

# Анализ тенденций и методов оценки корпоративного управления

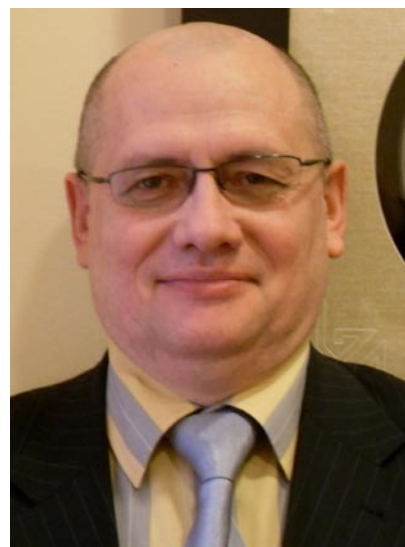
**Корпоративное управление позволяет снизить риски, которые относятся к группе стратегических и могут привести к крупным денежным потерям, снижению рейтинга, потере деловой репутации. Это особенно важно для банковской системы, где от доверия клиентов и инвесторов зависит ресурсная база, возможность обеспечить стабильную платежеспособность.**



**Л.В. КУЗНЕЦОВА,**  
исполнительный директор программ высшего образования Факультета финансов и банковского дела ГОУ Академии народного хозяйства при Правительстве РФ



**В.А. ЗИНКЕВИЧ,**  
руководитель департамента консалтинга компании «Франклин&Грант. Риск консалтинг»



**В.Н. ЧЕРКАШЕНКО,**  
генеральный директор компании «Франклин&Грант. Риск консалтинг»

**Р**оссийская практика корпоративного управления формировалась под влиянием ряда негативных факторов: непрозрачность компаний и рынка, недостаточное законодательное регулирование, низкая ликвидность большинства ценных бумаг, специфические побудительные мотивы в деятельности российских менеджеров и крупных акционеров и т.д.

В Письме ЦБ РФ от 13.09.05 № 119-Т «О современных подходах к организации корпоративного управления в кредитных организациях» был учтен лучший мировой опыт. Однако от рекомендаций регулятора

до их внедрения путь предстоял долгий. Лишь в последние годы Россией были сделаны серьезные шаги по реформированию корпоративного управления.

Произошедшие перемены в значительной степени повлияли на улучшение инвестиционного климата в стране, изменили отношение законодателя и компаний к вопросам корпоративного управления, вывели законодательную и правовую базу, регулирующую данную сферу, на более высокий уровень. Но кризис показал, что проблемы качества корпоративного управления, методов его измерения и мониторинга стоит по-прежнему остро.

Согласно недавним исследованиям, проведенным Ассоциацией региональных банков России, Международной финансовой корпорацией и Консалтинговой группой БФИ:

- 79,7% опрошенных российских банков отмечают важность корпоративного управления;
- эффект от совершенствования организационной структуры и распределения функций и ответственности отмечают 46,5% опрошенных;
- только в 62% банков принципы корпоративного управления относительно полно отражены во внутренних документах, хотя более 87% опрошенных заявили о приверженности своего руководства этим принципам.

### **Почему это важно**

Серия опросов институциональных и частных инвесторов, проведенных компанией McKinsey, выявила, что около 80% инвесторов отмечают существенное значение уровня корпоративного управления при оценке привлекательности той или иной компании. Исследователи разных стран пытались оценить, действительно ли улучшение корпоративного управления влияет на эффективность деятельности компаний. Строились математические модели, предлагались различные методики. Результаты получались неоднозначными, что во многом было обусловлено сложностью выбора адекватных показателей эффективности/стоимости, особенно уровня корпоративного управления.

Однако результаты количественного анализа – это одно, а привлекательность компании для инвесторов – совсем другое. За последние полвека доля институциональных и коллективных инвесторов в акционерном капитале значительно возросла. К 1990 г. она составляла более 50%, а еще через 10 лет превысила 60%. Также начали расти портфельные инвестиции, они даже превзошли объемы прямых инвестиций.

Портфельные инвесторы приобретают, как правило, небольшие пакеты акций и не всегда могут рассчитывать на прямое участие своих представителей в процессе управления. Поэтому они чрезвычайно чувствительны к практике корпоративного управления компаний, в которые намерены инвестировать. Им необходимо знать, как компания строит взаимоотношения с инвесторами, насколько эффективно использует их средства, какие решения (крупные сделки, реструктуризация, слияния и др.) готовятся и принимаются менеджментом, возможно ли своевременно получать об этом информацию и влиять на процесс и т.д.

Инвесторам важно оценивать корпоративное управление, сравнивая различные стандарты, понимая особенности функционирования компаний и степень их прозрачности. Они хотят иметь возможность оценивать риски компании (значит, и свои тоже), знать, как компания учитывает интересы всех акционеров, включая миноритарных. При принятии инвестиционных решений немалое значение имеет также объем информации.

Таким образом, доступ к инвестиционному капиталу является одним из самых значимых факторов развития любой компании. Вот почему первостепенное значение имеет создание эффективной системы управления компанией и контроля за ее деятельнос-

тью. А это – предмет корпоративного управления. Именно в кодексах корпоративного управления компаний закреплены правила и процедуры, которые обеспечивают акционерам доступ к информации о деятельности компании, определено разграничение сфер деятельности и ответственности, а также распределение исполнительных и контрольных функций.

Грамотная система корпоративного управления позволяет не только наилучшим способом использовать возможности имеющихся акционеров и предоставленные ими ресурсы, но и привлекать новых инвесторов. При равных производственных, финансовых и иных базовых показателях компании с хорошей репутацией в области корпоративного управления оцениваются намного дороже. И этому, в частности, способствуют инвестиционные и консалтинговые компании, выступающие консультантами и агентами портфельных инвесторов. Они расценивают наличие у компании собственного кодекса как фактор, повышающий ее привлекательность.

В настоящее время инвесторы, прежде всего портфельные, все больше внимания обращают на снижение своих рисков. Исходя из этого, они озабочены прозрачностью компаний, качеством раскрываемой информации, методами работы советов директоров не меньше, чем финансовыми показателями.

Трансграничные потоки прямых иностранных инвестиций составляют ежегодно более 850 млрд долл. Они генерируются глобальными корпорациями, которые аккумулируют более 2,5 трлн долл. инвестиционного капитала. Эти гигантские объемы выводят проблемы корпоративного управления на государственный уровень.

Важное значение корпоративного управления компании в привлечении инвестиций, снижении стратегических рисков, повышении стоимости компании определяет актуальную потребность в методах измерения качества (уровня) корпоративного управления. На сегодняшний день можно выделить два основных метода оценки качества – рейтинги и аудит. Основные отличия этих инструментов обусловлены степенью формализованности методики и разными целевыми группами пользователей, которым предназначаются результаты оценки.

### **Аудит корпоративного управления**

Аудит корпоративного управления обычно проводит внешний консультант. Он оценивает, насколько процедуры корпоративного управления, закрепленные в уставе и внутренних документах компании, соответствуют требованиям нормативных правовых актов. Либо он дает комплексную оценку существующей в компании практике корпоративного управления. При этом специфика компании определяется стадией ее жизненного цикла, стратегией, необходимой степенью контроля со стороны, потребностью и формами внешнего финансирования.

Поскольку корпоративное управление у каждой компании имеет свое лицо, методы аудита учитывают эти особенности. Сочетание показателей и характеристик компании определяет оптимальный набор меха-

низмов и стандартов, которые ей нужны для создания качественной системы корпоративного управления. Основными объектами оценки корпоративного управления компании, подлежащих аудиту, являются:

- структура акционерного капитала;
- права акционеров;
- организация и деятельность органов управления компании;
- организация и деятельность органов контроля;
- раскрытие компанией информации о своей деятельности и обеспечение ее достоверности.

Сильной стороной аудита корпоративного управления является его созидательная направленность – результаты оценки позволяют компании выявить сильные и слабые стороны текущей практики корпоративного управления, а также определить пути повышения его уровня. Они ориентированы прежде всего на компанию, на ее менеджмент и акционеров. В то же время результаты аудита не формализованы и не позволяют сравнивать ни уровень корпоративного управления компании в динамике, ни разные компании между собой. Потому аудит в основном используется компаниями, которые хотят понимать, как развивается у них корпоративное управление, и плохо применимы для потенциальных инвесторов, желающих оценить риски, связанные с корпоративным управлением в разных компаниях.

В Письме Банка России от 07.02.07 № 11-Т «О перечне вопросов для проведения кредитными организациями оценки состояния корпоративного управления» приводятся следующие области, подлежащие оценке:

- распределение полномочий между органами управления;
- организация деятельности Совета директоров (Наблюдательного совета);
- утверждение стратегии развития кредитной организации и контроль за ее реализацией;
- координация управления банковскими рисками;
- предотвращение конфликтов интересов участников (акционеров), членов Совета директоров (Наблюдательного совета) и исполнительных органов кредитной организации, ее служащих, кредиторов, вкладчиков и иных клиентов;
- отношения с аффилированными лицами;
- определение правил и процедур, обеспечивающих соблюдение принципов профессиональной этики;
- координация раскрытия информации о кредитной организации;
- мониторинг системы внутреннего контроля.

Данные области полностью охватывают вопросы о качестве корпоративного управления. Сложности заключаются непосредственно в методике оценки, поскольку она является экспертной. Каждая область содержит вопросы, на которые должны отвечать служащие банка. На результат значительное влияние будут оказывать качество и количество опрашиваемых экспертов, их компетентность, объективность и желание своими ответами способствовать улучшению корпоративного управления, а также методика учета отдельных детерминантов и способа агрегирования полученных оценок в интегральный индекс.

Такого рода процедуры (Self Assessment) широко используются в международной банковской практике для самооценки операционных рисков. Понятны сложности и слабости данного метода. Главная сложность – формализовать экспертную оценку, т.е. поставить нужный балл и вес по каждому вопросу и группам (областям) вопросов. Общая оценка выглядит следующим образом:

$$R_{CG} = \sum_{i=1}^k A_i \times \left( \sum_{j=1}^n B_{ij} \times X_{ij} \right), \quad (1)$$

где  $A_i$  – вес группы факторов,  $B_{ij}$  – вес вопросов внутри группы  $i$ ,  $X_{ij}$  – значение ответа на  $j$ -й вопрос, которое лежит в заранее заданном диапазоне. Все эти значения (веса групп и вопросов, диапазоны значений) нужно определить. Чаще всего это делается экспертно, без привлечения специальных методов.

Методика оценки корпоративного управления, разработанная Ассоциацией российских банков, построена на концепции зрелости процессов. При этом выделяются четыре уровня зрелости корпоративного управления в банках:

- 1) соблюдение законодательных и нормативно-правовых требований;
- 2) начальные шаги по совершенствованию системы корпоративного управления;
- 3) развитая система корпоративного управления;
- 4) лидерство в данной сфере.

Оцениваются также четыре области корпоративного управления: приверженность корпоративному управлению; деятельность Совета директоров и генерального директора/правления; раскрытие информации и прозрачность; права акционеров и иных заинтересованных сторон.

Вопросы одной области могут частично находиться на разных уровнях. Какую оценку присваивать в этом случае группе? Решить этот вопрос нельзя без специальных методов, описание которых – разговор отдельный.

### **Рейтинги корпоративного управления**

Рейтинги являются более формализованной оценкой качества корпоративного управления. Они представляют собой интегрированную оценку качества корпоративного управления компании и служат для инвесторов индикатором уровня соответствующих рисков в этой компании. Основная задача рейтингов корпоративного управления состоит в представлении инвесторам и другим заинтересованным сторонам внешней и независимой оценки рисков корпоративного управления компании, на основе которой они могут принимать обоснованные решения о тех или иных действиях в отношении компании.

Таким образом, результаты рейтинговой оценки предназначены, в первую очередь, для широкого круга потенциальных инвесторов, которые хотят определить уровень рисков, связанных с практикой корпоративного управления в предполагаемых объектах инвестирования. Конечно, рейтинг может быть использован и компанией, поскольку он является объективным индикатором эффективности корпоративного управления для Совета директоров и менедж-

мента компании, служит сигналом о необходимости совершенствования практики в этой сфере.

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

В России также можно выделить ряд рейтингов, оценивающих практику корпоративного управления в отечественных компаниях. Каждый из них имеет свою методику; регулярно присваивается и обновляется. Наиболее часто российскими компаниями используются рейтинги корпоративного управления: международного агентства S&P, консорциума Российского института директоров и агентства «Эксперт РА», Института корпоративного права и управления (CORE-рейтинг), компании «РусРейтинг». Интерес представляет новый рейтинг корпоративного управления GAMMA, рассчитываемый агентством Standard & Poor's. GAMMA – это Governance, Accountability, Management Metrics and Analysis, т.е. анализ и оценка корпоративного управления, подотчетности и менеджмента. Методология GAMMA учитывает меняющиеся информационные потребности инвестиционного сообщества. В частности, в рамки анализа включены процедуры управления рисками и стратегический процесс.

В рейтинговой оценке используется ряд параметров: влияние акционеров; права акционеров; прозрачность, аудит и система управления рисками; эффективность деятельности Совета директоров; стратегический процесс и система вознаграждения. При этом рейтинг учитывает страновую специфику, рыночную и правовую инфраструктуру.

Методика национального рейтинга корпоративного управления агентства «Эксперт РА» и Российского института директоров включает более 100 показателей практики корпоративного управления, сгруппированных в четыре основные группы:

1) права акционеров (права, которыми обладают акционеры общества на момент присвоения рейтинговой оценки, в том числе права собственности, права на участие в управлении обществом, на получение дивидендов; возможные риски нарушения прав акционеров; инициативы общества по защите прав акционеров);

2) деятельность органов управления и контроля (состав и деятельность Совета директоров и исполнительных органов общества, функционирование системы контроля за финансово-хозяйственной деятельностью, взаимодействие между органами управления);

3) раскрытие информации (уровень раскрытия финансовой и нефинансовой информации, оценка общей дисциплины ее раскрытия и равнодоступность для акционеров и других заинтересованных лиц);

4) соблюдение интересов иных заинтересованных лиц, корпоративная социальная ответственность (политика социальной ответственности и учета инте-

ресов заинтересованных групп, трудовые конфликты, проекты корпоративной социальной ответственности для персонала и местного населения, отношение компании к окружающей среде).

Оценка качества корпоративного управления, используемая компанией «РусРейтинг», основана на следующих основных параметрах корпоративного управления банка:

- честность (прозрачность);
- надежность (кредитная история);
- понятный, реальный корпоративный управляющий;
- порядок взаимодействия между топ-менеджерами;
- взаимодействие с акционерами;
- взаимодействие с персоналом;
- налоговая дисциплина и соблюдение требований регулятора.

В числе приоритетов, учитываемых CORE-рейтингом корпоративного управления:

- раскрытие информации;
- структура акционерного капитала;
- деятельность Совета директоров и исполнительных органов управления;
- основные права акционеров;
- отсутствие рисков;
- история корпоративного управления компании.

Под отсутствием рисков понимается риски «размывания» доли акционеров в уставном капитале, трансфертного ценообразования, вывода активов, банкротства, реорганизации, изменения корпоративной структуры компании (незавершенная консолидация), отсутствия представителей миноритарных акционеров в составе Совета директоров, а также риски, связанные с участием государства как акционера.

Как видно из приведенных примеров, все методики оценки качества (уровня) корпоративного управления учитывают основные принципы: честность, прозрачность, подотчетность, ответственность. Состав освещаемых вопросов тоже не сильно различается. Рейтинги присваиваются на основе полученных оценок по каждой группе показателей, с учетом присвоенных им весов. То есть оценка, по сути, производится на основе рассмотренной формулы (1), веса в которой и диапазоны изменения каждого оцениваемого показателя должны быть определены. Таким образом, можно сделать вывод: важнейший момент – объективизация методов оценки корпоративного управления – проработан недостаточно.

### Что измеряют используемые инструменты

Целесообразно продемонстрировать положительную связь между качеством (уровнем) корпоративного управления и какими-либо показателями, отражающими эффективность деятельности компании (банка). Например, можно использовать показатели операционной эффективности и стоимости банка. К первым относятся такие переменные, как рентабельность собственного капитала и активов, рентабельность и темп роста продаж, рентабельность инвестиций или отношение ее к затратам на капитал. Ко второму типу показателей (стоимостным) относятся: коэффициент Тобина (отношение рыночной

стоимости активов компании к восстановительной стоимости ее активов, измеряемое на практике как отношение рыночной стоимости к балансовой стоимости компании), капитализация компании, отношение рыночной стоимости компании к объему продаж, экономическая добавленная стоимость.

Для выявления постулируемой взаимосвязи между качеством корпоративного управления и стоимостью компании рассмотрим результаты, полученные российскими экспертами, изучавшими эту проблему на примере отечественных банков. В качестве меры эффективности был выбран показатель P/BV (отношение цены акции к балансовой стоимости акционерного капитала на акцию или отношение капитализации к собственному капиталу). Была построена следующая регрессионная модель:

$$P/BV = \beta_0 + \sum \beta_i \times VARIABLE_i \quad (2)$$

В качестве независимых переменных, находящихся в правой части уравнения (2), было выбрано 12 переменных:

- качество аудитора (AUDITORS) банка (если аудитор принадлежит к «большой четверке», то данная переменная принимает значение 1, иначе – 0);
- возрастные характеристики членов команды топ-менеджеров банка (MB\_AGE) и членов Совета директоров (BOD\_AGE) – зрелый возраст рассматривался как аналог большего опыта в банковской индустрии;
- наличие у банка рейтингов надежности (RAITING). Данная переменная варьировалась от 0 до 3. При отсутствии рейтинга она равнялась 0, а при наличии была тем больше, чем более известное агентство присвоило банку данный рейтинг (для трех основных международных рейтинговых агентств эта переменная равнялась 3);
- численный состав Совета директоров (BOD\_SIZE). Предполагалось, что если он более семи человек, качество корпоративного управления снижается;
- степень независимости членов Совета директоров (BOD\_IND). Эксперты полагали, что независимость повышает качество управления банком за счет контроля действий исполнительной власти – команды менеджеров;
- стабильность управленческой команды (MB\_STABILITY). Считалось, что низкая текучесть предполагает отсутствие конфликтов в коллективе и высокую согласованность действий менеджмента;
- финансовая эффективность деятельности банка, которая оценивалась двумя переменными – ROAA и ROAE. Предполагалось, что высокие финансовые показатели являются критерием высокой управленческой эффективности;
- концентрация акционерного капитала (SCRATIO), которая рассчитывалась как доля акций, находящихся в собственности у трех крупнейших акционеров.

По двум коэффициентам регрессионной модели априорные и апостериорные гипотезы о знаке влияния выбранных для анализа факторов, определяющих уровень корпоративного управления, не подтвердились. Этими переменными оказались RAITING и BOD\_IND (табл.).

**Взаимосвязь между качеством корпоративного управления и стоимостью банка**

Название переменной	Знак направленности ожидаемого влияния	Значение коэффициента	Стандартная ошибка
AUDITORS	+	0,0321	0,3436
BOD_AGE	+	0,0271	0,0256
BOD_IND	+	-0,7224	0,5809
BOD_SIZE	-	-0,0104	0,0596
BOD_STABILITY	Не определено	0,0012	0,0059
MB_AGE	Не определено	-0,0023	0,0352
MB_STABILITY	+	0,0072	0,0052
RAITING	+	-0,4173	0,2104
ROAA	+	8,2858	32,0697
ROAE	+	0,1269	3,7484
SCRATIO	+	0,7865	0,6503
	или не определено		

Дадим интерпретацию полученных результатов. Из 11 приведенных значений коэффициента только 5 значимо отличаются от 0. По нашему мнению, это говорит о низком качестве построенных моделей. Коэффициент детерминации приведенных регрессионных уравнений варьировался в диапазоне 0,54–0,64. Это означает, что почти половина наблюдаемой вариативности показателя, используемого для оценки качества корпоративного управления (отношение рыночной стоимости банка к его балансовой стоимости), определяется факторами, которые в модели не учтены. На наш взгляд, ничего удивительного в этом нет, так как используемая для оценки качества корпоративного управления переменная содержит рыночную стоимость, которая колеблется под воздействием многих причин, зачастую не имеющих отношения к эффективности управления банком. В частности, колебания рыночной стоимости происходят под воздействием таких факторов, как коллективные поведенческие феномены, формируемые «шумовыми» трейдерами на бирже.

Можно ожидать, что аналогичные по структуре модели будут давать похожие результаты.

## ВЫВОДЫ

Из приведенных результатов можно сделать определенные выводы. Утверждение, что качество корпоративного управления определяет эффективность компании, пока нельзя считать статистически доказанным. Одной из причин неудовлетворительного качества моделей, описывающих эту взаимосвязь, может быть выбор неподходящих переменных. Другая возможная причина – неадекватный выбор детерминантов качества корпоративного управления. Скорее всего, зависимость между уровнем корпоративного управления и детерминантами его определяющими не линейная, а более сложная.