



АССОЦИАЦИЯ
НЕЗАВИСИМЫХ
ДИРЕКТОРОВ

member of



GLOBAL NETWORK OF
DIRECTOR INSTITUTES



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ



Индекс корпоративного управления – 2016

Как измерить качество корпоративного управления?

Цель Индекса корпоративного управления — поддержать усилия Банка России, компаний и участников рынка повысить качество корпоративного управления и репутацию российского бизнеса.



Александр Иконников
Председатель
Наблюдательного совета
Ассоциации независимых
директоров

Нет сомнений, высокий уровень корпоративного управления — один из признаков зрелости компании и показатель ее инвестиционной привлекательности. Пристальное внимание к качеству корпоративного управления — обязательная черта современной экономики.

Но как измерить качество? С начала 2000-х годов в деловых и экспертных кругах не утихают споры вокруг этой темы. Регулярно предпринимаются попытки определить и измерить уровень корпоративного управления, но все подходы сводятся к одному — анализу выполнения формальных показателей: как компания соответствует тем или иным регуляторным требованиям и рекомендациям.

В 2015 году впервые была предпринята попытка подойти к измерению качества корпоративного управления комплексно. Институт директоров Великобритании совместно со Школой бизнеса Cass сначала проанализировал формальные показатели корпоративного управления в компаниях, входящих в список FTSE100, а затем провел опрос среди директоров, экспертов и инвесторов на предмет их персонального восприятия корпоративного управления в тех же компаниях. В результате был составлен Good Governance Index, ранжирующий компании на основе объединения измеримых показателей и мнения респондентов.

В России в области корпоративного управления в последние годы был сделан значительный шаг вперед. Был принят новый Кодекс, задавший для компаний самые передовые стандарты, изменены правила листинга, внесены и готовятся поправки в корпоративное законодательство. Перед компаниями стоят задачи — соответствовать этим нововведениям.

Начиная работу по составлению индекса, мы ставили те же вопросы — понять, что может считаться качественным корпоративным управлением сегодня и какой подход может это качество определить? Для поиска ответов была приглашена команда авторитетных научных специалистов из НИУ ВШЭ, а также сформирован Экспертный совет из представителей Банка России, Московской биржи и РСГП для наблюдения за ходом работы.

Вначале, следуя методологии Good Governance Index, были проанализированы формальные признаки корпоративного управления по 65 компаниям из первого котировального списка Московской биржи. Параллельно был проведен опрос 198 респондентов — директоров, корпоративных секретарей, представителей регуляторов,

инвесторов и экспертов — на предмет их персонального восприятия корпоративного управления указанных компаний. При использовании двух разных подходов к оценке корпоративного управления были получены

Формальные показатели и мнения участников рынка дают разные результаты

разные результаты. И тот, и другой подход обоснован и возможен, хотя результаты могут отличаться. Отсюда наш первый вывод: формальные показатели и мнения участников рынка дают разные результаты.

Корпоративное управление — комплексная многофакторная система

Этим же респондентам был задан вопрос: какие факторы определяют качество корпоративного управления? На первых местах — эффективная работа совета директоров; высокий уровень прозрачности; положительная динамика сто-

имости акций; соблюдение прав миноритариев, между ними — совсем небольшая разница в количестве мнений, а значит, нельзя говорить о каком-то одном факторе, некоем «философском камне», определяющем все корпоративное управление в целом. Данные опроса подтверждают: все факторы важны в совокупности, их воплощение на практике — задача всей компании. Вывод номер два: корпоративное управление — комплексная многофакторная система.

На третьем, финальном этапе был сделан шаг в сторону от британской методологии, так как мы считаем, что простое ранжирование всех компаний для российского корпоративного управления, находящегося на этапе становления и развития, может внести определенную дезорганизацию. Вместо этого были сопоставлены полученные оценки по опросу и по формальным показателям и обнаружено, что у многих компаний видна высокая корреляция между мнением респондентов и данными по формальным показателям, однако есть такие компании, у которых эти оценки существенно расходятся. Кроме того, есть компании в отношении корпоративного управления которых респонденты не высказались вообще.

О чем говорят результаты исследования? Действительно, корпоративное управление — это многофакторная конструкция, в которой помимо соблюдения требований и выполнения регламентов значительную роль играют «тонкие» поведенческие характеристики. Использование при оценке корпоративного управления мнений респондентов позволяет обращать внимание и на них. Вывод номер три — компании, работая над повышением качества своего управления, могут задуматься не только о регламентах и процедурах, но и о построении соответствующих коммуникаций с ключевыми стейкхолдерами: инвесторами, профессиональным и экспертным сообществами. Компаниям следует более активно информировать рынок о практиках своего корпоративного управления.

Компаниям следует более активно информировать рынок о практиках своего корпоративного управления

В настоящем отчете публикуются списки компаний, набравших наибольшее количество баллов по итогам опроса и по формальным показателям, а также компании, которые получили наиболее высокие оценки по обоим подходам. Исследование предназначено прежде всего для самих компаний из первого уровня листинга и они самостоятельно могут получить у разработчиков исследования подробную информацию о своих результатах.

Надеемся, что итоги исследования смогут поддержать усилия Банка России, компаний и участников рынка повысить качество корпоративного управления, а с ним и репутацию всего российского бизнеса.

В поисках лучших практик

Результаты Индекса будут способствовать углублению исследования корпоративных отношений



Татьяна Долгопьятова
Ординарный профессор, главный научный сотрудник Института анализа предприятий и рынков, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»



Андрей Яковлев
Кандидат экономических наук, ординарный профессор, директор Института анализа предприятий и рынков, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

Во второй половине 1990-х годов, вслед за завершением массовой (ваучерной) приватизации, состояние корпоративного управления в российских компаниях начало привлекать внимание и исследователей, и практиков — инвесторов, в первую очередь зарубежных. В это время российские компании зачастую демонстрировали пренебрежение нормами хорошего корпоративного управления и правами миноритариев, отпугивая тем самым потенциальных инвесторов¹. По мере преодоления трансформационного спада и возникновения возможностей для развития бизнеса после кризиса 1998 года у владельцев крупных российских компаний появилась потребность в привлечении внешних инвестиций и возникли стимулы к размещению акций на организованных рынках (прежде всего, на Лондонской фондовой бирже). Следствием этого стало внедрение практик хорошего корпоративного управления. В экспертном сообществе в самом начале 2000-х годов широкий резонанс получила статья Б. Блэка, показавшего на примере небольшой совокупности российских компаний, что более высокое качество корпоративного управления в компании способствует значительному росту ее капитализации².

Принятие первого Кодекса корпоративного поведения (2001 год) породило широкую дискуссию, и ряд исследований, в том числе сделанных в ВШЭ, показали, что многие компании, причем не только публичные, постепенно начинают использовать в практике своей работы рекомендации Кодекса³. Кодекс корпоративного управления, принятый в 2014 году, вновь привлек внимание к качеству корпоративного управления в публичных компаниях и попыткам его адекватного измерения.

В этом контексте важна инициатива Ассоциации независимых директоров (АНД) по формированию национального Индекса корпоративного управления для публичных российских компаний, которая отходит от традиционного способа определения качества корпоративного управления исключительно через призму реализации требований Кодексов корпоративного управления (поведения). Опираясь на современные международные подходы, АНД предложила оценивать корпоративное управление в отдельных компаниях, опираясь на два источника информации. Первый — это опрос представителей профессионального сообщества и известных экспертов в области корпоративного управления. Второй — это отчеты и другие открытые источники о деятельности компании, по которым формируются частные и сводный индикаторы качества корпоративного управления. Разделяя подобный подход, мы участвовали в реализации данной инициативы при формировании системы индикаторов (в кооперации с представителями Ассоциации и коллегами из Банка России и Московской биржи), а также при классификации компаний, основанной на комбинировании опросных и открытых данных о корпоративном поведении.

Хотелось бы подчеркнуть, что результаты данного проекта в первую очередь предназначены для самих компаний при поиске «узких мест» и их преодолении путем организационных усовершенствований, улучшения раскрытия информации и упрочения коммуникаций с инвесторами и рынками.

Мы искренне надеемся, что первые результаты дадут толчок критическому обсуждению и будут способствовать углублению исследования корпоративных процедур и поиску адекватных, признаваемых не только регуляторами, но и инвесторами и другими стейкхолдерами способов измерения качества внутрикорпоративных механизмов.

¹ Black B., Kraakman R., Tarassova A. Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? // Stanford Law Review. 2000. Vol. 52. P. 1731–1808; Fox M., Heller M. Lessons from Fiascos in Russian Corporate Governance // Law School. University of Michigan, William Davidson Institute Working Paper. 1999. N 012; Розинский И. И. Механизмы получения доходов и корпоративное управление в рыночной экономике. В сб. Предприятия России: корпоративное управление и рыночные сделки. М.: ГУ-ВШЭ, 2002.

² Black B. The Corporate Governance and Market Value of Russian Firms // Emerging Markets Review. 2001. Vol. 2. P. 89–108.

³ Российская промышленность: институциональное развитие/Под ред. Т. Г. Долгопьятовой. М.: ГУ-ВШЭ, 2002; Спрос на право в сфере корпоративного управления: экономические аспекты/Под ред. А. А. Яковлева. М.: Издательский Дом ГУ ВШЭ, 2004.

Индекс корпоративного управления

I. Методология исследования

Задача исследования — изучить различные подходы к измерению качества корпоративного управления и сравнить различия в их результатах. Исследование было проведено на основании методологии Good Governance Index, разработанной Институтом директоров Великобритании и Школой бизнеса Cass.

Объектом исследования стали 65 компаний, входящих в котировальный список первого уровня Московской биржи. Как и в методологии Good Governance Index, были использованы три подхода измерения корпоративного управления:

- Опрос представителей профессионального сообщества и экспертов на предмет восприятия ими качества корпоративного управления компаний.
- Анализ соответствия компаний формально измеримым критериям корпоративного управления.
- Сопоставление полученных результатов.

Первая часть исследования — электронный опрос среди членов советов директоров, корпоративных секретарей, инвесторов и экспертов на предмет восприятия ими корпоративного управления компаний. Опрос был проведен в июле — сентябре 2016 года, в нем участвовали 198 респондентов, которые дали в совокупности 897 оценок по отдельным компаниям. Распределение респондентов по роду деятельности представлено в таблице 1. Каждый из респондентов мог оценить любое количество компаний по шкале от 1 до 10 баллов. На основании оценок респондентов был рассчитан средний балл по каждой компании, попадающий в интервал от 100 до 1000. Чем выше эта оценка, тем, по мнению респондентов, выше уровень корпоративного управления. Согласно результатам опроса, разброс оценок составил 311 баллов, от 560 до 871 балла.

Ответы респондентов распределились неравномерно. Компании, получившие 30 и более мнений, представлены в таблице 2. Несколько акционерных обществ получили менее 5 оценок, они представлены в таблице 3.

Вторая часть исследования — измерение уровня корпоративного управления по формальным показателям. Рабочая группа, в которую вошли эксперты НИУ ВШЭ, Банка России, Московской биржи

Таблица 1. Распределение респондентов по роду деятельности

Род занятий	Количество респондентов	Доля от числа респондентов, %
Инвестор	18	9,1
Член совета директоров	88	44,4
Корпоративный секретарь	26	13,1
Эксперт	52	26,3
Другое	14	7,1
Всего	198	100

Таблица 2. Компании, получившие 30 и более оценок от респондентов

Название ПАО	Количество мнений
«Банк ВТБ»	70
«Аэрофлот»	63
«АФК «Система»	49
«Алроса»	47
«Газпром»	46
«Сбербанк России»	46
«Роснефть»	44
«ГМК «Норильский никель»	36
«Башнефть»	30

Таблица 3. Компании, получившие менее 5 мнений от респондентов (указаны в алфавитном порядке)

«Европлан», «Иркутское ПАО энергетики и электрификации», «Квадра», «Мостотрест», «Мосэнерго», МОЭК, МРСК Волги, МРСК Северо-Запада, МРСК Центра, «Новороссийский комбинат хлебопродуктов», ОВК, «Полиметалл», «Росгосстрах», «Селигдар», «Татнефть», «Трубная металлургическая компания», «Центр Международной торговли».

и АНД, адаптировали показатели Good Governance Index к российской практике, опираясь в том числе на рекомендации Кодекса корпоративного управления. В результате были отобраны 58 формальных показателей, разбитых на несколько групп:

- Состав и работа Совета директоров (19 показателей).
- Система аудита и оценки рисков (7 показателей).
- Система вознаграждения (5 показателей).
- Взаимодействие с акционерами (14 показателей).
- Раскрытие информации (13 показателей).

Таблица 4. Факторы качественного корпоративного управления, по мнению респондентов

Фактор	Число ответов	Доля от числа ответов, %
Высокие бизнес-показатели, положительная динамика стоимости компании	95	16,8
Прозрачная система мотивации топ-менеджмента и членов совета директоров	53	9,4
Положительная история соблюдения прав миноритариев, включая прозрачную и последовательную дивидендную политику	86	15,2
Высокая степень прозрачности и своевременное раскрытие информации	123	21,8
Сбалансированный состав и эффективная работа совета директоров	124	21,9
Эффективное функционирование системы внутреннего контроля и риск-менеджмента	83	14,7
Всего	564	100

Для анализа использовались годовые и ежеквартальные отчеты компаний, их сайты, сервер раскрытия информации агентства «Интерфакс» и другие открытые источники. Также априори было определено возможное позитивное или негативное влияние каждого показателя на качество корпоративного управления. Работу по сбору и анализу показателей провели эксперты НИУ ВШЭ. Сбор и анализ информации проводились в июле — начале августа 2016 года. По трем компаниям — UC Rusal, Yandex и «Центр Международной торговли» — удалось собрать менее 80% исследуемой информации.

Результаты измерения формальных показателей были «взвешены» по группам с учетом результата опроса респондентов о том, какие факторы, по их мнению, определяют качество корпоративного управления (таблица 4). Каждый из респондентов мог выбрать не более 3 ответов. В итоге для каждой компании был рассчитан индекс в ин-

тервале от 0 до 1000, и чем выше значение индекса, тем выше качество корпоративного управления в компании, с точки зрения соблюдения его формальных признаков. Фактически, индекс имел разброс от 445 до 776 баллов.

Третья часть исследования — сопоставление полученных результатов. В этом контексте был проведен анализ согласованности результатов с выявлением корреляции между достижением формальных показателей корпоративного управления и восприятием корпоративного управления участвовавшими в опросе респондентами. Анализ позволил провести классификацию компаний и выделить устойчивую их группу, в которой оценки по формальным показателям и по итогам опроса оказались существенно выше средних значений, полученных по каждому из двух этих подходов, а также группу компаний, с наибольшим расхождением между баллами по опросу и по формальным показателям (таблица 5).

Таблица 5. Компании с наибольшим расхождением между баллами по опросу и по формальным показателям

Название ПАО	Средневзвешенный балл по опросу	баллы по формальным показателям
«Энел Россия»	840	520
«Полюс»	833	549
«Э.Он Россия»	775	548
«НОВАТЭК»	816	623
«Мобильные ТелеСистемы»	843	656
«Территориальная генерирующая компания №1»	690	505
«ЛУКОЙЛ»	807	643

II. Результаты исследования

Таблица 6. **Топ-10 компаний с наивысшими баллами по формальным показателям корпоративного управления**

Название ПАО	Баллы
«Сбербанк России»	776
«Интер РАО ЕЭС»	767
«Роснефть»	766
«Московская биржа ММВБ-РТС»	752
«АЛРОСА»	751
«ТрансКонтейнер»	749
«ФСК ЕЭС»	749
«Группа ЛСР»	747
ГМК «Норильский никель»	745
«Башнефть»	737

Таблица 7. **Топ-10 компаний с наивысшими баллами по опросу респондентов**

Название ПАО	Количество мнений	Средний балл
«Московская биржа ММВБ-РТС»	17	871
«Мобильные ТелеСистемы»	23	843
«Энел Россия»	5	840
«Полюс»	6	833
«НОВАТЭК»	25	816
ГМК «Норильский никель»	36	814
«Башнефть»	30	813
«ЛУКОЙЛ»	15	807
«Система»	49	794
«ТрансКонтейнер»	12	792

Из 65 компаний первого котировального списка в итоговый индекс вошла 31 компания. У них прослеживается высокая корреляция между данными по опросу и по формальным показателям. В индекс не вошли компании с существенным расхождением данных, а также компании с недостаточной информацией — менее 5 мнений респондентов или менее 80% требуемой информации о показателях.

Таблица 8. **Топ-9 компаний с наивысшими согласованными баллами по опросу и по формальным показателям (указаны в алфавитном порядке)**

Название ПАО	Средневзвешенный балл по опросу	Баллы по формальным показателям
«АЛРОСА»	781	751
АФК «Система»	794	712
«Башнефть»	813	737
ГМК «Норильский никель»	814	745
«Группа ЛСР»	771	747
«Московская Биржа ММВБ-РТС»	871	752
«Сбербанк России»	759	776
«Северсталь»	782	723
«ТрансКонтейнер»	792	749

Экспертный совет Индекса корпоративного управления

Для наблюдения за ходом исследования был создан Экспертный совет. Его функции — утверждение общей методологии Индекса, формальных показателей и структуры электронного опроса, рассмотрение полученных результатов и финального отчета.

Роджер Баркер

Международный эксперт по корпоративному управлению, разработчик методологии IoD Good Governance Index

Александр Варварин

Вице-президент по корпоративным отношениям и правовому обеспечению РСГП

Анна Василенко

Управляющий директор по развитию первичного рынка и клиентской поддержке Московской Биржи

Татьяна Долгопятова

Ординарный профессор, НИУ ВШЭ

Александр Иконников

Председатель Наблюдательного совета АНД

Анна Кузнецова

Управляющий директор по фондовому рынку Московской Биржи

Елена Курицына

Директор Департамента допуска на финансовые рынки Банка России

Игорь Розанов

Исполнительный директор АНД

Андрей Яковлев

Директор Института анализа предприятий и рынков НИУ ВШЭ



Disclaimer

Настоящий проект направлен на содействие изучению, исследованию и развитию практик в сфере корпоративного управления. В рамках проекта проводится анализ общедоступной информации, призванный помочь лицам, интересующимся темой корпоративного управления, изучить различные вопросы в этой области. Во избежание сомнений, настоящий отчет и любые материалы, разработанные на его основе, не являются инвестиционными консультациями, и поэтому к ним применимы следующие оговорки об ограничении ответственности.

Информация, содержащаяся в настоящем документе, не предлагается в качестве инвестиционных консультаций по какому бы то ни было конкретному вопросу и не должна рассматриваться как замена инвестиционного консультирования по конкретному случаю. В частности, баллы перечисленных в документе компаний не являются профессиональной, финансовой или инвестиционной консультацией и не должны использоваться в качестве основания для принятия инвестиционных решений, а также никоим образом не составляют прямой или косвенной попытки продвижения или продажи финансовых инструментов любого вида. В отношении каждого конкретного вопроса или обстоятельства необходимо обязательно обращаться за консультацией к профессиональному специалисту, обладающему необходимой квалификацией.

Данный документ публикуется, так как предполагается, что открытое обсуждение практик корпоративного управления публичных компаний соответствует интересам общества.

Настоящий документ публикуется на добросовестной основе и из лучших побуждений, и содержащиеся в нем аналитические исследования являются выражением мнения, основанного на информации, предоставленной третьими лицами. Авторы исследования не дают никаких заверений или гарантий, прямых или подразумеваемых, в отношении точности или полноты информации, на которой основано содержание настоящего документа.

Содержание настоящего документа не является приглашением инвестировать в акции какой-либо из упомянутых в документе компаний, а также не является предложением или частью какого бы то ни было предложения о продаже каких-либо ценных бумаг или иных финансовых инструментов, или о подписке на таковые, или приглашением предложить таковые для продажи или подписки; также содержание настоящего документа или любую его часть не следует принимать за основу для целей какого бы то ни было контракта или обязательства, или опираться на таковые в любом качестве в связи с каким бы то ни было контрактом или обязательством.