

ВТОРАЯ МЕЖДУНАРОДНАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ «КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И УСТОЙЧИВОЕ РАЗВИТИЕ БИЗНЕСА: СТРАТЕГИЧЕСКАЯ РОЛЬ СОВЕТОВ ДИРЕКТОРОВ»

28–29 ноября 2007 г. в Москве состоялась Вторая Международная конференция «Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегическая роль Советов директоров»¹, в которой участвовали специалисты из ведущих университетов и организаций России, Великобритании, США, Канады, Италии, Португалии, Японии. Конференция была организована Лабораторией корпоративных финансов и Центром корпоративного управления Государственного университета — Высшей школы экономики (ГУ–ВШЭ), реализующими задачу консолидации усилий исследователей в проблемном поле корпоративного управления и финансовой архитектуры компании, поставленную в рамках Инновационной образовательной программы ГУ–ВШЭ.

Среди теоретических вопросов, вызвавших активное обсуждение, — возможные концептуальные инновации в корпоративном управлении. Как показал член-корреспондент РАН, заместитель директора ЦЭМИ РАН *Г. Клейнер*, переход к экономике, базирующейся на знаниях, требует введения практик и механизмов, позволяющих учесть

«естественные» права работников на их знания и опыт, а также их адекватное институциональное оформление. Поэтому особенно актуально представление ситуации в компании в виде совокупности взаимодействующих систем: *процессной* (внутренней среды компании), *средовой* (внешнее окружение), *объектной* (сама компания). До сих пор в исследованиях корпоративного управления должным образом не изучается совместимость систем, которые лежат в его основе, и структур, поддерживающих баланс сил всех подсистем. *Г. Клейнер* считает необходимой «*трехпалатную*» структуру органов стратегического управления компаниями вместо «одноканальной», воплощающей принцип вертикального построения: «Общее собрание акционеров — Совет директоров — Правление». Им обоснован радикальный подход к построению механизмов и процедур корпоративного управления путем создания трех подсистем и соответствующих им независимых представительных органов: объединенного совета участников, объединенного правления корпорации, объединенного собрания участников.

Инновации в анализе роли Советов директоров, по мнению профессора Школы бизнеса Касс университета Лондонского Сити *И. Филаточева*, связаны с *динамической моделью* корпоративного управления, отвергающей универсальные схемы его построения и увязывающей его механизмы с организационной

¹ Первая конференция была проведена в октябре 2006 г. совместно со Школой бизнеса им. Шулиха г. Торонто (Schulich Business School) как итог совместной программы Государственного университета — Высшей школы экономики и Школы бизнеса им. Шулиха.

средой (стадией жизненного цикла организации, состоянием интеллектуального капитала в компании, государственным регулированием и другими аспектами). Для разработки такой модели необходим «*принцип трех С*»: исследования затрат корпоративного управления (*cost*); дополнительных обстоятельств (*contingencies*), формирующих взаимозависимость компании с рыночной, отраслевой и институциональной средами; взаимодополняемости практик (*complementarities*). Трехракурсный взгляд позволит выявить, какие взаимодействия приумножают, а какие, напротив, снижают эффект каждого элемента, и это было показано с помощью метода стилизованных сравнительных кейсов, выполненных по шести компаниям из Великобритании, Италии, Франции, Японии и России.

Возможные концептуальные инновации связаны с необходимостью осмысления корпоративного управления с позиций *теории стейкхолдеров*. Как отметил Дж. Петкоски, ведущий специалист Института Мирового банка, множественность интересов стейкхолдеров сегодня рассматривается как база формирования новой модели конкурентных преимуществ компаний — многополюсного стандарта. Ответный процесс в бизнесе развивается в направлении включения вопросов качества взаимоотношений со стейкхолдерами в орбиту стратегического анализа. По мнению С. Колесникова (КРМГ), такое развитие событий требует тщательного анализа влияния стейкхолдерских сетей на управленческие решения и на решения Советов директоров. Важно учитывать, что характер взаимодействия со стейкхолдерами определяется типом сети, который описывается степенью централизации и плотности, и комбинация этих параметров сети предопределяет, будет ли эффект сети для компании отрицательным или положительным. Профессор Д. Конклин из Школы бизнеса им. Шулиха (Канада) показал на примере шести американских и европейских корпораций, получивших предложения о поглощении со стороны аутсайдеров, что отклонение от практики эффективного корпоративного управления, включая игнорирование наличия более широкого поля интересов стейкхолдеров, повышает риски ин-

весторов и требования к доходности инвестиций в корпорации и на рынке в целом. В совместном докладе профессора В. Лившица, старших научных сотрудников Н. Белоусовой и Е. Васильевой (Институт системного анализа РАН) был поднят вопрос об ошибочности переноса инструментария государственных реформ из стационарной экономики в нестационарную российскую среду и необходимости адекватных нестационарной экономике изменений функций и процедур государственного регулирования.

В целом ряде докладов рассматривались вопросы методологии эмпирических исследований процессов в корпоративном управлении и стратегической роли Советов директоров. Исследование взаимосвязи качества корпоративного управления и корпоративной эффективности, выполненное лабораторией корпоративных финансов ГУ–ВШЭ совместно с Российским институтом директоров (РИД)² на базе нового критерия — *экономической прибыли*, было представлено в совместном докладе профессора, заведующей лабораторией корпоративных финансов ГУ–ВШЭ И. Ивашковской и И. Беликова, директора РИД. Применительно к компаниям, входящим в рейтинг корпоративного управления «РИД — Эксперт РА», была выявлена отрицательная зависимость экономической прибыли от рейтинга. По мнению авторов, это характеризует состояние работы Советов директоров в компаниях, не входящих в первый эшелон акционерных компаний России. Здесь Советы директоров пока не фокусируют свои действия именно на задаче обеспечения стратегической эффективности, а сосредоточили усилия на выстраивании системы регламентов и процедур.

В совместном докладе профессора И. Родионова и старшего преподавателя П. Старюка (ГУ–ВШЭ) представлена модель рыночной стоимости компании, полученная из эмпирического исследования панельных данных по 40 крупнейшим публичным российским компаниям, которая может быть

² Проект выполнялся по заказу КМПГ и в сотрудничестве с Финансовой корпорацией «УРАЛСИБ».

использована Советом директоров для прогнозирования изменения стоимости компании. Эмпирический анализ роли структуры собственности в достижении корпоративной эффективности на выборке 206 компаний из девяти европейских стран, включая Россию и другие страны группы растущих рынков капитала, был представлен *И. Ивашковской* и *А. Степановой* (лаборатория корпоративных финансов ГУ–ВШЭ). Исследованы четыре стандартных показателя структуры собственности (доля менеджеров, институциональных инвесторов, государства и мажоритарных акционеров), а также оригинальный авторский показатель собственности акционеров, вовлеченных в управление компанией. Результаты подтверждают, что эффективность деятельности растет с увеличением пакета акций в руках вовлеченных акционеров и с уменьшением пакета акций в руках государства, в то время как процент акций в руках институциональных инвесторов не оказывает на эффективность компании значимого влияния. В докладе отмечено, что в России, как и в странах Западной Европы, собственность вовлеченных акционеров и государства значимо влияет на рыночную эффективность деятельности компании, а в развивающихся странах Восточной Европы эта зависимость незначима.

И. Ивасаки (университет Хитотсубаши, Япония) продемонстрировал результаты анализа детерминант, определяющих состав Советов директоров 822 российских промышленных и телекоммуникационных компаний. Типичный российский Совет директоров насчитывает 5–7 человек, около 44% его состава — топ-менеджеры компаний, еще 5% составляют работники и представители профсоюзов, а остальные 51% — это внешние директора. Независимые директора составляют в среднем всего 6,5% членов Совета директоров. Полученные результаты не показали наличия однозначной взаимозависимости между размером Совета директоров, процентом внешних директоров и присутствием внешнего директора в качестве председателя Совета.

В докладе профессора *П. Локса* из университета Делавера (США) показано, что

корпоративное управление высокого качества воспринимается рынком капитала как положительный сигнал о принятии в компании эффективных решений, в том числе о вторичном размещении акций. Представленные им результаты говорят о положительном влиянии наличия независимых директоров в составе Советов на кумулятивную избыточную доходность, формирующуюся при проведении вторичных выпусков акций, и этот эффект не зависит от метода расчета этого показателя. Другие механизмы корпоративного управления не оказывают подобного влияния на курсы акций в периоды объявления об их вторичном публичном размещении. Метод анализа зависимости кумулятивной избыточной доходности был применен и профессором *Х. Гроувом* (университет Денвера, США) в исследовании реакции американского рынка на состав Совета директоров и манипуляции с вознаграждением исполнительных директоров. По его данным, компании имеют более высокие величины отрицательной кумулятивной избыточной доходности в следующих случаях: более высокой доли инсайдеров в Совете директоров; выплаты большей части компенсационного пакета менеджмента опционами на акции, поскольку при этом менеджмент более склонен к манипуляции данными. Когда основатель и главный собственник бизнеса выступает в роли СЕО, напротив, формируются более низкие величины отрицательной кумулятивной избыточной доходности.

Результаты исследования возможности полноценной реализации интересов миноритарных акционеров были представлены профессором *Дж. Урга* (Школа бизнеса Касс университета Лондонского Сити) и профессором *М. Меоли* (университет Бергамо, Италия) на примере компании Telecom Italia. Во всех вариантах реформирования компании на протяжении многих лет права миноритариев неизменно ущемлялись. М. Меоли рассмотрел ситуацию выпуска прав (rights issue) в случаях, когда существует конфликт интересов между владельцами крупных пакетов и миноритариями, а также продемонстрировал негативную реакцию итальянского рынка капитала на выпуск

прав, которая возникает не в момент объявления о выпуске, а в период его реализации. Однако он не распространяется на компании, находящиеся в процессе сделки слияния или поглощения, и компании с пирамидальной структурой собственности.

Тенденциям в корпоративном управлении российских компаний в 2006 г. был посвящен доклад специалистов РИД. Как отметили *Е. Никитчанова* и *К. Гуляев*, становятся заметными рост доли компаний, в состав Совета директоров которых входят независимые директора, распространение практики создания комитетов по аудиту, по кадрам и вознаграждениям, рост регулярности проведения их заседаний. Среди противоречивых процессов — отсутствие регулярности проведения заседаний Совета директоров, рост доли тех компаний, в которых директора одновременно участвуют в работе Советов более пяти акционерных обществ. В докладе профессора *А. Верникова* (ГУ–ВШЭ), построенном на материалах кейсов по банкам с контролирующим акционером, были приведены объективные признаки, свидетельствующие о декоративности Совета директоров и института независимых директоров во многих российских банках. Тенденции, формирующиеся в работе Советов директоров в регионах, в значительной мере идентичны процессам, выявленным в исследованиях на выборках компаний национального уровня. Эта тема освещалась в докладах доцента *Л. Ружанской* (Уральский государственный университет) — подготовлен по результатам анкетирования 100 компаний Уральского региона — и доцента *Ж. Беляевой* (Уральский государственный технический университет).

Необычный ракурс проблемы прозрачности и ее роли для обеспечения устойчивости бизнеса был показан в докладе профессора, ректора Российской экономической школы *С. Гуриева*, связавшего снижение прозрачности данных о компаниях с эффектом проклятья ресурсной экономики (*resource curse*). Учитывая специфику стран и отраслей, до-

кладчик показал, что прозрачность данных компаний в отраслях, зависимых от цен на нефть, снижается в периоды роста нефтяных цен. Этот эффект, по его мнению, связан со стремлением компаний оригинальным образом использовать механизмы Советов директоров и сознательно снижать прозрачность, чтобы выставить защитные меры против возможной экспроприации собственности государством, мотивированным к таким шагам как раз в периоды взлета цен на сырье. Такие меры, в свою очередь, снижают эффективность привлечения и размещения капитала в этом круге компаний и в конечном счете способствуют падению темпов роста. Как отметил *С. Гуриев*, выявленный эффект наиболее очевиден для отраслей, зависимых от добычи нефти. Подробный анализ процессов обеспечения прозрачности и раскрытия информации, сформировавшихся в российских компаниях, был представлен специалистами *Standard&Poor's*, обосновавшими вывод о преобладании тенденции стагнации. Рейтинг прозрачности и раскрытия информации российских компаний за год возрос лишь незначительно и в основном за счет компаний, вышедших в этом году на IPO. В докладе профессора ГУ–ВШЭ *А. Сеттлза* было показано, что Советы директоров российских компаний, осуществивших IPO за рубежом начиная с 2003 г., при подготовке к этому процессу предпочли усилить прозрачность своей деятельности не только путем предоставления аудированной отчетности компании, но и за счет изменений в структуре Советов.

Выявленные в дискуссиях приоритеты и новые подходы открывают новые возможности для развития современных механизмов сетевых взаимодействий между исследователями. Организаторы международной конференции приглашают всех читателей к участию в таких сетевых контактах, координаторами которых выступают лаборатория корпоративных финансов ГУ–ВШЭ (www.cfcenter.ru) и центр корпоративного управления ГУ–ВШЭ (www.cgc.ru).

И. В. Ивашковская

Государственный университет —
Высшая школа экономики