

0-792073

На правах рукописи
ББК 65.264-551
Л69

ЛОГИНОВ АЛЕКСЕЙ АЛЕКСЕЕВИЧ

**ФИНАНСОВЫЕ ИННОВАЦИИ
В СИСТЕМЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук



Москва – 2008

~~КГФЭИ~~
Входящий № 58/01-897
«18» 09 2008г.

27080

Диссертация выполнена на кафедре «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг» в федеральном государственном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации».

Научный руководитель

доктор экономических наук, профессор
Миркин Яков Моисеевич

Официальные оппоненты

доктор экономических наук, профессор
Буренин Алексей Николаевич

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000689873

кандидат экономических наук
Лебедева Зоя Александровна

Ведущая организация

Государственный университет -
Высшая школа экономики (ГУ-ВШЭ)

Защита состоится «16» октября 2008 года в 10-00 часов на заседании совета по защите

доктор
мля пр
ский п
С
при П
просп
ВПО

Михайлов

УДК. Зак. 2935. Тир. 60 экз.

КОНТРОЛЬНЫЕ ЛИСТКИ
СРОКОВ ВОЗВРАТА
КНИГА ДОЛЖНА БЫТЬ
ВОЗВРАЩЕНА НЕ ПОЗЖЕ
УКАЗАННОГО ЗДЕСЬ СРОКА
Копия, пред. выдан

Ученый секретарь совета Д 505.001.02

к.э.н., доцент

Е. Е. Смирнова

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования

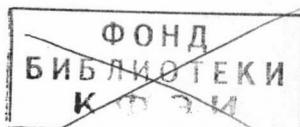
Распространение финансовых инноваций в системе корпоративного управления связано со стремительным развитием рынков корпоративного контроля и деривативов, созданием налоговых стимулов для их внедрения. Указанные рынки характеризуются не только ростом количественных параметров (например, многократное превышение совокупной номинальной стоимости производных финансовых инструментов над величиной мирового валового внутреннего продукта), но и модификацией качественных характеристик (усложнение внутренней структуры финансовых инструментов, интенсификация денежных потоков, обновление применяемых технологий).

Вместе с тем происходит усиление финансовых рисков, нарастание внутрифирменных конфликтов интересов и снижение мотивации сотрудников. Новый виток развития финансовых рынков связан с внедрением инноваций, направленных на урегулирование конфликтов интересов, снижение транзакционных издержек, более активное вовлечение персонала в формирование собственности, владение финансовыми активами корпораций.

Крупнейшие российские компании, обладающие публичным статусом, начинают применять финансовые инновации в целях построения эффективной системы мотивации всех заинтересованных сторон, организации структурного финансирования и противодействия недружественным поглощениям.

Использование финансовых инструментов для урегулирования конфликтов интересов придает большую устойчивость фондовому рынку и корпоративным финансам, повышает эффективность операционной деятельности компаний и их капитализацию, обеспечивает диверсификацию структуры собственности и усиливает инновационную составляющую экономического роста страны.

Действующая практика корпоративного управления характеризуется применением традиционных финансовых инструментов (денежное вознаграждение, социальное и пенсионное обеспечение, дивидендная политика и размещение акций), а также инструментов институционального подхода к урегулированию конфликтов интересов (распределение полномочий, раскрытие информации, организация отношений с инвесторами, создание систем внутреннего контроля, и др.). Вместе с тем, указанные механизмы обладают ограниченной эффективностью, поскольку не позволяют связать экономические интересы собственников бизнеса и персонала. В этой связи возникает потребность в использовании новых инструментов корпоративного управления – финансовых инноваций.



Указанные факты обуславливают потребность в исследовании теоретических проблем финансовых инноваций, применяемых в системе корпоративного управления для урегулирования конфликтов интересов.

Степень разработанности проблемы

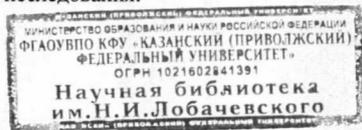
Общим проблемам применения финансовых инноваций и производных финансовых инструментов посвящены работы российских и зарубежных ученых, включая В.К. Бансала, С. Вайна, З.А. Лебедевой, А. Б. Фельдмана, Дж. Финнерти, Дж. Халла. Разработкой вопросов функционирования системы корпоративного управления, включая теорию транзакционных издержек и концепции конфликтов интересов, занимались такие ученые, как В. Г. Антонов, Р. Коуз, Ф. Лиис, Б. З. Мильнер, Я. М. Миркин, Д. Норт, А. Д. Радыгин, О. Уильямсон и Р. М. Энтов.

Различные аспекты применения финансовых инноваций в сфере мотивации сотрудников рассматриваются в работах Дж. Блази, П. Гохана, Дж. А. Грабеля, Дж. К. Джекверта, И. Диттмана, Д. Круза, В. Н. Кука, Т. МакКоя, Э. Мауга, Дж. Т. Милковича, Р. Морроу, Дж. М. Ньюмана, А. Подольске, Е. Статтлера, К. Розена и Дж. Е. Ходдера.

Однако анализ работ отмеченных выше экономистов показал, что большинство авторов рассматривают либо общие характеристики финансовых инноваций, либо отдельные прикладные вопросы, касающиеся моделирования рисков, оценки стоимости деривативов либо эффективности применяемых инновационных инструментов. Отсутствуют теоретические работы, определяющие специфику финансовых инноваций в системе корпоративного управления, равно как и системный взгляд на их роль и место в финансовом инструментарии корпоративного управления по урегулированию конфликтов интересов. Проблемы комплексного и детализированного изучения параметров, видов и характеристик финансовых инноваций не разработаны ни в российской, ни в зарубежной практике.

Отсутствие проработанных теоретических представлений о механизмах создания и использования финансовых инноваций в системе корпоративного управления препятствует формированию методических документов, которые бы способствовали их практическому применению российскими компаниями. Фрагментарные сведения о российской практике применения финансовых инноваций не позволяют выделить ограничения, препятствующие их широкому распространению, и затрудняют разработку прогнозов финансового инжиниринга в системе корпоративного управления отечественных компаний.

Таким образом, степень разработанности данной области является недостаточной как в России, так и за рубежом, что обуславливает актуальность исследования.



Цель и задачи исследования

Цель работы заключается в разработке механизма создания и использования финансовых инноваций в системе корпоративного управления, основанных на применении инструментов рынка ценных бумаг и срочного рынка.

Для достижения указанной цели поставлены следующие **задачи**:

- определить природу и место финансовых инноваций среди инструментов корпоративного управления;
- провести классификацию и дать характеристику финансовых инноваций в системе корпоративного управления;
- выявить возможности применения различных конструкций финансовых инноваций российскими компаниями на основе анализа мирового опыта корпоративного управления;
- дать характеристику состояния российской практики финансовых инноваций в системе корпоративного управления, выявить организационно-экономические барьеры, ограничивающие их использование, и предложить решения по их устранению;
- разработать прогноз применения финансового инжиниринга в системе корпоративного управления российских компаний, основанный на сценарном анализе участия государства в инновационных процессах;
- разработать методiku создания финансовых инноваций для крупных публичных компаний в целях диверсификации собственности и снижения транзакционных издержек.

Объект исследования – финансовые инновации, применяемые компаниями для урегулирования внутрикорпоративных конфликтов интересов.

Предмет исследования – механизм создания и использования финансовых инноваций в системе корпоративного управления, основанных на применении инструментов рынка ценных бумаг и срочного рынка.

Методологические и теоретические основы исследования

Методологической основой диссертации является системный анализ, позволяющий обеспечить целостность исследования. В работе использовались основные методы научного познания: методы эмпирического уровня - наблюдение и сравнение; методы анализа и синтеза, дедукции и индукции.

Диссертационная работа (в своей практической и методической части) ограничивается исследованием финансовых инноваций в системе корпоративного управления, относящихся к сфере мотивации персонала, оставляя за рамками анализа инструменты, направленные на предотвращение недружественных поглощений, гибридные ценные бумаги и иные финансовые инструменты, не связанные с мотивацией.

В процессе исследования использовались нормативные акты, рекомендательные документы международных организаций, зарубежные исследования в области корпоративного управления и финансовых инноваций, российские аналитические разработки в сфере управления организацией и отчеты компаний, составленные в соответствии с российскими и зарубежными стандартами (принципами) учета и финансовой отчетности. Помимо этого, проанализированы отчеты эмитентов, раскрываемые в соответствии с требованиями ФСФР России и Комиссии по ценным бумагам и биржам США, статистические данные зарубежных научно-исследовательских центров, государственных ведомств и международных организаций.

Исследование выполнено в рамках п. 4.1 «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов» Паспорта специальностей ВАК (экономические науки) по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

Научная новизна исследования заключается в развитии теоретического представления о финансовых инновациях в системе корпоративного управления: определении специфики используемых инновационных финансовых инструментов и разработке на этой основе среднесрочного прогноза развития финансового инжиниринга, а также методики создания корпоративных опционных программ.

Новыми являются следующие положения исследования:

– определена природа финансовых инноваций как инструментов срочного рынка, направленных на урегулирование конфликтов интересов, разработана их классификация в зависимости от профиля решаемых задач (сохранение структуры акционерного капитала, повышение мотивации сотрудников, привлечение финансирования и др.).

– показано, что финансовые инновации в системе корпоративного управления обладают наибольшей эффективностью по сравнению с традиционными инструментами урегулирования конфликтов интересов в силу особенностей развития российского рынка ценных бумаг как формирующегося: высококонцентрированной структуры собственности на активы, дефицита традиций корпоративной культуры и др.

– дана расширенная классификация финансовых инноваций в сфере мотивации персонала в разрезе используемых финансовых инструментов, организационных составляющих, особенностей налогообложения, стоимостных объемов, сроков реализации и др.;

– проведена адаптация форм и механизмов финансовых инноваций, широко применяемых в странах с развитыми рынками ценных бумаг (опционные планы, фантомные акции, права на прирост стоимости акций, бонусы акциями с ограничениями и без них и др.), к российским условиям путем выявления организационно-экономических возможностей их внедрения;

- предложены критерии классификации российских предприятий, применяющих финансовые инновации для мотивации сотрудников (доля акционерного капитала, используемого для реализации, срок действия программ, ценовые условия и др.), на основе которых выделены следующие группы компаний: инициаторы финансовых инноваций, активные участники инновационных процессов, последователи международной практики и современные новаторы, - и дана структурная характеристика разработанных ими программ;

- выявлены организационно-экономические барьеры в российской практике опционных программ, связанные с применением конструкций опциона эмитента и финансового инструмента срочной сделки, и предложены решения по их преодолению через заключение сделок купли-продажи акций;

- разработана методика формирования опционных программ для крупных публичных компаний, учитывающая взаимную зависимость значений отдельных параметров финансовых инноваций и позволяющая компании разработать программу мотивации в соответствии с конкретными условиями бизнес-ситуации;

- разработан среднесрочный прогноз применения финансового инжиниринга в системе корпоративного управления российских компаний, учитывающий международные тенденции в развитии финансовых инноваций и специфику российских условий и базирующийся на двух сценариях («активное участие государства как собственника и финансового регулятора» и «инерционное развитие с сохранением существующих практик»).

Теоретическая значимость исследования заключается в том, что основные идеи и выводы диссертации можно использовать при дальнейшем развитии содержания финансового инструментария системы корпоративного управления. В частности, интерес представляют новый взгляд на природу финансовых инноваций как инструментов срочного рынка, направленных на урегулирование конфликтов интересов, и классификации инновационных финансовых инструментов (общая - по профилю решаемых задач и детализированная - в сфере мотивации персонала).

Практическая значимость исследования заключается в том, что выводы, положения и практические рекомендации, содержащиеся в диссертационной работе, ориентированы на широкий круг российских компаний, использующих инструменты корпоративного управления для повышения операционной эффективности и капитализации бизнеса.

Прогноз развития финансового инжиниринга в системе корпоративного управления российских компаний может являться основой для разработки управленческих решений финансовыми регуляторами и саморегулируемыми организациями. Методика создания корпоративных опционных программ может использоваться эмитентами акций, а также консуль-

тационными компаниями в процессе конструирования финансовых инноваций данного вида в российской практике.

Результаты диссертации могут быть использованы в системе высшего и дополнительного профессионального образования при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Финансовый инжиниринг», «Институты финансовых рынков», «Производные финансовые инструменты» и «Рынки корпоративного контроля».

Апробация результатов исследования

Работа выполнена в рамках научно-исследовательских работ Финакадемии, проводимых в соответствии с комплексной темой «Пути развития финансово-экономического сектора России».

Ее результаты используются в учебном процессе при преподавании дисциплины «Рынки корпоративного контроля» на кафедре «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг» Финакадемии.

Материалы диссертации в части характеристики российского и зарубежного опыта применения финансовых инноваций были использованы ОАО «Инвестиционная компания «Еврофинансы» для создания новых продуктов в области финансового и управленческого консультирования, а также при разработке финансовых инноваций в системе корпоративного управления в части мотивации менеджеров по заказу ряда крупных российских компаний.

Материалы диссертации в части организационно-методического обеспечения создания мотивационных планов на основе акций были использованы в процессе конструирования опционной программы ОАО «Аэрофлот – российские авиалинии» - при определении ценовых и неценовых условий участия в программе и разработке временной структуры опционных соглашений и механизма реализации программы.

Отдельные аспекты исследования были доложены на Третьем международном аспирантском семинаре «Актуальные проблемы развития финансовых рынков» в Высшей экономической школе Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов (Санкт-Петербург, октябрь 2006 г.), а также на заседании Круглого стола «Российский финансовый рынок: проблемы повышения его конкурентоспособности и роли в инновационном развитии экономики» в Финакадемии (Москва, февраль 2008 г.).

Публикации

Основные результаты диссертации отражены в четырех работах общим объемом 1,4 п.л. (весь объем - авторский), из которых одна работа опубликована в издании, входящем в перечень ВАК Минобрнауки России (объем - 0,3 п.л.).

Структура исследования

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и приложений.

Название главы	Название параграфа	Количество	
		таблиц, схем, рисунков	приложений
Введение			
Глава I Теоретические аспекты финансовых инноваций в системе корпоративного управления	1.1 Финансовые инновации как инструмент урегулирования конфликтов интересов	8	2
	1.2 Виды финансовых инноваций в системе корпоративного управления, используемых в операционной деятельности компании	4	
Глава II Практика применения финансовых инноваций в системе корпоративного управления	2.1 Финансовые инновации в зарубежной практике	15	2
	2.2 Анализ российского опыта финансовых инноваций в системе корпоративного управления	2	1
Глава III Финансовые инструменты в системе корпоративного управления	3.1 Финансовый инжиниринг в системе корпоративного управления российских компаний: прогноз развития		
	3.2 Методика создания опционной программы для крупной публичной компании	6	1
Заключение			
Библиография			
ИТОГО		35	6

2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Результаты, полученные в ходе написания работы, можно объединить в три основные группы проблем.

Исследование первой группы проблем, связанных с теоретическими аспектами финансовых инноваций в системе корпоративного управления, позволило получить следующие результаты.

Анализ различных определений понятия «финансовые инновации» позволил прийти к выводу, что наиболее полный подход основан на критериях инновационности, разработанных для финансовых продуктов на рынке облигаций¹. В результате адаптации указанных

¹ Воробьева, З.А. Финансовый инжиниринг на рынке корпоративных облигаций: дис. ... канд. экон. наук. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2004. – С. 16

критериев к внутрикорпоративной специфике показано, что финансовый инструмент признается инновацией, если для него выполняется хотя бы одно из следующих условий:

- финансовый инструмент, представляя собой результат воплощения новой идеи, до этого не использовался ни в мировой, ни в отечественной практике (например, первая привилегированная конвертируемая акция);
- финансовый инструмент, успешно применяющийся в зарубежной практике, копируется в отечественную систему корпоративного управления (например, гибридная ценная бумага, являющаяся комбинацией серии срочных сделок, формы которых адаптированы к национальным условиям);
- какой-либо из параметров финансового инструмента, уже используемого в национальной практике, модифицируется впервые применяемым способом (например, соединение инструментов сбережения и инвестирования в программах мотивации менеджеров).

Анализ имеющихся определений понятия «корпоративное управление» выявил неполноту и неточность дефиниций различных авторов. В целях раскрытия взаимосвязи между финансовыми инновациями и корпоративным управлением было предложено определение системы корпоративного управления как совокупности субъектов управления (акционеров, менеджеров и персонала акционерного общества), внутрикорпоративных взаимоотношений, применяемых инструментов и механизмов, обеспечивающей получение максимального эффекта от деятельности бизнеса и урегулирование конфликтов интересов.

Представленное определение акцентирует внимание на урегулировании конфликтов интересов, под которыми понимаются противоречия между имущественными и иными интересами акционеров и персонала акционерного общества, в результате которого действия (бездействие) персонала причиняют убытки и/или влекут иные неблагоприятные последствия для акционеров.

В целях выявления особенностей конфликтов интересов, присущих различным субъектам корпоративного управления разработана и представлена классификация корпоративных интересов:

– *Интересы акционеров.* В диссертации показано, что независимо от размера принадлежащего пакета интересы акционеров заключаются в повышении капитализации инвестиций, что реализуется в росте рыночной стоимости акций и получении текущих доходов – дивидендных выплат.

– *Интересы членов высших органов управления* (директоров и менеджеров). Предполагается, что основным мотивом является получение вознаграждения в размере, адекватном затраченному труду. Если они не являются акционерами общества, то стимул к увеличению

капитализации компании отсутствует. В исследовании показано, что традиционная система денежного вознаграждения не гарантирует возмещения затраченных ресурсов и создает предпосылки к максимизации личных выгод за счет действий, наносящих ущерб акционерному обществу и акционерам.

– *Интересы руководителей подразделений.* В исследовании сформулировано, что интересом данной группы субъектов корпоративного управления является получение вознаграждения, зафиксированного в трудовом договоре, в условиях наличия информации, ограниченной рамками отдельного подразделения. Не являясь акционерами, руководители сосредоточены на выполнении конкретных бизнес-задач и не испытывают интереса к росту капитализации. Неудовлетворенность существующими условиями труда, сопровождающаяся несовершенством внутрикорпоративных процедур, создает предпосылки к реализации конфликтов интересов.

– *Интересы прочего персонала* реализуются через получение вознаграждения, зафиксированного в трудовом договоре, при отсутствии корпоративной информации, а следовательно, возможностей неосновательного обогащения. Действия сотрудников, не являющихся ключевыми для компании и не удовлетворенных действующими условиями, являются источниками для возникновения конфликтов интересов даже при получении дополнительных выгод.

В работе выдвинуто предположение о том, что интересы рассматриваемых групп вступают в конфликт в случае значительного расхождения между фактическим и ожидаемым уровнем вознаграждения либо невыполнения задач, поставленных собственниками, в результате этого наносится ущерб акционерам. Например, менеджеры компании в целях максимизации личных выгод способны занижать финансовые результаты бизнеса, отражая в финансовой отчетности убытки либо искусственно разделяя или скрывая денежные потоки.

В целях разработки комплексного теоретического представления о финансовых инновациях в диссертационном исследовании показано, что, являясь разновидностью внутрикорпоративных инструментов урегулирования конфликтов интересов, они занимают центральное место в общей системе подходов, используемых в этой области (классификация - см. Рис. 1).

Предложен новый взгляд на **сущность финансовых инноваций** в системе корпоративного управления. Представляя собой срочные контракты, финансовый результат по которым определяется в будущем в зависимости от рыночных условий, финансовые инновации имеют двойственную природу: с одной стороны, они направлены на решение конкретных задач собственников бизнеса, объединенных общей целью – ростом капитализации, а с другой – на максимизацию потоков для их владельцев.



Рис. 1. Место финансовых инноваций в системе подходов к урегулированию внутри-корпоративных конфликтов интересов

Из данного определения следует, что финансовые инновации могут иметь различную целевую структуру и различаться в зависимости от области урегулирования конфликтов интересов. Данный принцип положен в основу разработанной классификация финансовых инноваций в системе корпоративного управления, ее результаты представлены ниже (Таблица 1).

В диссертации особое внимание уделено одному из наиболее ярких видов финансовых инноваций в сфере мотивации сотрудников - опционным программам. В результате исследования сформулирован ряд характеристик, отличающих их от классического опционного контракта. Так, опцион в системе корпоративного управления является срочным необращаемым инструментом, решающим задачи повышения капитализации бизнеса и роста операционной эффективности и адаптированным только к внутрикорпоративному применению с базисным активом в виде акций отдельной компании и различными неценовыми условиями исполнения.

В диссертации в дополнение к финансовым инновациям рассматриваются другие инструменты корпоративного управления, которые традиционно используются в целях урегулирования конфликтов интересов и различаются в зависимости от применяемых подходов.

Предполагается, что традиционный финансовый подход апеллирует к финансовым мотивам и стимулам. Используемые инструменты предусматривают четкое определение ве-

личины финансового результата (в сфере финансовой мотивации – различные формы денежного вознаграждения, социального и пенсионного обеспечения; в сфере управления капиталом – дивидендная политика, публичное размещение или выкуп акций).

Таблица 1. Целевая структура финансовых инноваций в системе корпоративного управления как инструментов срочного рынка

Наименование инновации	Цель применения «срочной» сделки, основанной на росте стоимости акций
<i>Инновации в операционной деятельности компании</i>	
– программы мотивации с привязкой к стоимости акций (за исключением чистых бонусов акциями)	повышение операционной эффективности и мотивации сотрудников
– гибридные ценные бумаги	привлечение инвесторов
– дополнительные классы акций, привязанные к дивидендной доходности	повышение эффективности деятельности отдельных подразделений
– обыкновенные акции с опционом пут	кратковременное участие в деятельности компании
– субординированный долг	привлечение дешевого финансирования
– преимущественные права акционеров на покупку акций при эмиссии	сохранение структуры акционерного капитала
<i>Инновации в сфере реструктурирования</i>	
– инструменты для предотвращения недружественного поглощения	обеспечение защиты акционерного капитала

В рамках институционального подхода осуществляется построение «неформальных институтов» в системе корпоративного управления. К ним в диссертации отнесены инструменты целевой функции бизнеса, определяющие общую конфигурацию бизнеса (бизнес-модель, стиль управления и др.); административные инструменты, направленные на формализацию внутрифирменных коммуникаций, инструменты раскрытия информации, используемые для устранения информационных асимметрий; инструменты цикла жизни, позволяющие проводить оценку эффективности действующей системы корпоративного управления (поглощение другой компании, банкротство, ликвидация).

Применение социально-психологического подхода направлено на создание необходимых условий для удовлетворения социальных потребностей персонала. В качестве инструментов используются создание командного духа, творческой атмосферы; возможность поддержания социальных контактов, продвижения по службе; обеспечение взаимной лояльности компании и сотрудника и др.

На основе предложенной классификации инструментов корпоративного управления и анализа специфики развития российской экономики сделан **вывод об ограниченной эффективности** обособленного применения инструментов, присущих отдельным подходам. В частности, традиционные финансовые инструменты обладают низким мотивационным эффектом, поскольку не позволяют связать интересы собственников бизнеса и наемных сотрудников. Построение системы институтов корпоративного управления затруднено в условиях концентрированной структуры собственности российских компаний и непрозрачных методов ведения бизнеса. Применение инструментов социально-психологического подхода ограничено из-за дефицита традиций, связанных с корпоративной культурой, присущего российскому финансовому рынку как развивающемуся.



Рис. 2. Классификация финансовых инноваций в системе корпоративного управления на примере программ мотивации

С учетом принятой в диссертации методологии более детальный анализ проведен в отношении мотивационных программ на основе акций. Его результатом стала впервые разработанная **классификация финансовых инноваций** в разрезе используемых финансовых инструментов, категорий участников, организационных составляющих, режима налогообложения, стоимостных объемов, сроков реализации, степени риска и др. (см. Рис. 2 - Рис. 3).

Это позволило сформировать целостное представление о финансовых инновациях в системе корпоративного управления.



Рис. 3. Классификация финансовых инноваций в системе корпоративного управления на примере программ мотивации по финансовым инструментам

Исследование **второй группы проблем**, связанных с практикой применения финансовых инноваций в системе корпоративного управления, проводилось по следующим направлениям.

На основе оценки масштабов применения программ мотивации зарубежными компаниями (на примере США и Великобритании) сформулирован вывод об устойчивом росте количества программ и числа участвующего в них персонала с незначительным замедлением темпов прироста по отдельным видам (прежде всего, краткосрочным). Так, в США по состоянию на июль 2006 г. общее количество опционных программ и долгосрочных программ стимулирования персонала на основе акций составляет около 20 тысяч. В наиболее популярном плане – по наделению сотрудников собственностью на акции, ESOP – участвуют около 10 млн. человек, а совокупная стоимость акций, используемых для реализации программ мотивации, регулируемых законодательством, приближается к 900 млрд. долл. США².

Анализ применения организационно-экономических конструкций по выборке из около десяти зарубежных корпораций (IBM, Microsoft, Intel Corporation, Citigroup, Ford Motor Company, General Electric, General Motors, HSBC Holding, Royal Dutch Shell) позволил дать следующую характеристику используемых финансовых инноваций в сфере мотивации:

² По данным Национального центра по владению акцией сотрудниками компаний США (National Center for Employee Ownership) // www.nceo.org

1) Определено, что доля акций, используемых для реализации программ мотивации, составляет в среднем до 10%, хотя существуют примеры выделения и значительно большего объема акций – около 25% (IBM, Microsoft).

2) Предложена следующая конфигурация опционных программ: в основе программ – необращающийся опцион, право на исполнение которого участник получает в прямолинейной пропорции в течение 3-4 лет (ступенчатое исполнение опционов). Как правило, ценой исполнения опционов является рыночная цена акции на день заключения опционного соглашения, другие варианты: цена с 10-процентной надбавкой (IBM) или дисконтом (Royal Dutch Shell). Общий срок действия опционов варьируется от 6 до 10 лет. Участниками опционных планов являются ключевые менеджеры (сотрудники), однако встречаются программы с широким охватом участия (более 90% сотрудников в компании Intel Corporation).

3) Выделены особенности программ выдачи акций с ограничениями, которые, являясь широко распространенной практикой (за исключением General Motors и HSBC Holding), предусматривают, что в течение 2-5 лет участники полностью вступают в права владениями акциями в соответствии со ступенчатым механизмом с равными долями; неравномерное исполнение в течение 3-10 лет принято в General Electric. Премирование отложенными акциями используется лишь в отдельных компаниях (Citigroup и Royal Dutch Shell) и предполагает, что часть денежного вознаграждения менеджер может отложить в акции и получить через определенный период (до трех лет).

4) В качестве отличительной черты программ премирования акциями с привязкой к бизнес-показателям выделен оценочный период (3-5 лет), по прошествии которого плановые значения таргетируемых индикаторов сравниваются с фактическими и принимается решение о запуске программы. К показателям можно отнести: средний рост прибыли на акцию (Intel Corporation), средний рост выручки (General Electric, Intel Corporation), средний рост рентабельности капитала (General Electric), рост накопленного денежного потока (General Electric), эффективность вложения в акции компании с учетом реинвестирования дивидендов по сравнению с ростом индексов или основными конкурентами (Royal Dutch Shell).

5) Применение долгосрочных планов наделяния сотрудников собственностью на акции реализуется наиболее крупными корпорациями (IBM, Microsoft, Royal Dutch Shell) в полном соответствии с регулятивными требованиями США и Великобритании.

Результаты проведенного анализа позволили **адаптировать финансовые инновации**, распространенные в зарубежной практике мотивации сотрудников, к российским условиям:

– Классические опционные планы могут быть оформлены соглашениями о предоставлении права на покупку (продажу) акций в будущем; в случае использования сберегательных механизмов к серии сделок добавляется договор вклада с кредитной организацией.

– Программы премирования акциями могут применяться через заключение договоров дарения акций с ограничениями и иными условиями либо без них. Планы премирования денежным эквивалентом прироста стоимости акций (в том числе фантомные акции) реализуются посредством включения в трудовые соглашения дополнительных пунктов, касающихся порядка определения вознаграждения в денежной форме, привязанного к стоимости акций и иным доходам.

– Долгосрочные программы наделения персонала собственностью на акции могут применяться через механизмы доверительного управления (паевой инвестиционный фонд, управляющая организация и др.), однако из-за отсутствия налоговых стимулов, потенциал их распространения в ближайшей перспективе крайне ограничен.

Исследование российской практики позволило выделить **организационно-экономические барьеры**, сдерживающие широкое использование финансовых инноваций на примере опционных программ и реализующиеся через ограниченность существующих финансовых инструментов:

– выпуск эмиссионной ценной бумаги - опциона эмитента – крайне жесткий инструмент, не позволяющий обеспечить реализацию опционной программы, из-за процедурных сложностей (государственная регистрация эмиссионных документов, раскрытие информации и др.), структурных противоречий (необходимость конструирования выпуска под каждую группу с разными условиями) и искусственных ограничений (например, не более 5% акционерного капитала) – в практике не используется;

– операции с финансовым инструментом срочных сделок – жесткий инструмент, несущий в себе налоговые риски. Неблагоприятные налоговые последствия могут возникнуть из-за невозможности включать убытки по сделкам в общую налоговую базу, возвращать предоплату, а также из-за отсутствия единого мнения у налоговых органов по необходимости переоценки активов, поэтому в налоговой практике операции используются крайне редко.

Для **преодоления указанных барьеров** предложены варианты оформления опционных соглашений между компанией и сотрудником на основе следующих инструментов:

– заключение сделок под отлагательным условием – гибкий инструмент, который может использоваться при реализации опционных программ, привязанных к значениям финансовых и/или производственных показателей, но еще не получил широкого распространения;

– заключение сделок с отсрочкой исполнения и платежа – наиболее гибкий инструмент, который используется при реализации опционных программ большинства российских компаний (недостаток - невозможность привязки к качественным показателям), однако возникают значительные расходы по уплате налога на прибыль организаций с разницы между ценой исполнения опционов и действующей рыночной ценой на акции.

В результате изучения практики конструирования программ мотивации российскими компаниями по различным параметрам в диссертации предлагается выделить следующие **группы новаторов** и дать структурную **характеристику** разработанных ими программ:

1. Инициаторы финансовых инноваций (ОАО «Нефтяная компания «ЮКОС» - по данным за 1998-2002 гг., ОАО «ВымпелКом» и ОАО «Мобильные ТелеСистемы»): используют невысокую долю акций (не более 1,3%, за исключением плана НК «ЮКОС» - 4%) на реализацию разных видов программ мотивации (бонус акциями, премирование фантомными акциями, опционные планы) с дифференцированными условиями для различных категорий участников. Опционные программы разработаны с фиксацией цены исполнения на уровне рыночной со сроком не более 3 лет, за исключением плана НК «ЮКОС» (10 лет).

2. Активные участники инновационных процессов (ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Объединенные машиностроительные заводы», ОАО «ЭКЗ «Лебедянский» и РАО «ЕЭС России»): ориентированы на применение исключительно опционных программ с сохранением невысокой доли выделяемых акций (не более 1,3%, за исключением плана ОАО «ОМЗ» - 6%), повышением срока действия до 4 лет и с фиксацией цены исполнения на уровне рыночной цены (ОАО «ЛУКОЙЛ», РАО «ЕЭС России»), выше (ОАО «ОМЗ») или ниже (ЭКЗ «Лебедянский») нее.

3. Последователи международной практики (Группа «Амтел-Фредештайн» и Группа X5): выделяют значительную долю акционерного капитала (более 4%) на реализацию программ премирования правами на прирост стоимости акций и опционных планов. Программа прав на прирост стоимости акций имеет срок действия до 5 лет и привязана к бизнес-показателям («Амтел-Фредештайн»). Опционные планы реализованы со сроками 3-5 лет с фиксацией цены исполнения при размещении дополнительного выпуска акций либо на уровне номинальной стоимости. В опционной программе Группы X5 выделение опционов привязано к достижению целевых показателей деятельности бизнеса.

4. Современные новаторы (АБ Газпромбанк): используют инструменты, адаптированные к конкретным условиям бизнеса – из-за отсутствия рыночных котировок в основе программ – опцион пут. На опционную программу выделено 5% процентов акций, срок действия – 3 года, цена исполнения зафиксирована ниже стоимости, определенной независимым оценщиком.

Третья группа проблем – разработка прогноза финансового инжиниринга в системе корпоративного управления и методики создания опционных программ. В этом направлении получены следующие результаты.

Сопоставимость финансовых инноваций в системе корпоративного управления, появляющихся в российской практике, с современными тенденциями на развитых рынках ценных бумаг (на примере США и Великобритании) послужила основой для впервые разработанного **среднесрочного прогноза** развития финансового инжиниринга в данной сфере для российских компаний.

Основными положениями в части оценки перспектив финансового инжиниринга в системе корпоративного управления являются следующие.

- Предложены два базовых сценария, которые определяют значения ключевых индикаторов финансового инжиниринга: сохранение существующих тенденций без вмешательства государства; активное участие государства как крупного собственника и регулятора в инициировании финансовых инноваций.

- Предполагается, что в случае реализации первого сценария состав компаний, использующих финансовые инновации, будет расширяться за счет постепенного роста капитализации, проведения новых публичных эмиссий, повышения прозрачности компаний и усиления роли рыночных механизмов в повышении эффективности бизнеса. Среди крупных компаний опционные программы сохраняют наибольшую популярность по отношению к другим программам мотивации; для этих целей будет выделяться в среднем около 1,5-2% уставного капитала. Срок действия опционов не превысит 3-4 лет (это обусловлено высокими показателями волатильности российского фондового рынка). При выборе механизмов реализации компании с публичным статусом и ликвидным рынком акций будут использовать откуп акций на рынке ценных бумаг, а молодые компании – резервировать акции при публичном размещении.

- При реализации второго сценария планируется, что государство в целях диверсификации структуры собственности компаний, в которых оно располагает различными пакетами участия, а также за счет издания различных рекомендательных документов сможет расширить и разнообразить применение программ мотивации менеджмента и персонала на основе акций. Следствием принятия указанной позиции может стать:

- активное внедрение не столько опционных планов, сколько долгосрочных программ наделения акциями сотрудников компании и, как следствие, сдвиг сроков мотивационных программ до 10 лет;
- ориентация мотивационных программ на широкий круг участников, включая сотрудников, не относящихся к руководящему звену;
- увеличение количества акций, выделяемых на реализацию программ мотивации, до 15-20 и более процентов от общего числа акций за счет использования части пакетов акций, находящихся в государственной собственности.

– Сформирован тезис о том, что вне зависимости от реализуемого сценария цена исполнения опционов сохранит привязку к рыночной стоимости акций (рассчитываемой как средняя за определенный период, предшествующий дате фиксации стоимости акций) без надбавок или скидок. Надбавки к рыночной цене могут появляться в программах компаний, имеющих опыт в применении опционных программ, однако из-за сохранения высоких рисков неисполнения опционов данная практика будет крайне ограничена.

– Отмечено, что в условиях роста популярности оплаты по эффективности³ среди российских компаний при конструировании опционных программ будет расширена практика привязки получения опциона к достижению значений бизнес-показателей, которыми могут являться как общие, так и индивидуальные производственные или финансовые индикаторы.

– Дополнительным стимулом развития программ мотивации на основе акций могут стать налоговые льготы, предусмотренные среди законодательных инициатив на 2008-2010 гг. Федеральной службы по финансовым рынкам РФ и касающиеся снижения налоговых ставок по доходам от операций с ценными бумагами. В качестве стимула может быть установлен период держания акций, полученных по опциону, доход от продажи которых не подлежит налогообложению. Это будет способствовать диверсификации структуры собственности российских компаний и появлению класса рыночных владельцев финансовых активов, что в итоге приведет к росту капитализации и повышению устойчивости отечественного финансового рынка.

Результаты работ, проведенных на предыдущих этапах исследования, были использованы при разработке **методики создания финансовых инноваций на примере опционных программ** для крупной публичной компании.

В исследовании сформулировано предположение о том, что решения финансового инженера в процессе создания опционных программ для крупных публичных компаний, направленные на учет конкретной бизнес-ситуации, определяются следующей последовательностью действий:

- анализ возможности использования акций компании для построения системы мотивации сотрудников, определение совокупного объема программы и структуры категорий участников;
- формирование ценовых и неценовых параметров, фиксация временной структуры;

³ Под эффективностью понимается соотнесение результатов выполняемой работы поставленным корпоративным целям и задачам, которые могут быть формализованы с помощью операционных, финансовых и иных индикаторов

- разработка организационного механизма реализации опционной программы, включая определение источников, методов организации и формата администрирования.

По итогам исследовательской работы представлена следующая методика разработки параметров опционной программы, учитывающая взаимную зависимость значений отдельных параметров финансовых инноваций.

При определении объема программы предпочтительно анализировать рыночную стоимость акций, выделяемых для реализации опционных планов компаний-аналогов, целевой ориентир - 50-100 млн. долларов США с расчетной численностью участников 50 человек, что обусловлено большим разбросом капитализации российских компаний. Корректирующий индикатор – долю акционерного капитала, используемого в опционной программе – целесообразно зафиксировать на уровне 3-5%.

В процессе разработки структуры опционной программы по категориям участников следует рассматривать исключительно штатных сотрудников компании (для неисполнительных членов совета директоров целесообразно использовать денежные формы мотивации). Структура программы компании с разветвленной структурой управления, включающей менеджеров высшего, среднего и низового уровня с разбивкой по структурным и бизнес-подразделениям, формируется по принципу: наибольшее число акций концентрируется на высшем уровне и постепенно снижается по уровням в соответствии со статусом.

Структура опционной программы позволяет варьировать мотивацию менеджеров различных уровней в соответствии с бизнес-ситуацией и целями собственников. Так, можно исключить из состава участников членов правления, не являющихся акционерами, и увеличить долю участия менеджеров низового уровня, если акционеры ориентированы на диверсификацию собственности, или ее снизить, если опционная программа рассматривается как пробный инструмент мотивации. Доли совокупного объема программы в расчете на одного участника могут существенно различаться, при этом важно, чтобы разрыв между наиболее и наименее оплачиваемыми сотрудниками не превышал 10 раз.

При установлении ценовых условий предложена фиксация цены исполнения опциона единой для всех уровней участия не ниже рыночной стоимости акции на дату утверждения программы. В условиях высокой волатильности фондового рынка инструментом устранения ценовых «шумов» является усредненная величина, рассчитанная за трехмесячный период, предшествующий дате утверждения программы. Для наиболее опытных компаний в сфере финансовых инноваций возможно установление цены исполнения опциона с надбавкой, учитывающей естественный прирост стоимости акций, а также премии, по сути являющейся

предоплатой (не более 5% от стоимости акций по опциону), что обеспечит стимулирование менеджеров к достижению более высоких показателей.

При разработке временной структуры исходным параметром является общий срок действия; исходя из действующей практики целевой ориентир - 4 года, по мере улучшения рыночной конъюнктуры возможно удлинение срока до 10 лет. В диссертации сформулирован принцип деления срока действия опциона на 3 отрезка:

- 1) исполнение опциона невозможно (мораторий на исполнение) – создает минимальные условия для долгосрочного держания акций, рекомендуемая продолжительность – не менее 1 года или 20-30% от общего срока программы (при увеличении моратория мотивационный эффект снижается из-за усиления финансовых рисков);
- 2) исполнение опциона возможно лишь в определенной пропорции – создает условия для углубления мотивации участников за счет деления на промежутки времени, при наступлении которых участник может исполнить часть опциона; на данный период следует отводить не менее 50-60% от общего срока, поскольку в течение него реализуется основная часть мотивационного эффекта программы;
- 3) исполнение опциона возможно в полном объеме – заключительный период, рекомендуемая продолжительность – не менее 1 года или 20-30% от общей срока программы, что обусловлено необходимостью предоставления участнику свободы выбора момента для исполнения опциона, если он не реализовал свое право на предыдущих этапах.

При установлении неценовых условий рекомендуется исходить из того, что для присоединения к опционной программе сотрудник должен проработать в компании не менее одного года, при этом данное требование может не применяться к участникам самого высокого уровня. Кроме того, для стимулирования роста операционной эффективности персонала целесообразно использовать неформальные критерии - выполнение бизнес-плана и оценку начальником профессиональных качеств сотрудника.

Компаниям, обладающим значительным опытом по организации опционных программ, предлагается вводить дополнительное ограничение на исполнение опциона - качественный анализ вклада работника в корпоративный рост через оценку общих и индивидуальных производственных и финансовых показателей.

Опционная программа может создавать дополнительный эффект в виде защиты компании от недружественного поглощения. Поэтому при построении программы можно преду-

смотреть возможность досрочного исполнения опционов в случае существенных изменений в структуре собственности компании, например, при смене контролирующего акционера.

Показано, что при разработке конфигурации опционных планов особое внимание следует уделить формату исполнения опционов при увольнении участников: отсутствие права исполнения в случае увольнения из-за несоответствия работника занимаемой должности и возможность исполнения пропорционально количеству дней, отработанных с даты заключения опционного соглашения, если трудовой договор расторгнут по собственному желанию сотрудника.

В процессе разработки организационного механизма реализации опционной программы в целях минимизации рисков предложено использовать гражданско-правовой договор купли-продажи акций со следующими модификациями:

- сделка, совершаемая под отлагательным условием, в качестве которого используется достижение определенного уровня производственного или финансового показателя – в случае создания «качественных» опционных программ с привязкой к бизнес-эффективности;
- сделка на поставку акций с отсрочкой исполнения и отсрочкой платежа – в случае создания «формальных» опционных программ, исполнение по которым привязано лишь к истечению определенного периода времени.

Выбор механизма реализации опционной программы наиболее прозрачным методом, в случае если компания не планирует совершать крупных корпоративных действий в структуре капитала, является накопление акций на балансе дочерней структуры компании, находящейся в российской юрисдикции, путем покупки акций на вторичном рынке ценных бумаг. В случае если компания планирует размещение дополнительного выпуска акций, то целесообразно зарезервировать определенное количество акций при размещении. При наличии в структуре акционеров крупных собственников, намеревающихся покинуть бизнес, следует рассмотреть возможность использовать продаваемые ими акции.

Обязательным элементом организационного обеспечения реализации опционных программ является разработка и принятие внутрикорпоративного регламента, регулирующего порядок премирования менеджмента и персонала на основе акций. Принятие указанного документа во избежание конфликта интересов целесообразно отнести к исключительной компетенции совета директоров.

В качестве источников финансирования расходов по уплате налога на прибыль от операций с ценными бумагами (из-за превышения фактических цен на рынке акций над ценами исполнения опционов на момент их реализации) рекомендуется использовать собственные средства (чистая прибыль либо доходы от размещения акций в течение действия мо-

ратория на исполнение опционов) либо внешние ресурсы (кредиты, займы, выпуск ценных бумаг).

Основные положения диссертации опубликованы в следующих работах автора:

1. Логинов, А.А. Финансовые инструменты мотивации корпоративного роста: зарубежный опыт / А.А. Логинов // Вестник Финансовой академии⁴. – М., 2007. – №2. – С. 147-153 (0,3 п. л.).
2. Логинов, А.А. Зарубежные опционные программы как кубики для финансового инжиниринга / А.А. Логинов // Вестник НАУФОР. – М., 2007. – №7-8. - С. 95-98 (0,3 п. л.).
3. Логинов, А.А. Современное корпоративное управление: мотивация сотрудников на основе акций / А.А. Логинов // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – М., 2007. – №9. - С. 30-37 (0,5 п. л.).
4. Логинов, А.А. Опционные программы: финансовый инжиниринг по-русски / А.А. Логинов // Вестник НАУФОР. – М., 2007. – №10. - С. 34-37 (0,3 п. л.).

⁴ Издание входит в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученых степеней доктора и кандидата наук, Высшей аттестационной комиссии Министерства образования и науки Российской Федерации

Для заметок

Для заметок

Заказ № 1-а/08/08 Подписано в печать 06.08.2008 Тираж 100 экз. Усл. п.л. 1,5



ООО "Цифровичок", тел. (495) 797-75-76; (495) 778-22-20
www.cfr.ru ; *e-mail: info@cfr.ru*

10 z