**Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России**

Полиенко Владимир - Старюк Павел - ИнтерФинанс АВ Энергия

В статье анализируется специфика российской модели корпоративного управления и представлены результаты проведенного авторами эмпирического исследования, основной целью которого стало выявление связанных с корпоративным управлением каналов формирования стоимости российских компаний и оценка их потенциала.

Тезис о том, что <эпоха менеджмента в стандартном понимании в стратегическом управлении компаний уходит и наступает эпоха корпоративного управления>, был выдвинут на одном из недавно проходивших в Высшей школе экономики (ГУ-ВШЭ) семинаров на тему <Корпоративное управление и стоимость компании>. При первом рассмотрении анонс такого <водораздела> звучит чересчур громко. Однако трезвый взгляд на последние события в корпоративном мире заставляет всерьез задуматься над данным тезисом. Серия скандалов в международной практике корпоративного управления показала, что модели управления корпорациями даже в высокоразвитых странах обладают существенными недостатками. При анализе событий, проиcшедших буквально за последние несколько лет, может создаться впечатление, что некий невиданный вирус, вроде корпоративного SARS, поразил модели управления компаниями во всем мире. Список жертв выглядит более чем внушительно: скандальные банкротства американских Enron, WorldCom, GlobalCrossing, прекращение деятельности одной из компаний <большой пятерки>, - Arthur Andersen, рекордная серия корпоративных банкротств в Германии, кризис крупнейших немецких и японских банков, громкие корпоративные скандалы, связанные с французскими Vivendi и France Telecom, и др.

Уходящий год был отмечен еще одним громким банкротством: список скандальных корпоративных коллапсов пополнил итальянский пищевой гигант Parmalat. Кто следующая жертва вируса? Мы не беремся ответить на этот вопрос - ей может стать любая крупная международная корпорация. Предпринимаемые в пожарном порядке меры по пересмотру национальных стандартов корпоративного управления и реформированию регулирующих институтов во многих странах мира носят скорее спонтанный характер. Создается впечатление, что едва ли кто-то четко понимает, что в действительности происходит и откуда ждать следующей беды. Все пытаются чинить уже полученные пробоины, но никто не знает, в каком месте корабль может дать следующую течь и какие превентивные меры можно принять, чтобы это предотвратить. Таким образом, с уверенностью можно говорить о том, что вопросы корпоративного управления становятся приоритетом номер один для инвесторов при принятии решений о вложении средств в акции тех или иных компаний, а значит, корпоративное управление все в большей степени становится самостоятельным и значимым драйвером стоимости корпораций. Известный опрос, проведенный в 2002 г. компанией McKinsey, показал, что инвесторы готовы платить до 20% премии за высокое качество корпоративного управления на акции корпораций в развитых странах. Можно прогнозировать, что эти премии на фоне новых скандалов будут расти.

Мы не будем анализировать причины кризисных явлений в международных моделях корпоративного управления, а сконцентрируемся на анализе российской модели. Вспышка атипичной пневмонии обошла Россию стороной, ждет ли нас корпоративный SARS? Сменилась ли эпоха менеджмента эпохой корпоративного управления в России? Какова специфика российской модели корпоративного управления? Является ли корпоративное управление самостоятельным драйвером стоимости для российских компаний и каков потенциал данного драйвера? На эти вопросы мы попытаемся ответить в данной статье.

**Немного теории**

Прежде чем говорить о специфике российской модели корпоративного управления, необходимо обозначить теоретический каркас, на который мы будем опираться в нашем анализе. Отметим, что, несмотря на большое количество материалов, посвященных проблеме корпоративного управления, до сих пор не сформировалось единого общепринятого определения данного понятия. Мы не будем обсуждать многочисленные существующие определения, а изложим лишь свое видение.

Под корпоративным управлением мы понимаем комплекс внутренних и внешних механизмов, позволяющих оптимизировать агентские конфликты, возникающие между ключевыми субъектами корпоративных отношений, с целью обеспечить в компании эффективный инвестиционный процесс и рост ее стоимости. Рассмотрим данное определение более подробно.

Традиционно считается, что проблема корпоративного управления обусловлена разделением собственности и контроля или, иными словами, расхождением интересов между акционерами, являющимися собственниками ресурсов компании, и менеджментом, которому фактически делегирован контроль над этими ресурсами и управление ими. Если мы задаем себе вопрос: <Как эффективно управлять ресурсами, чтобы акционеры стали богаче?> - мы ставим классическую проблему менеджмента. Если мы ставим вопрос: <Как сделать так, чтобы менеджеры действовали в интересах акционеров и как защитить акционеров от недобросовестных действий менеджеров?> - речь идет уже о корпоративном управлении. Известно несколько десятков типов поведения менеджеров, идущих в разрез с интересами акционеров. Наиболее значимым и известным считается вывод прибыли и/или активов через трансфертное ценообразование и другие виды дружественных сделок. Также можно привести пример так называемого <злоупотребления современными технологиями> (pet project risk). Данный вид поведения связан с тем, что менеджеры могут покупать или разрабатывать и внедрять сложные новейшие технологии не из соображений повышения эффективности деятельности компании и роста ее стоимости, а исключительно с целью извлечения личных выгод. В российской практике корпоративного управления в контексте данного риска для акционеров можно привести в качестве примера широко известный скандал, связанный с покупкой компанией <Связьинвест> пакета программного обеспечения за 150 млн долл.

Таким образом, акционеры вынуждены нести, помимо фундаментальных (коммерческих, валютных, маркетинговых и др.), дополнительные риски, связанные с незащищенностью своих законных прав на остаточные денежные потоки в рамках определенной организационной модели. В способности различных механизмов снижать подобного рода риски и заложен потенциал организационного роста стоимости компании.

Механизм влияния корпоративного управления на стоимость компании мы представили на рис. 1.

В традиционной финансовой теории стоимость актива определяется как дисконтированная величина чистых денежных потоков, генерируемых данным активом. При этом риски, связанные с данными потоками, учитываются либо путем корректировки самих потоков, либо путем корректировки ставки дисконтирования. Таким образом, механизм влияния корпоративного управления на стоимость компании вписывается в логику классической финансовой теории и заключается в том, что плохое качество корпоративного управления увеличивает риски акционеров и потенциальных инвесторов, а значит, увеличивает стоимость капитала компании, которая выступает фактором дисконта при оценке ее стоимости.

Комплекс механизмов, направленных на защиту прав инвесторов и снижение их рисков, который мы и называем корпоративным управлением, представлен на рис. 2.

Как видно из данной схемы, мы разделяем механизмы корпоративного управления на внутренние и внешние. Улучшение качества внутренних механизмов корпоративного управления позволяет увеличить стоимость конкретной компании. Улучшение качества внешних механизмов находится в компетенции властных и законодательных структур страны/интегрированной экономической зоны и позволяет создать системную стоимость и увеличить капитализацию фондового рынка в целом. Внутренние и внешние механизмы взаимодействуют и могут эффективно дополнять или заменять друг друга. Например, если миноритарный акционер считает, что его права в ходе проведения слияния или поглощения были нарушены и его акции были выкуплены/конвертированы не по справедливой стоимости, он может потребовать возмещения убытков через суд. Таким образом, если совет директоров компании не способен защитить права миноритарных акционеров при проведении подобного рода крупных сделок, недостаток данного механизма может быть компенсирован эффективным внешним правовым механизмом. К сожалению, для российской действительности подобного рода теоретические рассуждения кажутся утопичными. Однако в США судьи, специализирующиеся на корпоративных делах, изучают корпоративные финансы и принципы оценки стоимости, чтобы эффективно защищать права акционеров. Поэтому акционеры американских компаний чувствуют себя чуть более защищенными, чем акционеры российских компаний. Остановимся кратко на механизмах, формирующих систему корпоративного управления.

Внутренние механизмы корпоративного управления. Структура собственности является отправной точкой в анализе систем корпоративного управления, так как она задает структуру ключевых конфликтов между субъектами корпоративных отношений. Выделяют два основных типа конфликтов, которые мы проиллюстрировали на рис. 3.

Если собственность распылена, то возникает ситуация типа <сильные менеджеры - слабые акционеры>. В такой ситуации реальный контроль над компанией осуществляют менеджеры, тогда как акционеры несут значимые риски, связанные с недобросовестным поведением первых. Распыленная структура собственности характерна для корпораций в англосаксонских странах.

Если собственность концентрирована, то возникает ситуация типа <слабые менеджеры - слабые миноритарные акционеры - сильные контролирующие акционеры>. В такой ситуации реальный контроль над компанией принадлежит крупным акционерам, которые имеют и возможности, и значимый интерес полностью подчинить себе менеджеров, тогда как риски, связанные с корпоративным управлением, несут миноритарные акционеры, интересы которых могут быть ущемлены. Концентрированная форма собственности характерна для корпораций не англосаксонского происхождения.

Совет директоров с теоретической точки зрения должен представлять интересы всех акционеров - как доминирующих, так и миноритарных, и противодействовать недобросовестному поведению менеджеров и/или контролирующих акционеров. Однако на практике совет директоров часто подконтролен либо менеджменту (при распыленной собственности), либо контролирующим акционерам (при концентрированной собственности) и не выполняет свои функции по защите интересов инвесторов. В настоящее время вопросы, касающиеся эффективности работы совета директоров как одного из важнейших механизмов корпоративного управления, приобретают все большую актуальность. Среди них наибольшую важность представляют проблемы определения независимости, профессиональных требований, ответственности членов совета директоров, порядка их избрания, оптимального состава и функционирования совета директоров и др.

Эффективная система мотивации менеджмента и членов совета директоров может быть достаточно мощным инструментом корпоративного управления, позволяющим преодолеть разрыв интересов между управленцами и собственниками и заставить первых действовать на благо последних. Одним из наиболее действенных инструментов вознаграждения с точки зрения корпоративного управления традиционно считаются опционы на акции, которые, формируя значимую часть оплаты менеджерских услуг, мотивируют их принимать решения, ведущие к росту стоимости акций, что является важным интересом собственников компании. Тем не менее подобные механизмы таят в себе существенные риски корпоративного управления, связанные с манипуляцией отчетностью и сокрытием реальных результатов деятельности, что, например, и стало причиной банкротства Enron.

Система принятия решений как механизм корпоративного управления отвечает за вопросы прозрачности, эффективности и ответственности относительно принимаемых в компании решений различного уровня - как стратегического, так и операционного.

Структура кредиторов как механизм корпоративного управления определяет вопросы, связанные с интересами владельцев долгового капитала компании и их конфликтом с интересами акционеров.

Внешние механизмы корпоративного управления. Рынок корпоративного контроля с теоретической точки зрения выступает значимым механизмом дисциплинирования менеджеров, которые ввиду угрозы покупки сильно недооцененной компании и смены менеджерской команды заинтересованы поддерживать высокую стоимость акций. Тем не менее, например, в США, где данный механизм считался традиционно сильным, менеджерам удалось пролоббировать законодательные возможности использования различных приемов борьбы против враждебных поглощений, и эффективность данного механизма была поставлена под сомнение.

Система банкротства представляет собой комплекс процедур, регулируемых <жесткими> и <мягкими> институтами1. Основной задачей процедуры банкротства с точки зрения эффективности является, с одной стороны, сохранение синергетической стоимости активов в случае, если существуют экономически оправданные способы и возможности выведения компании из положения финансовых затруднений и, с другой - обеспечение кредиторам гарантий возврата своих средств, если сохранение компании экономически нецелесообразно и наиболее оптимальным решением является ее ликвидация.

Считается, что рыночная конкуренция может оказывать существенное давление на внутренние механизмы корпоративного управления. В условиях сильной конкуренции рынок автоматически отбирает наиболее эффективные формы организации бизнеса, оставляя в бизнесе компании, управляемые наиболее эффективными менеджерами. Безусловно, с учетом современных условий развития мировой экономики, которое происходит на фоне интенсивной глобализации, необходимо учитывать давление конкуренции не только на внутреннем рынке, но и на глобальном рынке. Более того, с усилением глобализации давление внешней конкуренции приобретает все большее значение. В контексте российской практики можно привести в качестве примера компанию <Газпром>, которая, обладая сильной монопольной властью на внутреннем и европейском рынках и не испытывая внешнего рыночного давления, часто подвергается критике по поводу качества корпоративного управления.

Правовая система выступает важным механизмом корпоративного управления с точки зрения способности защищать права инвесторов и компенсировать недостатки и неэффективность внутренних механизмов корпоративного управления. Впервые правовую систему как самостоятельный механизм корпоративного управления стал рассматривать La Porta (1997 г.), который объяснил узость фондовых рынков и высокую стоимость привлечения акционерного капитала относительной слабостью правовых систем различных стран в их способности обеспечивать реальную защиту инвесторов.

В последнее время проблемы, связанные с качеством аудита как очень важного фактора эффективности системы корпоративного управления, заслуживают особого внимания. С теоретической точки зрения внешний аудит позволяет снизить транзакционные издержки решения агентских конфликтов за счет уменьшения асимметрии информации и снижения издержек измерения. В этой связи центральной проблемой становится независимость внешних аудиторов от менеджмента компании. Последние корпоративные скандалы, связанные с банкротством Enron и ликвидацией одной из аудиторских компаний мирового класса, входящей в большую пятерку, а именно Arthur Andersen, выявили, что аудиторы далеко не всегда являются независимыми, могут вступать в сговор с менеджментом и покрывать их недобросовестные действия. В данном случае основной причиной таких действий известного аудитора был конфликт интересов, связанный с консалтинговым бизнесом компании. С одной стороны, аудитор должен быть независим и беспристрастен в оценке результатов деятельности менеджмента и компании. Но, с другой стороны, есть сильный соблазн сговора с менеджментом, который требует закрывать глаза на ряд своих действий в обмен на возможность получения крупных контрактов на оказание консалтинговых услуг. В настоящее время в корпоративном мире идет серьезное переосмысление роли и стандартов работы аудиторов.

**Специфика модели корпоративного управления в России**

Структура собственности. Опираясь на представленный выше теоретический каркас, попытаемся кратко охарактеризовать специфику российской модели корпоративного управления. Прежде всего, необходимо начать со структуры собственности которая задает базовый тип конфликта в любой модели корпоративного управления. После массовой приватизации, происходившей при отсутствии хорошо проработанной и адекватной правовой базы, в России сложилась структура собственности, которую можно охарактеризовать как высококонцентрированная, инсайдерская, непрозрачная. С точки зрения теории это означает, что ключевым конфликтом в российской модели корпоративного управления является конфликт между контролирующими акционерами, одновременно являющимися генеральными менеджерами компании, и миноритарными акционерами. Нарушения прав миноритарных акционеров в российской практике корпоративного управления наблюдались и наблюдаются сплошь и рядом - конфликт налицо.

Важной проблемой российской модели корпоративного управления, лежащей в плоскости институциональной и политической системы, является отсутствие фиксации и жестких гарантий прав собственности, полученных в процессе приватизации.

Совет директоров. Какова эффективность различных механизмов корпоративного управления в России с точки зрения их способности защищать интересы миноритарных акционеров? В отечественной практике корпоративного управления исторически сложилось так, что в большинстве случаев совет директоров в российских компаниях отстаивает интересы только крупного акционера, а также свои собственные, порой противоречащие интересам акционеров компании. Практика знает немало случаев, когда при помощи совета директоров <размывались> доли нежелательных акционеров в пользу крупных акционеров; появлялись новые акционеры, аффилированные с членами совета директоров; осуществлялось перераспределение и вывод активов без учета интересов миноритарных акционеров; с помощью трансфертного ценообразования и толлинговых схем доходы акционеров выводились в структуры, подконтрольные менеджерам и <контролирующим> акционерам и т.п. Несмотря на то что российская практика корпоративного управления уже знает позитивные случаи, когда независимым директорам удавалось предотвратить серьезные злоупотребления менеджеров (как, например, в случае с энергетической компанией <Кузбасэнерго>, где им удалось заблокировать сделку по выводу существенной части активов), в настоящее время независимые директора часто остаются не более чем PR-ходом российских компаний и не представляют реальной силы, способной защищать интересы миноритариев и противодействовать недобросовестным действиям менеджеров и крупных акционеров.

Система принятия решений. Система представляет собой в России отдельную проблему. Так, для того чтобы ограничить голосующую силу нежелательных акционеров, часто производятся манипуляции с местом, датой, временем проведения собрания, информацией, касающейся проведения собрания и повестки, и т.п. Множество судебных процессов инициировались с целью якобы недопущения участия определенных акционеров в общих собраниях, а фактически для того, чтобы не допустить блокирования ими дополнительных эмиссий акций, размывающих их доли, или совершения крупных транзакций.

Система вознаграждения также не является эффективным механизмом корпоративного управления в российской модели. Применение опционных механизмов встречается редко и ограничено узостью и несовершенством национального фондового рынка. Недавнее исследование, проведенное МФК (IFC), показывает, что только 30% российских компаний имеют разработанную, утвержденную и применяемую систему вознаграждения сотрудников. При этом речь не идет об эффективности этих систем, а только лишь об их существовании в трети российских компаний. Учитывая тот факт, что высшие менеджеры и контролирующие акционеры в большинстве крупных российских компаний выступают в одном лице, злоупотребления, связанные с выплатой чрезмерно высоких вознаграждений, являются дополнительным значимым риском для миноритариев.

Рынок корпоративного контроля и система банкротства в российской практике не выполняют свои функции эффективного перераспределения собственности и защиты прав инвесторов, а, наоборот, выступают механизмами враждебного отъема собственности с использованием судебных и административных ресурсов. Корпоративные войны не утихают до сих пор, свидетельством чему являются известные конфликты между группами <Илим Палп> и <Континенталь Менеджмент>, между бывшими акционерами Таганского мясного комбината и компанией <Агрос>, управляющей сельскохозяйственными активами группы <Интеросс>, и др.

Практика внутреннего и внешнего аудита представляет отдельную проблему. Отсутствие в советах директоров большинства российских компаний комитетов по аудиту, функции которых подменяют дружественные или подконтрольные менеджменту ревизионные комиссии, зачастую препятствует проведению аудиторами полноценных и качественных проверкок. Независимость аудиторских проверок в российских компаниях также вызывает ряд серьезных и широко обсуждаемых вопросов.

Институциональная и политическая среда. Российское законодательство в области корпоративного управления совершенствуется. Существуют работы по сравнительному праву, которые показывают, что с формальной точки зрения российские законы по ряду позиций защищают права инвесторов даже лучше, чем законодательство развитых стран, таких как Германия, Франция и др.2 Тем не менее ни для кого не секрет, что наиболее острой проблемой российской институциональной системы является неэффективность и коррумпированность судов (т.е. системы enforcement). Таким образом, на практике миноритарный акционер в России не обладает эффективным внешним инструментом защиты своих прав через правовую систему.

Другой важной проблемой российской модели корпоративного управления, лежащей в плоскости институциональной и политической системы, является отсутствие фиксации и жестких гарантий прав собственности, полученных в процессе приватизации. Проблема затрагивает как российских олигархов, которые несут бремя риска перераспределения/национализации принадлежащих им активов и гадают, кто же эти пять или семь жуликов, о которых сказал президент, так и владельцев менее крупных приватизированных компаний, которые несут риск отъема у них собственности с использованием известной в практике российского корпоративного управления процедуры ареста акций, сделки с которыми во время приватизации происходили при массовых нарушениях.

Итоги. Есть ли у собственников-менеджеров российских компаний стимулы улучшать корпоративное управление и реализовывать долгосрочную стратегию роста стоимости компании? Мы предполагаем, что в постприватизационный период и вплоть до известного кризиса 1998 г. очевидных стимулов не было: отсутствие жестких гарантий прав собственности и узкие горизонты планирования <от выборов до выборов> фактически вынуждали использовать активы для извлечения краткосрочных выгод. Стоимость российских компаний была неликвидной, и от того, будет акция стоить

10 долл. или 15, российскому олигарху было ни жарко ни холодно. Ведь стоимость имеет ценность только тогда, когда ее можно в любой момент превратить в деньги. Гораздо выгоднее было не выплачивать дивиденды, прятать прибыль и выводить активы от миноритариев в процессе сложных реструктуризаций и пр., что приносило текущие, вполне осязаемые выгоды. Ни о каком качестве корпоративного управления в российских компаниях не приходилось и мечтать.

Однако после кризиса и смены политического режима риски, связанные с национализацией/перераспределением собственности, приобрели реальный окрас и стали вполне значимой угрозой для акул российского бизнеса, и особенно для владельцев частных российских нефтяных компаний. В такой ситуации были возможны две основные стратегии защиты от такого рода специфических политических рисков: либо политическое лоббирование, либо продажа активов иностранцам. Первая стратегия в условиях нового политического режима и ослабления нефтяного российского лобби оказалась провальной, что продемонстрировало дело ЮКОСа. Вторая стратегия была неразрывно связана с необходимостью улучшения корпоративного управления, с тем чтобы поднять стоимость активов и подготовить их к продаже стратегическим крупным иностранным инвесторам, которые не будут покупать компанию, где не соблюдаются минимально приемлемые стандарты в области корпоративного управления. Такая стратегия была успешно осуществлена компанией <ТНК>, а ЮКОСу и Сибнефти сделать это вместе не удалось, хотя именно ЮКОС взял на себя в начале 2000 г. роль флагмана <улучшения качества корпоративного управления> среди российских компаний.

**Корпоративное управление и стоимость в России: эмпирические факты**

Суть исследования. Для оценки потенциала увеличения стоимости российских компаний за счет корпоративного управления мы провели эмпирическое исследование, основанное на регрессионном анализе панельных данных, используя данные по 40 крупнейшим публичным российским компаниям за период с середины 2000 г. по начало 2003 г.3 Мы оставим описание методологии исследования за рамками данной статьи и приведем лишь наиболее интересные результаты. В качестве переменной, описывающей стоимость компаний, мы использовали показатель рыночной капитализации, оценивая его динамическую зависимость от группы переменных, описывающих влияние:

 фундаментальных факторов (выручки, рентабельности, рыночного индекса RTS, ликвидности, отраслевого фактора);

 внутренних механизмов корпоративного управления (фактор государственной собственности, иностранной собственности в форме ADR/GDR, рейтинга корпоративного управления - CORE4, агрегирующего эффективность совета директоров, системы вознаграждения и др. внутренних механизмов корпоративного управления);

 внешних механизмов корпоративного управления (качества институциональной среды (рейтинг CPI - Corruption Perception Index5), специфические политических рисков для нефтяных компаний; влияние конкурентных рынков);

Результаты исследования. Прежде всего необходимо отметить, что наше исследование показало значимость корпоративного управления как самостоятельного драйвера стоимости для российских компаний. По нашим оценкам, потенциал роста стоимости капитализации российских компаний за счет улучшения качества внутренних механизмов корпоративного управления составляет 90%, иными словами, совершенствуя практику корпоративного управления и обеспечивая гарантии соблюдения прав миноритарных акционеров, можно увеличить стоимость в 1,9 раза6. Второй важный вывод нашего исследования: - значимость ликвидности акций в увеличении капитализации российских компаний. В российской практике ликвидность выступает источником роста рыночной стоимости, как с фундаментальной точки зрения, так и с точки зрения корпоративного управления. В условиях узкого фондового рынка, слабости внутренних и внешних механизмов корпоративного управления инвеcторы готовы платить дополнительные премии за высокую ликвидность, т.е. возможность быстро и недорого <проголосовать ногами> в случае недовольства деятельностью компании. По нашим оценкам, рост среднеквартального оборота акций на биржевых торгах на 1 млрд долл. может позволить на российском рынке увеличить рыночную капитализацию на 4 млрд долл.

**Мнение эксперта**

Иван Родионов, член совета директоров ОАО <Северо-Западный Телеком> и , председатель комитета совета директоров по аудиту и вознаграждениям, докт. экон. наук, профессор Высшей школы экономики

Хорошая, на мой взгляд, статья. Хотя зависимость стоимости компании от качества корпоративного управления была очевидной, теперь получено формальное количественное подтверждение этой связи, причем применительно именно к российским компаниям. И касается это не только публичных компаний: прямые инвесторы от четверти до трети предлагаемой оценки непосредственно связывают с качеством ее менеджмента и корпоративного управления.

И все же эта зависимость не столь однозначна; некоторые микроэкономические исследования показывали ее отсутствие. Убыточная компания с отличным корпоративным управлением не получит высокой оценки рынка, оно служит <драйвером> стоимости скорее не прямо, а опосредованно - посредством влияния на основные драйверы.

Теперь аналитики получили еще одно направление для анализа и прогнозирования. Из логики авторов статьи неизбежно вытекает необходимость появления независимых , которые бы информировали инвестиционное сообщество о возможном обмане и требовали бы определенных действий по отношению к компании, допустившей любое нарушение в корпоративном управлении.

Трудно не согласиться с резкими оценками авторов собственников-менеджеров, которые, контролируя компанию, зачастую действуют в ущерб интересам миноритарных акционеров. Однако некоторые исследователи считают, что западные механизмы <распыления> собственности с точки зрения динамики роста стоимости компании существенно менее эффективны. Когда речь идет о защите интересов миноритариев, всегда возникает дилемма, что лучше: слабый в сильной компании или сильный - в слабой?

Некоторые положения статьи страдают излишней категоричностью и даже <юношеским экстремизмом>. <Алармистский> настрой авторов сочетается с небольшим числом конструктивных и действительно реализуемых предложений. Но это не главное, важно, что данной статьей авторы подтвердили, что они состоялись как исследователи и, надеюсь, у них появится еще немало новых концепций и конструктивных идей.

Важным источником роста капитализации российского фондового рынка выступают внешние механизмы корпоративного управления, и в особенности институциональная среда. Улучшение качества институтов, т.е. совершенствование законов, обеспечивающих защиту прав инвесторов, повышение независимости и эффективности судебной системы, снижение коррупции и пр. до среднемирового уровня, например до уровня Италии, Тайваня,7 по нашим оценкам, могут увеличить капитализацию российского фондового рынка в 2-3 раза.

Последним наиболее интересным, с нашей точки зрения, выводом, подтверждающим теоретические рассуждения, изложенные выше, стала эмпирически проверенная гипотеза о том, что <улучшение практики корпоративного управления в крупных российских частных компаниях, прежде всего нефтяной отрасли, было вызвано не потребностями в привлечении капитала, а необходимостью защиты от специфических политических рисков путем продажи компании стратегическим иностранным инвесторам>. Положительный краткосрочный эффект от политического давления на частные нефтяные компании, которое стало в российской действительности специфическим механизмом корпоративного управления, мы оцениваем в 30 млрд долл.

Выводы. Корпоративное управление является самостоятельным и важным драйвером стоимости для российских компаний. Однако в существующей российской действительности слабость институциональной среды и политическая нестабильность, которые выражаются в отсутствии четких, законодательно закрепленных прав собственности на активы приватизированных компаний, сужают горизонты бизнес-планирования и существенным образом снижают стимулы к реализации стратегии долгосрочного роста стоимости компаний, в том числе за счет улучшения качества корпоративного управления. Таким образом, в России улучшение качества корпоративного управления выступает скорее не механизмом снижения стоимости капитала, а неким сигналом подготовки бизнеса к продаже с целью страхования от высоких политических рисков. Мы делаем вывод, что для крупных приватизированных российских компаний эпоха корпоративного управления не сменила эпоху менеджмента в стратегическом управлении стоимостью, просто корпоративное управление скорее стало инструментом защиты. Свои инвестиционные программы такие компании продолжают финансировать за счет собственных средств и синдицированных кредитов. Что касается новых российских компаний, созданных с нуля, а не полученных на залоговых аукционах, то для них корпоративное управление, безусловно, выступает значимым драйвером роста стоимости, снижения стоимости капитала, улучшения условий и расширения возможностей привлечения нового акционерного капитала с целью выхода на новый уровень стратегического развития. Примеры таких российских компаний лежат в сфере телекоммуникаций и IT. ВымпелКом и МТС имеют высокие стандарты корпоративного управления и привлекают акционерный капитал на западных рынках. Еще один пример - российская компания IBS, работающая в сфере IT-услуг, для которой улучшение механизмов корпоративного управления стало необходимым условием роста стоимости и привлечения капитала. Последние из немногочисленных IPO на российском рынке - также за новыми компаниями <РБК> и <Аптеки 36,6>. Для этих компаний корпоративное управление должно стать важным драйвером роста стоимости и привлечения капитала для перехода на новый стратегический уровень роста бизнеса.

Ждет ли нас корпоративный SARS? Нет, не ждет. То, что называется на Западе <атипичной пневмонией> и приводит к банкротству крупных компаний, для российской действительности стало вполне типичной практикой корпоративного управления. Однако у нас есть свой российский <корпоративный грипп группы А>, которым можно заразиться от генеральной прокуратуры, Басманного суда и налоговой инспекции. Первая <жертва> уже есть, и еще 5-7 на прицеле. Если эпидемия этого <гриппа> начнется, нас ждет аргентинский сценарий с бесконечным нерыночным переделом собственности, а о проблемах корпоративной <атипичной пневмонии>, от которой страдают западные компании, развивающиеся в более или менее устойчивой политической и институциональной среде, нам не придется и мечтать.