия сложились представления о стандартах и лучших практиках корпоративного управления, нашедших отражение в различных способах оценки, включая рейтинги корпоративного управления. Современный финансово-экономический кризис поставил под сомнение достоверность и адекватность действующей шкалы измерения качества управления компаниями, заставив задуматься не только над пересмотром оценок положения компаний в рейтингах, но и над изменением самого подхода к формированию стандартов корпоративного управления, оценке соответствия данных стандартам и лучшим практикам. В статье поднимаются вопросы о том, что формирует эталоны (стандарты) корпоративного управления, об издержках их использования, а также о направлениях их развития.

*Ключевые слова:* корпоративное управление, рейтинги, эталоны и стандарты корпоративного управления.

В настоящее время вопросу качества корпоративного управления в российских компаниях уделяется большое внимание, особенно на этапе подготовки компании к выходу на организованные рынки капитала. Возможность доступа к сравнительно дешевому капиталу и относительно быстрому изменению структуры собственности<sup>1</sup>

привела к осознанию руководителями российских компаний значимости статуса публичной компании. Необходимость соответствия определенным стандартам корпоративного управления повышала спрос со стороны компаний на инструменты оценки соответствия корпоративного управления образцам, принятым на фондовых

---

Статья подготовлена с использованием материалов третьего выпуска Национального доклада по корпоративному управлению (2010 г.). Авторы выражают искреннюю признательность двум анонимным рецензентам за проявленный интерес к данной статье и конструктивные замечания.

<sup>1</sup> Примечательно, что результаты исследования частных и публичных итальянских компаний показали, что при прочих равных компании становятся публичными не для того, чтобы профинансировать свои инвестиционные проекты и рост (наиболее распространенное мнение), а для изменения структуры собственности после периода значительных инвестиций и быстрого роста (см.: [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009; Бухвалов, 2009]).

© А. Е. Шаститко, Т. А. Радченко, 2010

рынках и установленным национальными и международными кодексами корпоративного поведения, а также признанной лучшей практике. Рост спроса на стандарты и образцы корпоративного управления обусловил появление в практике разных стран, в том числе в России, услуг, связанных с оценкой соответствия качества корпоративного управления, среди которых широкое распространение получили рейтинги — инструмент оценки значимых для стейкхолдеров характеристик компаний. Однако в последнее время перспективы этого инструмента оказались под большим вопросом. В данной статье под стандартами мы будем понимать наборы необходимых требований, существующих в виде формальных правил и предъявляемых к компаниям для получения доступа к тем или иным ресурсам. Иными словами, стандарты формируют представления о «хорошем» корпоративном управлении, при этом являясь минимально необходимой частью эталонов.

Помимо оценок соответствия качества корпоративного управления тем или иным образцам используются, причем намного шире, оценки самих компаний, в том числе оценки их ценных бумаг, кредитоспособности, которые непосредственно влияют на процесс принятия решения в компании, а также косвенно могут свидетельствовать о качестве корпоративного управления в компании. Среди таких способов оценки можно назвать аудит, рейтинги кредитоспособности, бенчмаркинг, ставки по свопам на дефолт по кредиту (credit default swap — CDS). В ряде вопросов управления данные инструменты могут рассматриваться в качестве альтернатив. Например, бенчмаркинг предполагает определение целей и методов их достижения в соответствии с практикой лучших компаний, т. е. бенчмаркинг является частью стратегического менеджмента, обеспечивая компании руководством по улучшению ее бизнес-процессов, технических решений и функций (см., напр.: [Николич, Николич, Вуконьянски, 2007]).

В свою очередь, рейтинг корпоративного управления используется для диагностики практики принятия решений в отдельной компании по сравнению с лучшими практиками и существующими альтернативами. Оба инструмента дают результат через осуществление сравнительного анализа фактической ситуации с неким образцом, или эталоном. Таким образом, обсуждая вопрос о формировании спроса на эталоны и образцы корпоративного управления, в основе которых может лежать та или иная модель корпоративного управления, мы сталкиваемся с вопросом о формировании спроса на институты корпоративного управления российскими компаниями в целом.

Исследование «Спрос на современные стандарты корпоративного управления в частном секторе России» [Гуриев и др., 2002] показало, что отсутствие честной и компетентной судебной системы сделало формальное внедрение институтов корпоративного управления невозможным, поэтому для привлечения внешнего финансирования приходилось опираться на добровольное принятие механизмов защиты инвесторов. Острая потребность в заемном капитале российских предприятий стала основной причиной следования принятым образцам и стандартам корпоративного управления.

Результаты исследования «Корпоративное управление в условиях финансово-экономического кризиса» продемонстрировали: сегодня распространенное мнение представителей компаний заключается в том, что «кризис коснулся всех, и не в последнюю очередь компании с хорошей практикой корпоративного управления... проблемы не в компаниях, а в институтах...» [Корпоративное управление..., 2009, с. 6]. Иными словами, существующие представления о том, что такое «хорошо» для корпоративного управления как российских, так и иностранных компаний, подвергается сомнению.

Казалось бы, грамотно выстроенное корпоративное управление должно помогать

компаниям преодолевать кризис посредством встроенных механизмов адаптации к внешним шокам. Но от кризиса серьезно пострадали и компании с «хорошим» корпоративным управлением. Значит, либо существующие образцы корпоративного управления не учитывают способность компаний и их систем корпоративного управления адаптироваться к внешним шокам, либо для кризисного периода актуальны другие эталоны. Например, заложенное в рейтинги предположение о постоянном росте экономики в целом и, соответственно, расширении масштабов отдельных рынков практически полностью исключает (или в лучшем случае занижает) оценку значимости механизмов адаптации корпоративного управления к внешним негативным шокам.

В рамках разработки корпоративного законодательства и в ходе совершенствования корпоративной практики управления при выборе институциональных альтернатив сталкиваются с доминированием одной модели — англосаксонской.<sup>2</sup> Современная версия данной модели сформировала краткосрочные стимулы не только у менеджеров, но и у значительной части собственников, в первую очередь институциональных инвесторов.

Подход к корпоративному управлению, основанный на англосаксонской модели, формировался в условиях институциональной среды, для которой были характерны высокая степень раздробленности и распыления акционерной собственности, высокая эмиссионная активность, развитый рынок прямых инвестиций, наличие крупных и активных институциональных инвесторов. Данная модель корпоративного управления предполагает наличие действенной защиты прав акционеров и делает упор на прозрачность бизнеса и высокую степень раскрытия информации, а также использует широкий спектр мотивацион-

<sup>2</sup> Подр. см. выступление А. А. Яковлева на круглом столе «Корпоративное управление в условиях кризиса» в Институте современного развития [Корпоративное управление..., 2010, с. 152–154].

ных схем оплаты труда директоров и менеджеров компаний [Газин, 2003]. Тем не менее современный финансово-экономический кризис указал на изъяны данной модели, о чем говорят не только эксперты, но и представители бизнеса, что является важным условием преодоления в дальнейшем сложившихся стереотипов и представлений об идеальной (образцовой) модели корпоративного управления.

В этой связи цель данной статьи — выявить структурные альтернативы оценки качества корпоративного управления, для чего предполагается обсудить следующее:

- роль эталонов и стандартов в корпоративном управлении, включая оценку адекватности сложившихся эталонов и стандартов корпоративного управления;
- проблемы измерения качества услуг по оценке компании, ее активов и корпоративного управления посредством сравнения отдельных показателей с характеристиками эталона;
- направления развития представлений об эталонах корпоративного управления и регулирования тех сфер, которые влияют на их формирование.

Выше отмечалось, что основные эталоны в корпоративном управлении формируются на базе лучших практик, требований регуляторов, всевозможных оценок качества корпоративного управления и т. д. Рассмотрим, как отдельные инструменты, используемые в корпоративном управлении, формируют эталоны и образцы корпоративного управления.

## 1. Формирование эталонов корпоративного управления

Одним из распространенных способов оценки корпоративного управления в компаниях, а также их кредитоспособности и вероятности дефолта являются рейтинги. Именно они получили негативную оценку широкой общественности в связи с недостаточной достоверностью и адекватностью отражения реального состояния компаний

накануне кризиса [Global Corruption Report, 2009]. Например, рейтинги корпоративного управления строятся на основе сопоставления практики корпоративного управления конкретной компанией с некой идеальной моделью, сложившейся на базе рекомендаций лучшей практики корпоративного управления в других компаниях, отрасли и стране.

Рекомендации могут основываться как на эмпирических исследованиях, так и на экспертных оценках в этой области. Их обобщение находит отражение в модельных национальных кодексах корпоративного поведения, в принципах корпоративного управления ведущих международных организаций, чьи нормы и правила могут признаваться или даже устанавливаться в качестве образцовых различными торговыми площадками и требованиями институциональных инвесторов. Рейтинговые агентства во многом на них ориентируются, но также пытаются учитывать в своих оценках страновую и отраслевую специфику компании. В связи с этим можно говорить об унификации образцов корпоративного управления и формировании у инвесторов, акционеров, менеджеров и иных участников корпоративных отношений представлений об идеальной модели корпоративного управления. С одной стороны, характеристики единой идеальной модели могут служить ориентиром и впоследствии адаптируются к разным характеристикам институциональной среды. Иными словами, на практике такая адаптация может выглядеть как избирательное или неполное применение отдельных компонентов идеальной модели. Необходимость привлечения дешевого финансирования вынуждает компании следовать как минимум стандарту, а как максимум — стремиться к идеальной модели. С другой стороны, наличие укоренившихся представлений о единой унифицированной модели корпоративного управления способствует ограничению институциональной конкуренции моделей корпоративного управления — сосуществованию различных способов выстраи-

вания отношений между стейкхолдерами для решения схожих задач организации и развития бизнеса компании.

В отличие от других форм оценки, предлагающих количественные показатели и критерии качества, оценка корпоративного управления — это преимущественно качественный анализ [Рейтинги корпоративного управления..., 2005], где ориентиром является идеальная модель. Применение подобной идеальной модели, или эталона, во многом должно быть ограничено страновыми и отраслевыми особенностями, в том числе уровнем развития стран, развитостью национального законодательства, степенью защиты прав собственности и гарантий контрактных прав, различными неформальными правилами, сложившимися под влиянием традиций и культуры. В попытке выработать идеальную модель, которая была бы настолько унифицированной, что национальные особенности не имели бы значения, возможно, была переоценена роль отдельных показателей корпоративного управления. В 2008 г. такие компании, как Lehman Brothers и AIG, еще за месяц до своего краха имевшие рейтинги инвестиционной категории,<sup>3</sup> представляли собой если не идеал, то определенный эталон для практики корпоративного управления.<sup>4</sup>

В России применение многими компаниями Кодекса корпоративного поведения во многом могло стать компенсацией неидеального корпоративного законодательства и судебной системы в стране. Иными словами, соответствие эталону можно рассматривать как механизм компенсации характеристик институциональной среды, в которой функционируют компании,

<sup>3</sup> Например, в сентябре 2008 г. Moody's снизил кредитный рейтинг Lehman Brothers с A2 до B3, а в Fitch долгосрочный рейтинг дефолта эмитента был снижен с A+ до D, что свидетельствовало о дефолте компании.

<sup>4</sup> Частично такое запаздывание связано с периодичностью процесса пересмотра рейтингов рейтинговыми агентствами и лагом в публикации финансовой информации о компаниях.

в случае если исполнение норм подобного Кодекса является обязательным. Компании добровольно идут на такие меры, чтобы гарантировать инвесторам защиту их прав. Обратной стороной стремления компаний соответствовать характеристикам признанных эталонов является «работа на показатель». Известно, что применение тех или иных показателей для определения вознаграждения (в широком смысле) действующих лиц может привести к искажению их стимулов и в конечном счете к состоянию субоптимальности, не приближающей условия равновесия к условиям парето-оптимума.

Тем не менее использование рейтингов инвесторами широко распространено, и основной причиной использования инвесторами эталонов и стандартов корпоративного управления выступает прежде всего возможность экономии на трансакционных издержках измерения качества корпоративного управления. Если у компании есть Кодекс корпоративного поведения, соответствующий требованиям национального законодательства и/или международным стандартам, компания прошла процедуру рейтингования и ценные бумаги компании котируются на фондовом рынке, то это говорит инвестору о том, в какой мере компания соответствует необходимым характеристикам эталона корпоративного управления, некоему функциональному эталону. Если для стратегического инвестора, рассчитывающего на значительную долю акций крупной компании, детальный анализ *ad hoc* может быть оправдан ввиду высокой ожидаемой цены вопроса, то на уровне рутинных сделок, связанных с покупкой и приобретением незначительных пакетов (даже без цели последующей перепродажи в любой удобный момент времени), издержки могут оказаться запредельными. Неспособность самостоятельно оценить привлекательность активов на базе доступной информации о компании (той же, что доступна и рейтинговым агентствам) может быть связана как с высокими альтернативными

издержками инвестора, так и с его ограниченной рациональностью, выражающейся в элементарном отсутствии необходимых знаний в сфере оценки активов компании, качества корпоративного управления, кредитоспособности компании в целом.

Эталоны, как и стандарты, позволяют экономить на принятии решений о лучшем варианте из доступных альтернатив, указывая, как себя вести в определенной ситуации, а также экономить на издержках выработки собственной идеальной модели управления бизнесом посредством метода «проб и ошибок», копируя элементы общепринятых норм корпоративного управления. Но использование отдельных характеристик эталонов корпоративного управления, таких как полное раскрытие информации, соблюдение процедур проведения общего собрания, включение независимых директоров в совет директоров, внешний аудит, может значительно ограничить контроль руководителя и в ряде случаев привести к потере конкурентных преимуществ. Шаблонное поведение, сформированное сложившимися эталонами, в том числе Кодексами корпоративного поведения и требованиями фондовых рынков, снижает сопротивляемость компаний кризисным явлениям, то есть они могут утратить мобильность принятия решений.<sup>5</sup> Вот почему решение о следовании эталонам корпоративного управления (и о степени следования) зависит от того, согласно ли действующее руководство компании поступиться частью своего контроля в обмен на привлечение инвестиций и как эти действия будут согласовываться с политикой компании на конкурентном рынке. Иными словами, выбор в пользу следования эталонам корпоративного управления будет осуществлен в том случае, если выгоды от внедрения соответствующих стандартов в управление

<sup>5</sup> Подр. см. выступление И. Юргенса на круглом столе «Корпоративное управление в условиях кризиса» в Институте современного развития [Корпоративное управление..., 2010, с. 151].



компанией превысят издержки адаптации и следования эталону.

Полученные выводы относительно спроса на институты корпоративного управления соответствуют результатам, приведенным в [Hoff, Stiglitz, 2002] в отношении спроса на принцип «верховенства права» в постсоциалистических странах Восточной Европы и бывшего Советского Союза. Владельцы перераспределенных активов, обладая правами контроля над ними, тем не менее могут быть не заинтересованы в установлении эффективных институтов защиты прав собственности, нередко способствуя их размыванию [Тамбовцев, 2006, с. 27]. Иными словами, экономические агенты (их группы), обладающие преимуществами в доступе к каналам перераспределения активов, доходам от такого перераспределения, а также к доходам от использования активов, не будут поддерживать принцип «верховенства права», даже если у них есть собственные активы, права на которые требуют защиты. В этой связи весьма показательны слова Б. Березовского: «Зачем создавать, если можно воровать?», приведенные в статье [Hoff, Stiglitz, 2002, p. 14]. В 1990-е гг. абсолютное большинство влиятельных экономических и политических игроков не были заинтересованы в стабильных и работающих институтах, поскольку они объективно помешали бы присвоению той государственной собственности, которую эти игроки контролировали [Яковлев, 2003, с. 37–38; Pistor, 1999]. Проецируя данные выводы на институты корпоративного управления, можно отметить, что чем выше спрос в каждой конкретной компании, в отрасли и в стране в целом на институты, повышающие качество корпоративного управления, тем больше вероятность того, что руководство компании заинтересовано в создании ценности, а не в ее перераспределении.

Таким образом, возможность формирования спроса на стандарты и, соответственно, на эталоны в сфере корпоративного управления обусловлена характеристика-

ми институциональной среды и поведением экономических агентов. В свою очередь, долгосрочные интересы экономических агентов позволяют преодолеть несовершенства институциональной среды, формируемой в том числе экономическими правилами, посредством добровольной адаптации стандартов к изменившимся представлениям о допустимом в сфере корпоративного управления. Рассмотрим, в какой степени существующие методы оценки качества корпоративного управления способны адекватно оценить применимость и реальное использование тех или иных стандартов корпоративного управления в компаниях.

## **2. Издержки оценки качества корпоративного управления**

### *2.1. Услуги по оценке качества корпоративного управления как особый вид блага*

Руководители компаний, принимающие решение о дальнейшей деятельности предприятия, об основных направлениях развития бизнеса, о необходимости привлечения внешних инвесторов, имеют как минимум две возможные стратегии поведения относительно адаптации стандартов корпоративного управления и/или следования образцам: следовать сложившимся образцам корпоративного управления посредством адаптации стандартов или имитировать первую стратегию. Причем имитация следования лучшим образцам корпоративного управления может выражаться как в соблюдении формальных требований (например, принятие кодекса корпоративного поведения, привлечение иностранных акционеров, хотя бы миноритарных и т. д.), так и в фальсификации финансовых документов. Обе стратегии актуальны прежде всего для «созидателей»<sup>6</sup>, апеллируя к классификации заин-

<sup>6</sup> Под «созидателями» в данном контексте следует понимать группы лиц, заинтересованных в развитии бизнеса и обладающих относительно

тересованных экономических агентов, предложенной в [Яковлев, 2003, с. 38–44]. Но, вероятнее всего, доминирующей будет вторая стратегия, так как она связана с меньшими издержками *ex ante*. Масштабы ее применения будут зависеть от величины издержек следования данной стратегии, от вероятности выявления имитирующей стратегии и от санкций за обнаруженное нарушение.

Возможность реализации компаниями имитирующей стратегии позволяет говорить о том, что услуги оценки качества корпоративного управления, оценки кредитоспособности компании могут рассматриваться как опытное или даже доверительное благо, оценка качества которого возможна (если возможна) с разумными издержками только после его потребления.<sup>7</sup> Причем в данном случае речь идет о двух благах — об услуге оценки и об активах. Оценка качества, например, приобретенного актива позволяет понять качество использованной для приобретения услуги по оценке качества данного актива. Существует вероятность, что имеющаяся система координат для оценки соответствия тех или иных характеристик компании сложившимся эталонам не всегда позволит выявить стратегии компаний. В таком случае и рынку активов, и рынку услуг по оценке качества свойственны характеристики рынка «лимонов», на котором возможен ухудшающий отбор, где блага с более высоким качеством вытесняются благами с низким качеством [Акерлоф, 1994], если отсутствует механизм настройки институтов, препятствующих такому отбору.

---

протяженным временным горизонтом планирования и низкой склонностью к риску [Яковлев, 2003, с. 39].

<sup>7</sup> Под опытными благами следует понимать блага с запретительно высокими издержками измерения качества до их потребления (т. е. *ex ante*), под доверительными — блага с высокими издержками измерения качества как *ex ante*, так и *ex post* (см.: [Шаститко, 2010, с. 766, 770; Nelson, 1970]).

Классификация услуги по оценке качества как доверительного блага предполагает, что даже после ее приобретения и использования в процессе принятия решения оценить качество полученной информации, в данном случае — рейтинга, довольно сложно. Это происходит по ряду причин.

Во-первых, из-за влияния на характеристики актива внешних шоков и форс-мажорных обстоятельств, которые не могут быть учтены в рейтинге.

Во-вторых, если полученная информация позволила принять решение об отказе в приобретении актива, то оценить качество полученной информации об активе не получится в связи с тем, что сам актив не был приобретен.

В-третьих, потребитель информации может не обладать необходимыми знаниями для того, чтобы после принятия решения на базе полученной информации понять, в какой мере рейтинг отражал реальное положение дел в компании или сложившаяся ситуация обусловлена внешними шоками.

В-четвертых, информация о рейтинге может быть получена, но не использована в процессе принятия решения. В таком случае качество блага измерить в принципе невозможно.

В данном контексте услуга оценки качества корпоративного управления будет опытным благом только в том случае, если потребитель имеет достаточную квалификацию для того, чтобы оценить качество приобретенной и используемой в процессе принятия решения информации, либо экономический агент имеет доступ к другим инструментам оценки качества приобретаемого актива, результаты применения которых позволяют проверить качество рейтинга. В данном случае возникает вопрос: в какой степени другие альтернативы могут служить заменителями подобной оценки качества актива? Охватывают ли другие способы оценки качества корпоративного управления те показатели, которые включают рейтинги? Какие из оцениваемых

показателей могут пересекаться и какой вес в общей оценке они имеют?

### *2.2. Проблемы настройки стимулов в сфере обменов по поводу присвоения рейтингов*

В случае отсутствия доступа к детализированной методологии расчета рейтингов компаний разными рейтинговыми агентствами для потребителя информации, скажем, инвестора, они, скорее всего, являются заменителями. Упрощая данную ситуацию, можно предположить, что при прочих равных выбор остановится на приобретении того блага, в данном случае — рейтингования компании, которое будет предоставлено по более низкой цене. В свою очередь, стремясь получить доступ к дешевому финансированию, эмитент как потребитель выберет услуги того рейтингового агентства, которое при одинаковой цене за услугу запросит меньший объем информации о компании либо при одинаковом объеме запрошенной информации назначит меньшую цену. Данные предположения применимы прежде всего для рынка рейтингов кредитоспособности компании и ее активов, т. е. для тех рынков, где присутствует конкуренция среди неограниченного числа участников рынка.

В работе [Emons, 1997] автор, рассматривая услуги экспертов в различных сферах деятельности в качестве доверительных благ, пришел к следующему выводу. На рынках, где существует возможность обработки информации собственными силами потребителей и они принимают решение о том, пользоваться ли услугами эксперта на базе сравнения платы за услугу и собственных издержек на поиск необходимой информации, проблема оппортунистического поведения со стороны продавца услуги может быть преодолена на рыночных условиях. В свою очередь, там, где такой возможности нет, необходимо внешнее вмешательство в регулирование рынка, в том числе путем лицензирования той или иной деятельности. Но если для одних экономических агентов в силу их

способностей агрегирование и обработка информации в той или иной сфере не составляют больших трудов, то для других такие действия связаны с высокими издержками. Какой же должна быть критическая масса экономических агентов, способных проверить достоверность полученной услуги, чтобы избежать вмешательства государства в деятельность рынка экспертных услуг, к которому, в частности, относится и оценка качества корпоративного управления в компании? Ведь, как известно, государственное вмешательство в деятельность отдельных рынков чревато искажением стимулов у экономических агентов и, как правило, связано с появлением административных барьеров (см., напр.: [Аузан, Крючкова, 2002]). В данном случае одним из способов регулирования рынка без прямого государственного вмешательства может стать участие в саморегулируемых организациях [Крючкова, 2005].

«Меню контрактов» (альтернативные формы контрактов между рейтинговым агентством и инвестором или между рейтинговым агентством и эмитентом, среди которых одна из сторон может выбирать подходящие для себя условия контракта) не позволит обойти сложившуюся проблему и снизить издержки оппортунистического поведения. Во-первых, проблема асимметричного распределения информации носит обоюдный характер во взаимоотношениях между рейтинговыми агентствами и компаниями, которым присваивается рейтинг, а также и многоуровневый, если учесть, что имеются и потребители информации — третьи лица (различные категории инвесторов, регуляторы). Во-вторых, разработка эффективного «меню контрактов» может быть довольно сложной процедурой, которая в условиях множественности принципалов может стать просто нереализуемой в силу проблемы безбилетника. В-третьих, невозможность создания полных контрактов во взаимоотношениях между производителями и потребителями рейтингов по ряду причин, которые свя-



заны в том числе с неразрешенным информационным парадоксом (по Эрроу), не даст разработать такое «меню контрактов», которое позволило бы избежать искажения стимулов его участников.

Вот почему способом преодоления проблемы ухудшающего отбора скорее является сигнал, в качестве которого в данном контексте может выступать бренд-капитал рейтингового агентства.<sup>8</sup> Сигнализирование для рейтинговых агентств является более затратным способом в связи с необходимостью инвестирования ресурсов на производство таких сигналов, которые будут понятны потенциальному заказчику. Инвестиции в репутацию рейтингового агентства станут сдерживающим фактором в формировании своей стратегии поведения на рынке. Аналогичные выводы можно сделать и в отношении аудиторских и консалтинговых компаний.<sup>9</sup> Высокие издержки оценки качества их услуг как до, так и после совершения транзакции позволяют сомневаться в приемлемости сложившихся представлений об образцовом корпоративном управлении.

В числе других способов снижения издержек оценки качества блага, т. е. перемещения блага из категории доверительных в категорию опытных или даже исследуемых, может быть публикация подробной методологии проведения оценки, а также частичная публикация рейтингов (результатов предоставления услуг) в открытом доступе. Такая доступная информация позволит любому, обладающему необходимой квалификацией и информацией о компании, соотнести уровень рейтинга с реальной ситуацией. Однако группа таких экономических агентов мала, так как существу-

<sup>8</sup> Ядром бренда является средство индивидуализации (в том числе товарный знак). О роли рыночных сигналов и транзакционных издержках, связанных с созданием и использованием прав на товарные знаки в России, см.: [Шаститко, 2000].

<sup>9</sup> Подробнее о роли конкуренции, репутации, ответственности и возможности осуществления контроля на рынках доверительных благ см.: [Dulleck, Kerschbamer, Sutter, 2009].

ют серьезные ограничения по доступности информации и наличию специфических знаний. Более того, достоверность рейтинга в отношении одной случайно выбранной компании не гарантирует, что в случае с рейтингованием другой отдельной компании информация о рейтинге будет представлять собой опытное благо. Несмотря на то что используются единая методология и общая технология оценки всех компаний, существуют, например, страновые и отраслевые особенности. Полную и наиболее достоверную картину в ряде случаев можно получить только при наличии результатов мониторинга рынков, на которых действуют компании, в динамике. Исследование рынков, если данная процедура изначально не заложена в методологию (причем исследование разных рынков связано с разными издержками), может привести к росту стоимости процедуры оценки, и даже если эмитент будет готов пойти на дополнительные расходы, рейтинговое агентство может оказаться не в состоянии провести квалифицированный анализ рынков самостоятельно. В данном контексте можно предположить, что крупные рейтинговые агентства, имеющие высокую долю на рынке, могут выигрывать от экономии на масштабе. Предоставление услуг нескольким компаниям, функционирующим на одном рынке, позволит сэкономить на издержках исследования рынка. Возможно, что некоторые рейтинговые агентства могут иметь транзакционно-специфическую экономию на разнообразии (ассортименте предоставляемых услуг): когда одно агентство предоставляет целый ряд услуг, то каждый последующий вид услуг может быть предоставлен этому эмитенту с меньшими издержками. Такая экономия может появиться прежде всего из-за экономии на сборе информации о компании.

С чем могут быть связаны высокие издержки измерения качества доверительных благ? Почему качество одних благ может быть измерено быстро и дешево, а для оценки качества других благ требуется существенно больше ресурсов? Зависит ли

это от числа доступных альтернатив осуществления данной оценки или от свойств самого блага?

### 2.3. Ограничения на раскрытие информации о методологии присвоения рейтингов

Как было отмечено выше, для того чтобы услуги по оценке качества компании как актива, ее ценных бумаг и корпоративного управления были исследуемыми или опытными благами, необходимо, чтобы их получателем являлся экономический агент, обладающий необходимой квалификацией и способный самостоятельно проверить качество данного блага, хотя бы в процессе использования информации. Вместе с тем, рост числа возможных способов оценки может способствовать развитию конкуренции на этом рынке и снижению цены на данное благо. Однако до тех пор, пока технология осуществления оценки качества корпоративного управления будет закрытой для большей части экономических агентов, рейтинги будут оставаться в категории доверительных благ.

Можно найти как минимум три возможные причины, объясняющие, почему технология (или ее отдельные компоненты) не являются открытыми. Во-первых, технология может быть объектом интеллектуальной собственности или авторских прав, а запрет доступа к ней может рассматриваться как способ защиты прав собственности. Во-вторых, любые предписания в методологии и технологиях расчета оценки качества могут быть подвержены критике, что, в свою очередь, может повлиять на репутацию рейтингового агентства или компании, которая предоставляет любую другую оценку качества.<sup>10</sup> В-третьих, намеренное сохра-

нение закрытости может осуществляться с целью поддержания существования данного рынка и возможности получения дополнительных выгод, в том числе за счет злоупотребления асимметрией информации. Наличие специфического знания о том, как можно оценивать каждую конкретную компанию при условии, что эти знания закрыты для получателя, дает возможность агентствам вести себя оппортунистически. Скажем, если обратиться к рынку предоставления юридических консультаций, то можно обратить внимание, что многие юристы — специалисты в узких областях права — не стремятся делиться своими специфическими знаниями в ресурсах открытого доступа. Иными словами, закрытый доступ к детализированным методологиям и технологиям (или их отдельным компонентам) оценки качества компаний, их ценных бумаг и их корпоративного управления может быть рассмотрен в том числе и как способ сохранения рынка. Балансировка массива информации между информацией общего (открытой информацией) и специального (доступной при приобретении прав на использование или совсем закрытой) назначения, а также возможность совместности данной информации с другими формами оценки и типами услуг находит отражение в стратегиях и маркетинговой политике рейтинговых агентств и консалтинговых компаний.

ре пункта выше их действительного рейтинга. Внутренние документы агентства показывают, что высшее руководство организации знало об ошибке с начала 2007 г. Тем не менее значение рейтингов оставалось на прежнем уровне еще целый год. В этой связи Moody's получило предупреждение о возможных претензиях от Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) США: регулятор подозревает, что описание рейтинговых процедур агентства вводило инвесторов в заблуждение. Хотя данный скандал произошел не в сфере корпоративных рейтингов, он, несомненно, отразится на репутации всей корпорации. В 2008 г., после того как скандал получил широкую огласку, акции Moody's обрушились на 15,9% [Мастерс, 2010].

<sup>10</sup> В подтверждении данной гипотезы можно привести пример с рейтинговым агентством Moody's Investors Service. В начале 2008 г. *The Financial Times* сообщила [Jones, 2008] о том, что в результате компьютерной ошибки выпуски европейских структурных облигаций на миллиарды долларов получили рейтинг AAA, что на четы-

Рейтинг (или иной вариант оценки качества актива) может быть рассмотрен как информация о качестве актива. В свою очередь информация, в зависимости от уровня неопределенности и доступности способов проверки ее достоверности, может квалифицироваться как любой тип блага: исследуемое, опытное или доверительное. Если уровень неопределенности принять за константу, то ключевое значение играет уровень развитости рынка и доступности оценки ее достоверности. Данная логика приводит нас к множеству вопросов. В какой степени эталоны вошли в практику финансово-корпоративных отношений? Вырос ли спрос на услуги оценки качества актива до такой степени, что для значительной части компаний, которым получение данного блага стало необходимым, стоимость его получения является существенным ограничением в приобретении тех или иных ресурсов? Изменяются ли издержки оценки качества актива как блага, если его потребителю будут детально объяснять, что он приобретает? И будет ли индивид, обладающий квалификацией верифицировать качество блага, приобретать это благо, если он и без того располагает необходимыми знаниями?

### 3. Множественность стандартов и эталонов

#### *3.1. Дискретные структурные альтернативы в организации корпоративного управления в контексте унификации представлений об эталонах*

В современной экономической теории уже стало довольно привычным положение о том, что идеальной (в смысле совершенной) формы экономической организации (безотносительно специфики обстоятельств места и времени) не было, нет и быть не может. Достижение идеала, даже при максимальных усилиях самой компании, невозможно в силу характеристик институциональной среды. Более того, стремление к идеалу может подорвать конкурентоспособность

компании на рынке, создав ее идеальный образ в глазах «наивного» инвестора, который переносит свои представления о лучшей практике корпоративного управления на возможные объекты инвестирования, следуя принципу рациональной неосведомленности. Соответствуя идеальным представлениям о модели корпоративного управления, компания привлечет внешнее финансирование ценой потери части своей конкурентоспособности на рынке. Более того, незнание методологии оценки корпоративного управления (так же, как и ее кредитоспособности) не позволяет понять, какая раскрываемая информация приведет к повышению уровня оценки, а какая может быть использована «против» компании. В экономиках с развитыми финансовыми рынками и развитой системой защиты прав собственности и исполнения контрактов структура капитала, и в частности структура собственности, эндогенна и определяется структурой бизнеса, межвременным распределением доходов, размером предприятия, природой неопределенности. В России же наличие высоких трансакционных издержек на рынке капитала приводит к тому, что структура собственности меняется относительно медленно [Гуриев и др., 2002], а достижение и адаптация к идеальной структуре корпоративного управления посредством реструктуризации собственности компании невозможно. Фондовый рынок во многом способствует снижению издержек реструктуризации капитала компаний. Но в России лишь незначительная доля ценных бумаг всех российских компаний котируется на российских фондовых биржах, и уж тем более — на зарубежных.<sup>11</sup> Дополнительные эмиссии ценных

<sup>11</sup> К концу 2009 г. в России было около 300 публичных компаний. Назовем некоторые компании, имеющие значительную долю акций, находящихся в свободном обращении (free float). Самое крупное размещение — выход в 2007 г. на Лондонскую биржу банка ВТБ, по состоянию на ноябрь 2009 г. его free float составлял 14,5% [Аналитическая записка Sovlink, 2009].

бумаг, предназначенные для привлечения инвестиций, не приводят к существенным изменениям в структуре собственности, а в условиях кризиса доступ к внешним ресурсам, даже в обмен на долю в компании, стал еще более ограниченным. Однако из данного тезиса не следует, что эталоны как образцы для подражания не имеют значения.

С одной стороны, единой модели корпоративного управления, которая работала бы во всех странах и во всех компаниях, не существует. При этом имеются стандарты, которые могут быть применимы в широком диапазоне правовых, политических и экономических условий. ОЭСР разработал ряд основных критериев корпоративного управления, применимых в различных юрисдикциях: честность, прозрачность, подотчетность, ответственность. В «Принципах корпоративного управления ОЭСР» [Принципы..., 2004] сформированы пять требований к структуре корпоративного управления, которые образуют основные компоненты оценки компаний и их корпоративного управления. Рейтинговые агентства так или иначе опираются на общепризнанные нормы и принципы корпоративного управления, в том числе рекомендуемые международными организациями [Рейтинги корпоративного управления, 2006; Методология расчета..., 2000]. Но как и в какой степени они отражают эти принципы в своих методологиях оценки различных компаний? Ведь если качество корпоративного управления оценивать по нескольким компонентам, то не окажется ли, что априори невозможно достичь мак-

симального значения по всем компонентам или повышение значения по одному из компонентов приведет к снижению показателей по некоторым другим?

С другой стороны, в мире сложилась доминирующая модель корпоративного управления. В связи с этим при оценке успешности компаний и их корпоративного управления эксперты, аналитики, регуляторы и участники корпоративных отношений так или иначе ориентируются на сложившиеся стереотипы и образцы, а также основные принципы корпоративного управления, сформированные регуляторами и международными организациями. Фактически мы говорим о едином эталоне, характеристики которого схожи с характеристиками англосаксонской модели. В свою очередь, рейтинговые агентства, ориентируясь на этот эталон, формируют свои методологии присвоения рейтингов эмитентам.

Но при этом не следует забывать, что, несмотря на некоторые их недостатки, существуют и другие модели, например германо-японская модель, которая смещает акценты внутри корпоративного управления и для которой характерна значительная концентрация прав собственности в руках небольшого количества акционеров, прежде всего финансовых институтов. Фактически, методологии, разработанные рейтинговыми агентствами в одной системе координат, при оценке компаний в другой системе координат могут дать другие результаты. Ключевым отличием германо-японской модели, способным оказать влияние на уровень рейтинга, является число стейкхолдеров компании. В компаниях, организованных по германо-японской модели, число заинтересованных лиц и их групп может быть значительно меньше, чем в компании, следующей англосаксонской модели. Иными словами, компания, оцененная как инвестиционно привлекательная в системе, где эталоном является одна модель, может оказаться менее привлекательной в другой системе координат. Если не принимать во внимание нацио-

---

По оценкам на октябрь 2009 г. free float группы «ПИК» составляет 41%, free float ОАО «Северсталь» — 15%, free float ОАО «ММК» — 14,5% (май 2009 г.) (см.: [Аналитическая записка RMG, 2009; Аналитическая записка ВТБ Капитал, 2009; Аналитический отчет БКС, 2009]. По данным на сайте компании в 2007 г. free float ГМК «Норильский никель» составлял 45%. По состоянию на 2008 г. free float лидеров мобильной связи был равен 46,7 и 27,6%, соответственно, у «МТС» и «Вымпелкома» [Дементьев, 2008].



нальную шкалу рейтингов, где такое смещение координат может быть учтено, а обратиться к международным рейтингам, то подобный перекося оценок может быть значительным, что существенно как для инвесторов, так и для эмитентов. В такой ситуации большую значимость получает именно шкала, в которой оцениваются компании, нежели сложившиеся эталоны в отрасли, стране или мировой экономике.

Практика показывает, что рейтинги кредитоспособности одних и тех же компаний, рейтингуемых разными рейтинговыми агентствами, при одинаково доступной информации могут расходиться. В [Ederington, 1986] показано, что расхождение определяется случайными ошибками, в то время как более поздние исследования [Livingston, Naranjo, Zhou, 2007; 2008] пришли к другим выводам. Примерно в 70% случаев первоначальное расхождение в рейтингах сохраняется в течение четырех последующих лет. Причем расхождение тем больше, чем меньше прозрачность эмитента [Карминский, Пересецкий, 2009; Morgan, 2002]. Почему в условиях доминирования единого эталона при оценке компании случается, что рейтинги компаний могут расходиться?

Если рейтинги будут полностью совпадать, рейтинги разных рейтинговых агентств будут выступать абсолютными заменителями. Следовательно, большим спросом будут пользоваться услуги того агентства, которое назначит меньшую цену за услугу, о чем уже шла речь выше. Кроме того, разные рейтинговые агентства могут присваивать разные веса разным компонентам суммарной оценки кредитоспособности компании при том, что шкала оценки сохраняется одинаковой.

Оценка привлекательности компаний лежит на стыке оценок ее внутренних характеристик и характеристик внешней среды. Не менее важной является оценка способности компаний адаптироваться к изменяющимся условиям внешней среды. В связи с тем, что существуют национальные и международные шкалы оценки компаний, особенно

важно учитывать способность компаний и ее руководства адаптироваться к характеристикам институциональной среды. В противном случае компания становится заложником своего местоположения (не только головного офиса, но и производственных активов).

Если исходить из предположения о том, что единого идеального образца корпоративного управления не существует, то следует говорить о различных эталонах в разных классах ситуаций. Причем речь идет не только о разных моделях корпоративного управления. Скажем, с точки зрения исполнения формальных норм компания может представлять собой эталон, если соблюдает все требования законодательства, выплачивает налоги и т. д. С позиции органов власти, например региональных, компания также должна вести согласованную с региональной администрацией социальную политику. В случаях принятия отдельных решений крайне важно присутствие в управлении компанией крупных собственников. Если же говорить об отраслевых особенностях компаний в рамках отдельной страны, то таких эталонов вообще может сложиться огромное множество. Стремление к унификации эталона корпоративного управления сопряжено с недооценкой множества специфических рисков, характерных для разных классов ситуаций, и сложностью обеспечения соответствия этим эталонам разными компаниями. В свою очередь, представители рейтинговых агентств утверждают, что рейтинг — это отнюдь не гарантия кредитного качества и не точное определение вероятности наступления дефолта по обязательствам, это лишь мнение об относительной кредитоспособности эмитента [Все, что нужно знать..., 2009].

### *3.2. Сценарии переоценки роли эталонов и стандартов в сфере корпоративного управления*

Современный экономический кризис, вспыхнувший в августе 2007 г. в результате ипотечного кризиса в США, позволяет говорить



о том, что сейчас сформировались условия для возможной переоценки сложившихся стандартов и эталонов корпоративного управления. На данный момент возможны как минимум три варианта переоценки стандартов корпоративного управления: (а) «косметический ремонт» существующего образца; (б) его радикальная переоценка (модернизация) или (в) формирование множества моделей, являющихся идеальными образцами для разных ситуаций. В данном контексте следует говорить не только о возможном повышении конкуренции между моделями корпоративного управления на мировом уровне, но и об изменениях в системах оценок компаний. Отойдут ли аналитики и эксперты от сложившихся эталонов и представлений об идеальном корпоративном управлении, в соответствии с которыми они осуществляют свои оценки? Будут ли системы оценок адаптироваться к меняющимся реалиям или же сохранят свои прежние представления? Кроме того, важным обстоятельством является и тот фон, на котором будет происходить переоценка, а именно: направленность изменений режима регулирования в области как корпоративного управления, так и услуг по присвоению рейтингов.

Первые тенденции уже определились. В период кризиса значительная часть исследований в сфере проблем корпоративного управления, (см., напр.: [Partnoy, 2009; Grundfest, Hochenberg, 2009]) посвящена тому, что регулирование должно быть направлено на преодоление конфликта интересов, сложившихся в сфере рейтинговых услуг в связи тем, что услуги (прежде всего рейтингования, а также иные услуги оценки компаний) оплачиваются за счет эмитента. В этой связи предлагается [Grundfest, Hochenberg, 2009] разработать схему, по которой оплачивать и владеть информацией об оценке должен инвестор. Судя по рекомендациям Международной ассоциации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) [IOSCO Consultation Report, 2008, p. 15; Comments Received..., 2008], компа-

нии совместно с рейтинговыми агентствами должны стремиться к еще большему раскрытию информации, что во многом соответствует существующим представлениям об образце корпоративного управления.

Более того, в России руководитель ФСФР В. Д. Миловидов в октябре 2009 г. объявил о готовящихся поправках в закон «О рынке ценных бумаг», включающих уточнение перечня сообщений о существенных фактах [ФСФР повышает..., 2009]. Изменения направлены на увеличение качества и количества раскрываемой информации в процессе принятия соответствующих решений. Высокая вероятность следования данным рекомендациям и принятия поправок связана прежде всего с меньшими издержками корректировки сложившегося института, по сравнению с формированием и внедрением новых институтов, что в экономической теории связывают с таким явлением, как зависимость от траектории предыдущего развития. Издержки, связанные с поддержанием действующих, при этом не всегда эффективных институтов, как правило, существенно ниже издержек создания новых институтов корпоративного управления. В данной связи второй сценарий практически нереализуем в текущих условиях.

Возможно, наиболее предпочтительным с точки зрения долгосрочной перспективы является как раз третий сценарий, когда в сфере корпоративного управления сформировалось бы несколько (количество совсем не обязательно должно быть значительным, поскольку ситуация кардинальным образом изменится, даже если их станет только два) эталонов, и компании в своей практике, исходя из характеристик институциональной среды и отраслевых особенностей, формировали бы свои эталоны корпоративного управления, тем самым снижая издержки соответствия и имитации соответствия сложившемуся единому образцу, а также риски, с этим связанные. Реализация данного сценария связана прежде всего с пересмотром обязательных требований к компа-

ниям в тех сферах, где смягчение норм не будет существенно повышать риски оппортунистического поведения. Вместе с тем, хотя число рейтинговых агентств, чьи рейтинги признаются отдельными государственными органами РФ [Моисеев, 2009], растет прежде всего за счет включения в него российских агентств, количество способов оценки и методологий оценки сохраняется неизменным, а возможно, даже и сокращается за счет подрыва репутации части рейтинговых агентств.

Мощнейшие потрясения в ведущих экономиках мира, которые привели (и не исключено, что еще приведут) к несостоятельности вчерашних признанных лидеров-гигантов в различных отраслях, заставляют задуматься над комплексом вопросов, которые концентрируются вокруг одного из них: «Возможна ли и насколько необходима жизнь без эталонов в сфере корпоративного управления?» Удобство использования унифицированной шкалы измерения качества корпоративного управления в форме единой идеальной модели и значительная экономия на трансакционных издержках стали причинами растущего спроса в мире, и в России в частности, на всевозможные инструменты оценки качества компаний, ее ценных бумаг и корпоративного управления. Однако современный финансово-экономический кризис поставил под сомнение достоверность и адекватность действующей шкалы оценки качества процесса управления компаниями, заставив задуматься не только над пересмотром положения компаний в заданной координатной сетке, но и над изменением самого подхода к формированию сетки координат для оценки уровня корпоративного управления.

#### 4. Заключение

К началу текущего кризиса сложились стереотипы об идеальном корпоративном управлении — так называемые эталоны корпоративного управления, необходимой частью которых являются стандарты кор-

поративного управления. Значительная часть лучших практик и стандартов в сфере корпоративного управления соответствовала модифицированной англосаксонской (по причине усиливавшейся роли институциональных инвесторов) модели, ставшей доминирующей на протяжении последнего десятилетия.

Финансово-экономический кризис продемонстрировал не только несостоятельность признанных мировых лидеров в сфере корпоративного управления, но также показал, что либо высокие рейтинги и оценки устойчивости компании не отражают реальной ситуации, либо потребители трактуют информацию, содержащуюся в рейтингах, «со смещением». Кризис поставил под сомнение адекватность действующих стандартов и сложившихся эталонов, активно внедряемых и навязываемых компаниям, в том числе законодательными требованиями, кодексами корпоративного поведения, применением рейтингов. Естественной стала постановка вопроса как об основаниях формирования существующих рейтингов, так и о доступных альтернативах.

Формализация представлений о стандартах и эталонах корпоративного управления в методологии построения рейтингов, с одной стороны, позволяет различным категориям инвесторов экономить на трансакционных издержках измерения качества актива и издержках поиска альтернатив инвестиционных решений. В то же время адаптация стандартов и эталонов корпоративного управления позволяет компенсировать недостатки институциональной среды посредством установления в компании более высоких стандартов, нежели того требуют нормы институциональной среды, в которой функционирует компания. Вместе с тем подобного рода адаптация приводит к ограничению множества возможных решений, снижению гибкости корпоративных решений и «работе на показатели».

В силу ограниченной рациональности действующих лиц, сложности объекта оценки

и, соответственно, механизмов оценки, услуги по присвоению рейтингов можно отнести к категории доверительных благ. Потребление такого типа благ связано с высокими издержками оценки его качества, что открывает для продавца значительные возможности для оппортунистического поведения. Переход данного блага в категорию опытного или исследуемого ограничен не только уровнем квалификации пользователя, но и рядом обстоятельств, связанных с трудностями в разрешении «информационного парадокса» как во взаимоотношениях между рейтинговыми агентствами и пользователями, так и в случае выбора различных вариантов использования информации о присвоенных рейтингах.

Значительную роль в развитии представлений о стандартах и эталонах корпоративного управления, а также соответствии им практики корпоративного управления в отдельных компаниях играет методология оценки. Разнообразие подходов к оценке, способов оценки и сфер их применения в корпоративном управлении позволяет

говорить о допустимости множественности эталонов. Поддержка развития рынка услуг по оценке корпоративного управления, активов компаний, вероятностей их дефолта в совокупности с увеличением прозрачности методологий оценки способствовали бы развитию конкуренции на данном рынке и, соответственно, повышению качества данной услуги и снижению возможностей оппортунистического поведения. Множественность методологий и увеличение выбора на фоне краха признанных лидеров, возможно, привело бы к размыванию сложившихся стереотипов.

Анализ инициатив в сфере регулирования рейтинговых агентств показал, что регуляторы избрали путь ужесточения регламентации деятельности агентств и повышения прозрачности компаний при сохранении активного использования рейтингов для обеспечения доступа хозяйствующих субъектов к ресурсам. Однако сопровождается ли такое ужесточение пересмотром самих принципов регулирования? Этот вопрос пока остается открытым.

## ЛИТЕРАТУРА

- Акерлоф Дж. 1995. Рынок «лимонов»: неопределенность качества и рыночный механизм. *THESIS: теория и история экономических и социальных институтов и систем* 5: 91–104. <http://igiti.hse.ru/Editions/THESIS>
- Аналитический отчет БКС (6 мая 2009 г.)*. 2009. Интернет-источник. [http://www.bcs-express.ru/show\\_res\\_ru.asp?id=6990](http://www.bcs-express.ru/show_res_ru.asp?id=6990)
- Аналитическая записка RMG (21 октября 2009 г.)*. 2009. Интернет-источник. <http://www.skrin.com/analytics>
- Аналитическая записка Sovlink (12 ноября 2009 г.)*. 2009. Интернет-источник. <http://fincake.ru/stock/reviews/25613/download/23923>
- Аналитическая записка ВТБ Капитал*. 2009. Интернет-источник. <http://fincake.ru/stock/reviews>
- Аузан А. А., Крючкова П. В. (ред.). 2002. *Административные барьеры в экономике: институциональный анализ*. М.: СПРОС–КонфОП.
- Бухвалов А. В. 2009. Почему компании становятся публичными? Теория и практика IPO. *Российский журнал менеджмента* 7 (1): 69–78.
- Все, что нужно знать о кредитных рейтингах*. 2009. Standard&Poor's. [http://www.standardandpoors.ru/pdfs/credit\\_rating\\_Final\\_rus\\_20090410.pdf](http://www.standardandpoors.ru/pdfs/credit_rating_Final_rus_20090410.pdf)
- Газин Г. 2003. Корпоративное управление в России. *Вестник McKinsey* 1 (3): 7–19.
- Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С. 2002. *Спрос на современные стандарты корпоративного управления в частном секторе России*. М.: РЭШ. <http://>

- www.nes.ru/russian/research/corpgov/Guriev-Monf-CorpGov.pdf
- Дементьев А. 2008. МТС обошла «Вымпел-Ком». *РБК Daily* (10 июня).
- Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2009 г.: разрыв между лидерами и аутсайдерами увеличился*. 2009. Отчет Standard & Poor's, ЦЭФИР РЭШ, 21 октября 2009 г. <http://www.standardandpoors.ru>
- Карминский А. М., Пересецкий А. А. 2009. Рейтинги как мера финансовых рисков. Эволюция, назначение, применение. *Журнал новой экономической ассоциации* (1–2): 86–103.
- Корпоративное управление в условиях кризиса (круглый стол в Институте современного развития — ИНСОП). 2010. *Вопросы экономики* (3): 150–156.
- Корпоративное управление в условиях финансово-экономического кризиса*. 2009. Итоги исследования, проведенного среди российских компаний и банков в мае–июне 2009 г. Национальный совет по корпоративному управлению, KPMG. <http://www.nccg.ru>
- Крючкова П. В. 2005. *Саморегулирование хозяйственной деятельности: институциональный анализ*. М.: Международная конфедерация общественных потребителей; ТЕИС.
- Мастерс Б. 2010. Неправильные рейтинги. *Ведомости* (11 мая): 13.
- Методология расчета CORE-рейтинга*. 2000. Институт корпоративного права и управления. Интернет-источник: <http://www.iclg.ru/rurating11>
- Моисеев С. Р. 2009. Регулирование деятельности рейтинговых агентств на национальном рынке. *Вопросы экономики* (2): 39–50.
- Национальный доклад по корпоративному управлению (вып. 2)*. 2009. Отв. ред. А. Е. Шаститко. М.: Национальный совет по корпоративному управлению.
- Николич М., Николич Б., Вуконянски Е. 2007. Количественный подход в бенчмаркинге: обеспечение выбора оптимальных стратегий действий. *Российский журнал менеджмента* 5 (2): 29–44.
- Оценка антикризисных мер по поддержке реального сектора российской экономики (доклад ГУ–ВШЭ, МАЦ). 2009. *Вопросы экономики* (5): 21–46.
- Пагано М., Панетта Ф., Зингалес Л. 2009. Почему компании становятся публичными? Результаты эмпирического анализа. *Российский журнал менеджмента* 7 (1): 109–148.
- Принципы корпоративного управления ОЭСР*. 2004. ОЭСР. <http://corp-gov.ru/projects/principles-ru.pdf>
- Рейтинги корпоративного управления — критерии и методология*. 2005. Standard&Poor's, служба рейтингов корпоративного управления. <http://www.standardandpoors.ru/article.php?pubid=1703>
- Рейтинги корпоративного управления. Критерии, методология, определения РКУ (октябрь 2006 г.)*. 2006. Standard & Poor's. [http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=rku\\_criteria](http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=rku_criteria)
- Тамбовцев В. Л. 2006. Улучшение защиты прав собственности — неиспользованный резерв экономического роста России? *Вопросы экономики* (1): 22–38.
- ФСФР повышает раскрываемость владельцев*. 2009. Региональный центр раскрытия информации (1 октября). <http://www.rcid.ru/pg/cnews.html&t=2&page=1&did=797>
- Шаститко А. Е. (ред.). 2000. *Трансакционные издержки, связанные с созданием и использованием прав на товарные знаки в России*. Бюро экономического анализа. М.: ТЕИС.
- Шаститко А. Е. 2006. Проблемы корпоративного управления и пути их решения в корпоративном законодательстве. *Российский журнал менеджмента* 4 (2): 3–24.
- Шаститко А. Е. 2010. *Новая институциональная экономическая теория*. 4-е изд., перераб. и доп. М.: ТЕИС.
- Яковлев А. А. 2003. Спрос на право в сфере корпоративного управления: эволюция стратегий экономических агентов. *Вопросы экономики* (4): 37–49.
- Яковлев А. А., Симачев Ю. С., Данилов Ю. А. 2010. *Корпоративное управление в российских компаниях: до и после кризиса*.

- Препринт WP1/2010/02. М.: ГУ-ВШЭ.  
<http://www.hse.ru>
- Comments Received in Relation to IOSCO Consultation Report: The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*. 2008. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. <http://www.iosco.org/library>
- Delleck U., Kerschbamer R., Sutter M. 2009. *The Economics of Credence Goods: On the Role of Liability, Verifiability, Reputation and Competition*. IZA Discussion Paper No. 4030.
- Ederington L. 1986. Why split ratings occur? *Financial Management* 15 (1): 37–47.
- Emons W. 1997. Credence goods and fraudulent experts. *Rand Journal of Economics* 28 (1): 107–119.
- Global Corruption Report. 2009. *Corruption and the Private Sector*. <http://www.transparency.org/>
- Grundfest J. A., Hochenberg E. E. 2009. *Investor Owned and Controlled Rating Agencies: A Summary Introduction*. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 66.
- Hoff K., Stiglitz J. E. 2002. *After the Big Bang? Obstacles to the Emergence of the Rule of Law in Post-Communism Societies*. Policy Research Working Paper No. 2934. The World Bank.
- IOSCO Consultation Report: The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*. 2008. IOSCO Technical Committee.
- Jones S. 2008. Moody's error gave top ratings to debt products. *FT Alphaville exclusive*. <http://ftalphaville.ft.com/blog/>
- Livingston M., Naranjo A., Zhou L. 2007. Asset opaqueness and split bond ratings. *Financial Management* 36 (3): 49–62.
- Livingston M., Naranjo A., Zhou L. 2008. Split bond ratings and rating migration. *Journal of Banking and Finance* 32 (8): 1613–1624.
- Morgan D. 2002. Rating banks: Risk and uncertainty in an opaque industry. *American Economic Review* 92 (4): 874–888.
- Nelson P. 1970. Information and consumer behavior. *Journal of Political Economy* 78 (2): 311–329.
- Partnoy F. 2009. *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*. San Diego Legal Studies Paper No. 09-014. Council of Institutional Investors.
- Pistor K. 1999. Supply and demand for law in Russia: A comment on Hendley. *East European Constitutional Review* 8 (4): 105–108.

Статья поступила в редакцию  
27 апреля 2010 г.