

На правах рукописи

Дубовицкая Елена Анатольевна

Риски корпоративного управления в контексте реструктуризации

специальность: 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством
(предпринимательство)

Автореферат диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2008 год

Работа выполнена на кафедре экономики инноваций Экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

Научный руководитель	доктор экономических наук, профессор Берлин Александр Давидович
Официальные оппоненты	доктор экономических наук, профессор Масютин Святослав Анатольевич кандидат экономических наук, доцент Харчилава Хвича Патаевич
Ведущая организация	Институт экономики Российской академии наук

Защита диссертации состоится 18 декабря 2008 года в 15 часов на заседании диссертационного совета Д 501.002.02 при Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова по адресу: 119991, ГСП-1, Москва, Ленинские горы, МГУ имени М.В. Ломоносова, II-ой учебный корпус гуманитарных факультетов, Экономический факультет, ауд. № 428.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке им. А.М. Горького II-го учебного корпуса гуманитарных факультетов МГУ имени М.В. Ломоносова.

Автореферат разослан « 13 » ноября 2008 года.

Ученый секретарь
диссертационного совета
к.э.н., доцент

В.Г. Попова

I. Общая характеристика работы

Актуальность исследования.

Одной из приоритетных задач российской экономики является повышение эффективности и стоимости бизнеса, в том числе за счет проведения структурных преобразований отечественных предприятий. В последнее время особенно актуальной стала проблема корпоративного управления и выявилась необходимость различного рода мер, связанных с повышением его уровня в российских компаниях. Об этом свидетельствует ряд исследований, проведенных как в России, так и за рубежом. По результатам исследования компании McKinsey & Co, которая в 2002 году провела опрос более 200 инвесторов в 31 стране мира, включая Россию, 85% опрошенных отметили, что при оценке инвестиционных возможностей практика корпоративного управления имеет не меньшее значение, чем финансовые результаты. При этом 78% представителей инвестиционных фондов выразили готовность платить больше за акции компаний с высоким уровнем корпоративного управления. Согласно опросу, размер премии в зависимости от текущего уровня корпоративного управления и, соответственно, потенциала его роста может составить до 38% стоимости акций российских компаний.

Актуальность развития корпоративного управления в России значительно увеличивается ввиду растущих потребностей отечественного бизнеса в капитале и качественном менеджменте. Несмотря на рост российской экономики и улучшение корпоративного законодательства, зарубежные институциональные инвесторы не спешат делать долгосрочные вложения в российские компании, и одной из основных причин этого называют неудовлетворительную ситуацию в сфере корпоративного управления. Для интеграции в международные финансовые рынки российским компаниям необходимо решить проблемы, связанные с защитой прав акционеров и финансовой прозрачностью бизнеса.

Поскольку система корпоративного управления отражает взаимодействие ключевых ее участников, а эти участники являются носителями разных, порой конфликтных, интересов, то очевидно, что эта система (корпоративного управления) насыщена рисками.

Риски корпоративного управления являются важнейшим фактором при принятии инвестиционных решений, а совершенствование корпоративного управления выступает на первый план как один из главных инструментов формирования эффективного фондового рынка. В частности, корпоративное управление, по мнению ряда исследователей, способно максимально эффективно «очистить» ценные бумаги от рисков, связанных с недобросовестным поведением основных субъектов корпоративного управления, преследующих свои цели в корпоративных отношениях.

Вместе с тем риски корпоративного управления остаются все еще мало изученными. В научной и периодической литературе чаще всего встречаются такие понятия, как «риски компании» или «корпоративные риски», делаются только первые попытки выявления рисков корпоративного управления. Не определен четкий перечень

рисков корпоративного управления. Более того, отсутствует содержательное определение риска корпоративного управления, и соответственно, формализованные методы их оценки и управления.

В настоящее время очевидна необходимость в развитии инструментов, позволяющих выявить и оценить риски корпоративного управления в компаниях и тем самым обеспечить инвесторов необходимой информацией для принятия обоснованных и взвешенных инвестиционных решений. Системное управление этими рисками также актуально и для самих компаний, особенно если они находятся в процессе структурной перестройки, так как оно позволяет своевременно определять направления улучшения практики корпоративного управления.

Кроме того, масштабные процессы реформирования различных отраслей российской промышленности и, в частности, реструктуризация естественных монополий, ярко высветили актуальные методологические и методические аспекты управления такими рисками в контексте более широкой задачи – повышения эффективности социально-экономических преобразований.

Степень разработанности проблемы.

Большинство современных российских ученых, исследующих проблемы корпоративного управления, предполагают наличие высоких рисков корпоративного управления в российских компаниях (Т. Долгопятова, Р. Капелюшников, А. Радыгин, П. Старюк и В. Полиенко и др.). Достаточно глубоко изучены причины возникновения таких рисков. Ряд работ описывает пути вывода финансовых средств из-под контроля государства или миноритарных акционеров, систематизирует распространенные типы корпоративных конфликтов.

Для современных западных и, прежде всего, американских экономистов, проблема рисков корпоративного управления актуальна в большей степени в отношении миноритарных акционеров, что объясняется распыленной структурой собственности американских корпораций. Вместе с тем некоторые зарубежные исследования дают основу для понимания сути проблемы рисков корпоративного управления и в более широком смысле. Речь идет, прежде всего, о теориях неинституциональной школы, изучающих результаты воздействия институтов на функционирование экономических систем.

Проблему оптимизации поведения управляющих в корпоративных системах описывает теория агентских отношений. М. Дженсен и У. Меклинг доказали, что собственник-управляющий, разделяющий право собственности на фирму с обычными акционерами, в меньшей мере озабочен максимизацией корпоративного капитала, нежели в традиционной фирме или при нулевых издержках надзора. Позднее М. Дженсен с Е. Фама показали, что отделение функции принятия риска от управления решениями приводит к появлению таких систем, в которых управление решениями отделено от контроля над решениями. В случае же, когда небольшое число агентов объединяют в себе функции управления решениями и контроля над решениями, это приводит к

сосредоточению прав на остаточный доход у этих агентов. Агентские проблемы также подробно анализировались в 60-90-х гг. в работах О. Вильямсона, С. Гроссмана, О. Харта, А. Шляйфера и др.

Не менее важны для исследования отношений собственности в корпоративных системах и другие теоретические разработки: теория «изыскания ренты» (Э. Крюгер, М. Олсон, Г. Туллок); концепция групповых интересов, или «заинтересованных лиц» (stakeholders); работы Г. Манна, доказавшего существование в рыночной экономике сил, сдерживающих оппортунистическое поведение и ограничивающих проблему агентских отношений.

Первое системное рассмотрение рисков в качестве экономической категории можно встретить в работе Ф. Найта «Риск, Неопределенность и Прибыль». Большой вклад в исследование рисков корпоративного управления внесли рейтинговые агентства, в первую очередь Standard & Poor's и Эксперт РА, которые имеют собственные методики присвоения рейтингов корпоративного управления.

Однако при этом следует отметить невысокую степень разработанности вопросов, посвященных использованию и развитию различных инструментов оценки рисков корпоративного управления, в частности аудита корпоративного управления, а также системному подходу к их управлению в компаниях, в том числе находящихся в процессе реструктуризации.

Цели и задачи исследования.

Целью исследования является формирование методологических и методических основ построения системы управления рисками на базе анализа рисков корпоративного управления в контексте реструктуризации на основе международного и российского опыта.

Для достижения поставленной цели, в работе поставлены и решены следующие **задачи:**

- раскрыто содержание рисков корпоративного управления на основе анализа интересов основных участников корпоративных отношений;
- сформированы подходы к классификации рисков корпоративного управления;
- определен перечень специфических рисков корпоративного управления, возникающих в процессе реструктуризации компании;
- предложена методика аудита и выявления рисков корпоративного управления компании в процессе ее реструктуризации;
- определено место и роль управления рисками корпоративного управления в общекорпоративной системе риск-менеджмента;
- разработан алгоритм построения системы управления рисками корпоративного управления в компании, находящейся в процессе реструктуризации (на примере РАО «ЕЭС России»).

Объект и предмет исследования.

Объект исследования: риски в системе корпоративного управления, обусловленные неопределенностью реализации экономических интересов субъектов, заинтересованных в деятельности компании в процессе ее реструктуризации.

Предмет исследования: совокупность методов и инструментов выявления и снижения рисков корпоративного управления.

Теоретическая основа и методологическая база исследования.

Теоретическую базу диссертации составили труды зарубежных и российских ученых по вопросам корпоративного управления, таких, как И. Адизиса, А. Берле, Б. Блэка, Р. Кларка, Дж. Ишии, М. Дженсена, Р. Ла Порта, Г. Минза, У. Меклинга, Э. Метрика, М. Рое, Р. Вишни, Л. Зингалеса и др.; а также И.В. Беликова, А.Д. Берлина, Ю.А. Данилова, Т.Г. Долгопятовой, И.В. Ивашковской, Г.Н. Константинова, А.Д. Радыгина, П.Ю. Старюка, Р.М. Энтова, А.А. Яковлева и др. При написании настоящей диссертации также использовались исследования современных отечественных и зарубежных экономистов, специализирующихся на управлении рисками, в частности работы П. Бернштейна, Н. Хохлова, Г. Черновой, М. Грачевой и др. В рамках исследования процессов реструктуризации были изучены труды Р. Акоффа, М. Мескона, В. Айвазяна, Ю. Ануфриевой, С. Баева, Е. Бакулиной, Э. Блейка, М. Ванденборга, А. Габова, В. Григорьева, В. Гусева, Д. Жданова, А. Карлина, К. Кордона, А. Коровайко, Ф. Леви, И. Мазура, Д. Степанова, Д. Федорчука, Т. Фолмена, В. Шапиро, Д. Шапурова и др.

Для получения объективных знаний о предмете исследования и достижения поставленных задач в качестве методологической основы использовались системный, комплексный, исторический и логический подходы к изучению проблем корпоративного управления и оценки его качества, методы сравнительного анализа, систематизации, классификации и обобщения.

Информационную базу исследования составили нормативные правовые акты Российской Федерации, статистические данные и материалы научных и эмпирических исследований в области корпоративного управления, публикации в периодических печатных и электронных изданиях.

Научная новизна.

Научная новизна результатов состоит в следующем:

1. предложена модель идентификации рисков корпоративного управления на основе их классификации по принципу субъектности (риски корпоративного управления, которые несут акционеры, менеджеры и различные категории стейкхолдеров) и по источнику возникновения (внешние, или системные, т.е. предопределенные макроэкономическими и политическими факторами, и внутренние, или несистемные, которые могут быть снижены внутренними механизмами управления в компании);

2. определен перечень специфических рисков корпоративного управления, возникающих в процессе реструктуризации компании, включающий три основные

группы: (1) риски, связанные с реализацией прав акционеров и иных заинтересованных в деятельности компании лиц, (2) риски, связанные с деятельностью органов управления, (3) риски, связанные с раскрытием информации;

3. разработана методика аудита рисков корпоративного управления компании в процессе ее реструктуризации, которая дает детальную качественную оценку рисков корпоративного управления;

4. предложен алгоритм построения системы управления рисками корпоративного управления в компании, находящейся в процессе реструктуризации (на примере РАО «ЕЭС России»).

Практическая значимость диссертационного исследования.

Предложенные в работе теоретические подходы и выводы могут и, по нашему мнению, должны быть использованы при построении системы управления рисками корпоративного управления как на предприятиях, находящихся в процессе трансформации, так и в компаниях, улучшающих практику корпоративного управления.

В частности, практическую значимость имеют: классификация рисков корпоративного управления; методы выявления и оценки рисков корпоративного управления; механизмы внедрения системы управления рисками корпоративного управления в систему управления компанией.

Кроме того, результаты исследования могут быть использованы для дальнейшей разработки теории корпоративного управления и расширения учебного курса «Корпоративное управление» в высших учебных заведениях.

Внедрение результатов.

Основные положения и результаты исследования докладывались и обсуждались на научно-практических конференциях и круглых столах, в частности, на международной конференции, организованной Школой бизнеса Шулиха (Йоркский университет, Торонто, Канада) в Москве в конце 2006 г. в рамках завершения шестилетней программы «Корпоративное управление».

Кроме того, материалы диссертации были использованы при подготовке учебного курса «Корпоративное управление» на Экономическом факультете МГУ имени М.В. Ломоносова и на факультете менеджмента Международного университета (в Москве).

Структура диссертационной работы.

Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений и имеет следующую структуру:

Введение

Глава 1. Концептуальные основы рисков корпоративного управления

- 1.1. Предпосылки возникновения рисков корпоративного управления
- 1.2. Определение и классификация рисков корпоративного управления

Глава 2. Управление рисками корпоративного управления

- 2.1. Роль управления рисками корпоративного управления в создании стоимости
- 2.2. Оценка и управление рисками корпоративного управления

Глава 3. Риски корпоративного управления в контексте реструктуризации

электроэнергетики

- 3.1. Реструктуризация электроэнергетики: трансформация системы корпоративного управления РАО «ЕЭС России»
- 3.2. Управление рисками корпоративного управления в процессе реструктуризации электроэнергетики

Заключение.

Библиографический список.

Приложения.

II. Основное содержание диссертации

1. Идентификация рисков корпоративного управления.

Идентификация рисков корпоративного управления сопряжена, помимо прочего, с определением их границ. С одной стороны, всегда есть соблазн включить в их состав все риски, которые сопутствуют процессам реструктуризации. С другой стороны, существует реальная опасность недооценки и неучета существенных рисков, формирующихся в конфликтных условиях взаимодействия ключевых участников корпоративного управления.

В центре внимания кодексов и других стандартов корпоративного управления находятся, прежде всего, акционеры, в то время как прочим финансово заинтересованным лицам уделяется меньше внимания. Так, рейтинги корпоративного управления, присваиваемые агентством Standard & Poor's, в которых учитываются риски корпоративного управления, предназначены для так называемых финансово заинтересованных лиц компании¹, но в первую очередь для ее акционеров. При расчете Институтом корпоративного права и управления рейтинга корпоративного управления

¹ Используемый в рейтингах Standard & Poor's термин «финансово заинтересованные лица» включает акционеров компании и ее кредиторов.

(CORE-рейтинга) особое внимание также уделяется оценке рисков для инвесторов, в том числе рисков нарушения прав акционеров².

Такой подход к оценке рисков корпоративного управления является достаточно узким и зачастую недооценивает роль заинтересованных сторон в системе корпоративного управления компании и, соответственно, рассматривает не риски всей системы корпоративного управления, а только риски для одной из трех групп ключевых участников корпоративного управления – инвесторов (акционеров) компании.

По мнению ряда авторов, риски корпоративного управления вытекают «из отношений между акционерами и менеджерами, различными группами акционеров, обладающими неравными возможностями для организации контроля за системой управления компанией, между компанией и иными группами, заинтересованными в ее деятельности и способными оказать на нее влияние»³.

Исходя из общепринятого определения корпоративного управления, риском в данной системе можно считать любую возможность отклонения системы взаимоотношений между менеджерами компании, владельцами и другими заинтересованными сторонами от состояния, при котором данная система обеспечивает эффективность деятельности компании и гармонизацию интересов владельцев, менеджеров и других заинтересованных сторон.

Таким образом, риск корпоративного управления можно трактовать как угрозу нарушения (и как итог, нереализацию) экономических интересов для всех участников корпоративного управления.

В работе представлены классификации рисков корпоративного управления *по принципу источника происхождения рисков* и *по принципу субъектности риска*.

Согласно первому критерию – *по принципу источника происхождения* - риски корпоративного управления делятся на внешние и внутренние. Категория внешних рисков охватывает все риски корпоративного управления, которые не могут быть снижены в рамках внутренней системы управления компании. Иными словами, согласно классической классификации теории риска и неопределенности – это системные риски, предопределенные макроэкономическими и политическими факторами, складывающимися в каждый конкретный период в каждой конкретной среде.

К основным областям возникновения внешних рисков корпоративного управления относятся следующие:

– изменчивость законодательства. Эффективная правовая база является необходимым условием надлежащей практики корпоративного управления. Система правосудия должна обеспечивать последовательное и эффективное применение правовых норм в случае нарушения прав заинтересованного лица. В более широком контексте

² В CORE-рейтинге оцениваются следующие основные риски для инвесторов (акционеров): риски, связанные с размыванием, трансфертным ценообразованием, выводом активов, реорганизацией, возможностью изменения корпоративной структуры компании (незавершенность консолидации холдингов), отсутствием представителей миноритарных акционеров в составе совета директоров.

³ Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование / Под общей редакцией И.В. Костикова: В 2 т. – М.: Наука, 2004. Т.1, стр.453.

огромное значение имеет также общее состояние системы законодательства и правопорядка;

- поведение внешних стейкхолдерских групп. К таким группам относятся: потенциальные инвесторы (прежде всего в контексте рисков враждебных поглощений), кредиторы (в контексте рисков непринятия решений, обеспечивающих высокую прибыль, но связанных с высокими рисками для первых), регулирующие органы (прежде всего, в контексте рисков неэффективного регулирования рынка ценных бумаг);

- изменение инвестиционного климата. При оценке инвестиционного климата страны необходимо учесть следующие факторы: доступ компаний на открытые биржи; методы приватизации и влияние на структуру собственности; значение институциональных инвесторов (взаимных фондов, пенсионных фондов, страховых компаний и т.д.); наличие искажения рынка в виде неконкурентоспособных отраслей промышленности или правительственной поддержки отдельных фирм или отраслей; признаки макроэкономической стабильности или напряженности; политическую обстановку и ее отношение к практике корпоративного управления в стране.

К внутренним рискам корпоративного управления относятся риски, которые могут быть снижены внутренними механизмами управления в компании. Они относятся к категории несистемных рисков. К областям возникновения таких рисков относятся следующие:

- структура (изменение структуры) акционерного капитала компании. Риски корпоративного управления, связанные со структурой акционерного капитала, включают: конфликты интересов между различными группами акционеров; принятие решений в компаниях со значительным участием государства, исходя не из коммерческих соображений, а по политическим мотивам; сделки с заинтересованностью, заключенные на нерыночных условиях и не отраженные должным образом в финансовой отчетности (вывод активов);

- неэффективное функционирование системы управления (органов управления) компании. Риски, связанные с неэффективным функционированием органов управления компании (общего собрания акционеров, совета директоров, исполнительных органов) можно разделить на несколько групп: риски, связанные с недостаточным уровнем профессионализма членов органов управления компании; риски, связанные с ненадлежащим разграничением полномочий органов управления; риски, связанные с процедурными аспектами обеспечения работы органов управления компании;

- ненадлежащий контроль за финансово-хозяйственной деятельностью компании. Точно так же, как и риски, связанные с неэффективным функционированием органов управления компании, риски ненадлежащего контроля за финансово-хозяйственной деятельностью компании можно разделить на три основные группы: риски, связанные с недостатком профессионализма членов органов контроля компании; риски, связанные с ненадлежащим разграничением полномочий органов управления и контроля (прежде всего, совета директоров, менеджмента, ревизионной комиссии); риски,

связанные с процедурными аспектами обеспечения работы органов контроля, в том числе службы внутреннего контроля компании;

- пробелы в области раскрытия информации о деятельности компании. В условиях, отличающихся низкими информационными стандартами, должный контроль за деятельностью компаний затруднен или невозможен, что открывает возможности для недобросовестного корпоративного управления и, соответственно, возникновения значительных рисков для всех участников корпоративного управления;

- поведение внутренних стейкхолдерских групп (акционеров, менеджеров, персонала компании). Различия их интересов влекут за собой значительные риски корпоративного управления, в том числе риски, связанные с недобросовестными действиями менеджмента; риски, связанные с оппортунистическим поведением персонала компании; риски, связанные с ущемлением интересов миноритарных акционеров со стороны контролирующего собственника; риски, связанные с гринмейлом, проводимым миноритарным акционером.

Согласно второму принципу классификации – *субъектности риска* – риски корпоративного управления можно разделить на 3 группы - те, которые несут акционеры, менеджеры и различные категории стейкхолдеров. Здесь также важно различать риски корпоративного управления для мажоритарных и миноритарных акционеров, для портфельных и стратегических инвесторов, для менеджеров высшего и среднего звена. Не менее, а зачастую и более значительным рискам корпоративного управления подвергаются стейкхолдерские группы - персонал компании, ее деловые партнеры, кредиторы, и др.

Правильная классификация рисков корпоративного управления является необходимым условием эффективного реагирования на возникающие в системе корпоративного управления компании проблемы и является важнейшим условием построения эффективной системы управления рисками корпоративного управления.

2. Риски корпоративного управления, возникающие в процессе реструктуризации компании

Изменение структуры собственности и управления сопровождается усилением рисков корпоративного управления, так как процесс реструктуризации неизбежно затрагивает интересы всех заинтересованных в деятельности компании сторон.

На основе анализа опыта реформирования РАО «ЕЭС России» и опроса финансовых аналитиков и представителей институциональных инвесторов, проведенного автором в 2006 году, были выявлены 3 группы основных источников формирования рисков корпоративного управления при реструктуризации компании.

1) *Риски, связанные с реализацией прав акционеров и иных заинтересованных в деятельности компании лиц*, в том числе:

- перераспределение корпоративного контроля в пользу групп, способных ухудшить положение других акционеров (в случае если их интересы не совпадают);

- неадекватное определение стоимости компаний при их консолидации в единую компанию (заниженная оценка стоимости компании ведет к уменьшению доли ее акционеров в капитале объединенной компании);

- возможное размывание долей акционеров компаний при их консолидации в единое юридическое лицо или при проведении дополнительной эмиссии акций;

- невозможность принятия акционерами эффективного решения об участии в капитале компании вследствие снижения ликвидности акций в ходе реструктуризации;

- невозможность реализации акционером права на управление вследствие нарушения (неисполнения) решений, принятых органами управления компании;

- несоблюдение процедуры регистрации прав собственности.

2) *Риски, связанные с деятельностью органов управления*, в том числе:

- усиление конфликтности между представителями собственников и менеджментом (и как следствие, возможный массовый уход управленческой команды из реформируемой компании, как это произошло в ряде электроэнергетических компаний в 2007-2008 гг.);

- отсутствие эффективной системы сдержек и противовесов на уровне совета директоров, способное обеспечить реализацию прав миноритарных акционеров и соблюдение интересов стейкхолдеров;

- снижение эффективности работы и, соответственно, качества решений, принимаемых советом директоров и исполнительными органами на этапе переходного этапа в компании (например, при смене контролирующего собственника);

- невозможность заявления и реализации акционерами своих интересов вследствие отсутствия процедур принятия решений органами управления компании;

- нарушение прав акционеров вследствие принятия органами управления решений с нарушением процедур, установленных законодательством.

3) *Риски, связанные с раскрытием информации*, в том числе:

- отсутствие или недостаточность объема информации о ходе реструктуризации (например, об условиях сделки по слиянию, о параметрах дополнительной эмиссии) и, как следствие, невозможность принятия акционерами и потенциальными инвесторами взвешенного решения (например, относительно своего участия в капитале компании);

- резкое изменение стоимости акций вследствие манипулирования на рынке с использованием инсайдерской информации;

- нанесение ущерба компании (неполучение прибыли) вследствие отсутствия системы защиты информации.

Как показал опыт реформирования российской электроэнергетики, своевременное выявление рисков корпоративного управления и принятие мер по их снижению имеет существенное, а зачастую первостепенное, значение для успешного проведения реструктуризации компании.

3. Методика аудита корпоративного управления.

Анализ существующих российских и зарубежных рейтингов корпоративного управления и их экономической значимости определил потребность в создании адекватных сложившимся тенденциям и специфике российской действительности методик выявления и оценки рисков корпоративного управления, позволяющих провести комплексный анализ практики в этой области.

Корпоративный аудит дает детальную качественную оценку рисков корпоративного управления и может использоваться как самостоятельно, так и в дополнение к другим инструментам анализа рисков корпоративного управления, например, рейтингу корпоративного управления

Методика корпоративного аудита была разработана при непосредственном участии автора и апробирована на практике более чем в 70 российских компаниях, в том числе в 7 реформируемых дочерних компаниях РАО «ЕЭС России».

Термин «корпоративный аудит» образован по аналогии с традиционным аудитом финансовой отчетности, что отражает общность идеи этих институтов — выражение независимого квалифицированного мнения о состоянии некоторого круга объектов. На этой идее сходство, по сути, заканчивается, поскольку объекты проверки различны — в одном случае это достоверность финансовой отчетности, а в другом — соблюдение процедур корпоративного управления.

Деловым сообществом уже давно осознается необходимость соблюдения корпоративных процедур в контексте защиты собственности. Любые нарушения установленных процедур могут оказаться оружием в корпоративном конфликте, будь то гринмейл (или шантаж со стороны миноритарных акционеров), враждебное поглощение или спор между акционерами. Сколько компаний, подвергшихся враждебному поглощению или успешной атаке гринмейлеров — столько компаний, руководство которых не уделило достаточного внимания вопросам корпоративного права. Это обстоятельство выдвигает повышенные требования к контролю за соблюдением корпоративных процедур. Периодические проверки, проводимые независимой организацией, существенно повышают устойчивость компании к атакам. Ведь о том, что в соблюдении корпоративных процедур имеются существенные недостатки, становится известно только тогда, когда эти недостатки оказываются целями атаки недоброжелателей. Регулярное проведение корпоративного аудита позволяет выявить эти недостатки заранее и своевременно принять соответствующие меры. В корпоративных конфликтах используются также ресурсы и методы (административный ресурс, заказные банкротства), борьба с которыми только проведением корпоративного аудита невозможна. Однако корпоративный аудит позволяет эффективно снизить риски, основанные на корпоративных отношениях как таковых⁴.

Проведение корпоративного аудита включает три этапа.

⁴ Дубовицкая Е.А., Шульц Е.Б. «Новое в снижении рисков корпоративного управления», Журнал «Акционерное общество» – 2005. - № 1 (14).

1. Подготовка к проведению корпоративного аудита. В рамках данного этапа формируется перечень информации (документов), необходимой для проведения корпоративного аудита, определяется форма проведения корпоративного аудита (камеральная, выездная, комбинированная проверка) и осуществляется сбор информации (документов), необходимой для проведения корпоративного аудита.

2. Проверка соблюдения законных прав и интересов акционеров в соответствии с требованиями законодательства, устава и внутренних документов компании. В рамках корпоративного аудита анализируется определенный набор документов — учредительные и внутренние документы компании; протоколы собрания акционеров, совета директоров, заседаний коллегиального исполнительного органа, годовые отчеты и многое другое. Помимо анализа документов проводятся опросы (интервью) руководителей и работников. На основании анализа документов и сведений, полученных от руководителей и работников, оценивается соблюдение корпоративных процедур в компании. В процессе аудита также может проводиться комплексная оценка существующей в компании практики корпоративного управления, направленная на выявление ее сильных и слабых сторон в соответствии со специфическими особенностями данной компании (например, стратегии ее развития, потребностей компании во внешнем финансировании и др.). Аудиту подвергается деятельность исполнительных органов проверяемой компании, работа совета директоров, практика созыва общих собраний акционеров, порядок совершения сделок и иные объекты.

3. Подведение итогов корпоративного аудита предполагает формирование заключения, включающего описание выявленных нарушений по каждому объекту корпоративного аудита с указанием положений законодательства, устава и/или внутренних документов компании, которые нарушены (либо указание на отсутствие нарушений по определенным объектам корпоративного аудита), описание последствий допущенных нарушений, общие выводы относительно соблюдения законных прав и интересов акционеров компании, описание выявленных системных рисков организации корпоративного управления, предложения (рекомендации) по устранению выявленных нарушений и совершенствованию системы корпоративного управления компании.

Продолжительность корпоративного аудита зависит от размеров компании, от анализируемого периода и обычно составляет 2-4 недели. Инициатива проведения корпоративного аудита, как правило, принадлежит акционерам. Иногда инициатором выступает менеджмент, обычно в рамках программы по улучшению имиджа компании и повышению ее инвестиционной привлекательности. Решение о проведении корпоративного аудита должен принимать совет директоров компании. Для анализа динамики и последующего мониторинга рисков корпоративного управления целесообразно регулярное проведение корпоративного аудита, по крайней мере, не реже, чем один раз в год.

4. Алгоритм построения системы управления рисками корпоративного управления в компании, находящейся в процессе реструктуризации (на примере реструктуризации РАО «ЕЭС России»).

Развитие рыночных отношений в России потребовало формирования адекватных представлений о месте и роли естественных монополий. В связи с изменением структуры собственности и регулирования деятельности компаний электроэнергетического холдинга РАО «ЕЭС России» особую актуальность приобретают вопросы защиты прав инвесторов и, соответственно, механизмы снижения рисков корпоративного управления. Идентификация таких рисков и анализ инструментов их снижения может иметь важное практическое значение и для других крупных реструктурируемых акционерных обществ.

При этом задача управления рисками корпоративного управления в процессе реструктуризации РАО «ЕЭС России» значительно усложняется ввиду их особенностей, связанных, во-первых, с инфраструктурным характером электроэнергетического бизнеса, и, во-вторых, с завершением реформы отрасли и проблемой выхода на качественно новый уровень взаимоотношений с потребителями, инвесторами, органами государственной власти и другими стейкхолдерами в рыночных условиях функционирования отрасли.

Необходимость формирования в РАО «ЕЭС России» системы управления рисками корпоративного управления была обусловлена задачей контроля за факторами неопределенности, которые могут повлиять на ценность акций в процессе реструктуризации отрасли как негативным, так и положительным образом. В условиях реструктуризации степень неопределенности в процессе принятия решений существенно возрастает из-за усиления влияния потребителей, конкурентов, инвесторов, миноритарных акционеров и других заинтересованных сторон с их разнообразными (и не всегда экономически рациональными) интересами.

Начинать построение системы управления рисками корпоративного управления целесообразно с анализа участников корпоративного управления. Такой анализ включает определение перечня ключевых заинтересованных сторон, их наиболее влиятельных (или типичных) представителей. Степень влияния компании на стейкхолдеров и акционеров и степень их влияния на компанию может быть наглядно представлена в виде специальной диаграммы – карты участников корпоративного управления. Карта участников корпоративного управления – это диаграмма, отражающая индексы влияния участников корпоративного управления⁵ на компанию и индексы зависимости указанных участников от компании (см. рис. 1).

⁵ Модель влияния заинтересованных лиц была предложена Менделоу (Mendelow, 1991). Согласно этой модели, всех заинтересованных лиц можно классифицировать в зависимости от двух переменных - их интересов и их власти: (а) власть заинтересованного лица определяет его способность оказывать влияние на организацию; (б) интерес заинтересованного лица определяется его желанием влиять на организацию. Другими словами, интерес соотносится со степенью заинтересованности лица в деятельности организации. Фактическое влияние заинтересованного лица будет зависеть от той позиции, которая позволяет ему оказывать это влияние.

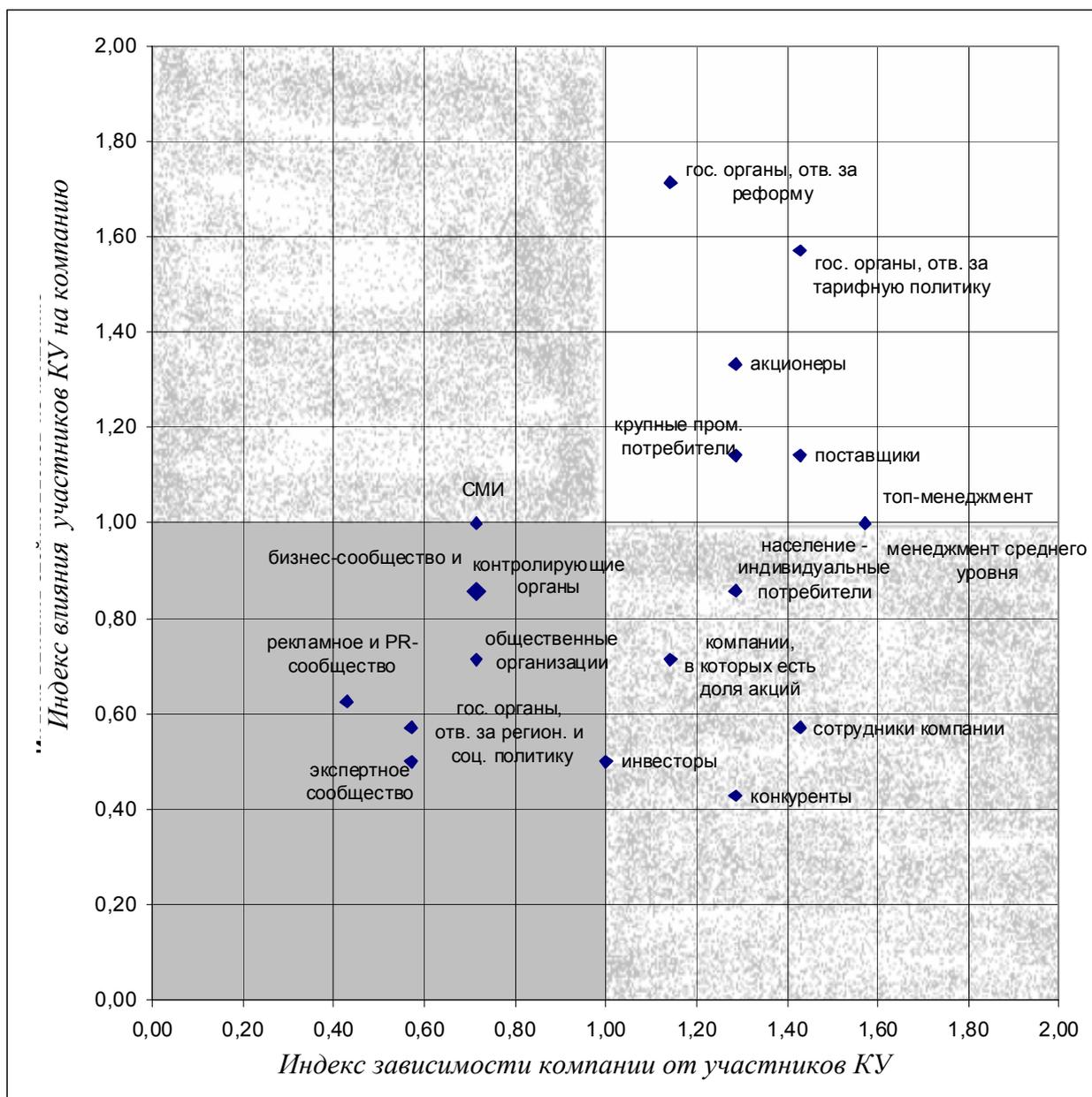


Рис. 1. Пример ранговой карты участников корпоративного управления энергокомпании в период реструктуризации⁶

В самом простом случае ранговая карта может быть составлена на основе экспресс-опроса руководства и сотрудников компании. Значения индексов лежат в интервале от 0 до 2, значимыми являются индексы более 1. Карта разбита на 4 квадранта. Наиболее приоритетные участники корпоративного управления находятся в правом верхнем квадранте, наименее приоритетные – в левом нижнем.

Таким образом, карта отражает ранг стейкхолдеров и акционеров – место каждого в общем ряду, показывающее, кто в наибольшей степени влияет на компанию и зависит

⁶ Карта участников корпоративного управления разработана на основе Методических рекомендаций по организации социальной отчетности в дочерних и зависимых обществах ОАО РАО «ЕЭС России».

от нее сегодня и в будущем: 2 – сильно влияет/зависит; 1 – влияет/зависит; 0 – не влияет/не зависит.

Основной целью управления рисками корпоративного управления в процессе реструктуризации компании является обеспечение ее эффективности при соблюдении баланса интересов участников корпоративного управления. Основные этапы управления рисками корпоративного управления представлены на рис. 2.



Рис. 2 Основные этапы управления рисками корпоративного управления

Представленные на рисунке этапы соответствуют общепринятым принципам риск-менеджмента. Вместе с тем необходимо отметить, что на практике риск-менеджмент в компаниях, как правило, не ориентирован на риски корпоративного управления, а зачастую элиминирует их. Задача второй главы диссертации – показать, каким образом риски корпоративного управления могут быть встроены в общую систему риск-менеджмента компании.

Как видно из представленной схемы, управление рисками корпоративного управления – это циклический, а точнее спиралевидный процесс. Новый цикл начинается с корректировки результатов предыдущего и, тем самым, выводит процесс управления рисками корпоративного управления на более высокий качественный уровень.

Рассмотрим подробно каждый этап в представленной схеме.

Этап 1. Определение цели и постановка задач.

Для определения целей и постановки задач управления рисками корпоративного управления может потребоваться проведение специального исследования.

Основная цель управления рисками корпоративного управления, как и другими нефинансовыми рисками в электроэнергетических компаниях в процессе их реструктуризации, – поддержание стратегии развития бизнеса и реализации социальной миссии энергетики: надежного и бесперебойного энергоснабжения добросовестных потребителей электро- и теплоэнергии в кратко- и долгосрочной перспективе с учетом баланса интересов различных заинтересованных сторон.

При этом можно выделить следующие основные задачи:

- обеспечение оправданного уровня рисков, недопущение катастрофических рисков;
- формирование необходимого качества связей с акционерами и ключевыми стейкхолдерами компании, организация взаимодействия с ними;
- содействие росту доверия и формированию социального капитала компании как общей базы для оптимизации конкретных рисков.

Этап 2. Выявление рисков корпоративного управления.

Данный процесс можно разделить на следующие этапы:

- 1) сбор информации о рисках;
- 2) классификация рисков и, по возможности, их ранжирование.

Сбор информации о рисках корпоративного управления.

При выявлении рисков корпоративного управления наибольшее значение имеет информация, на основе которой делается заключение о наличии или отсутствии риска, и, соответственно, источники данной информации. От качества работы по управлению рисками корпоративного управления на данном этапе зависит эффективность всей системы управления рисками. Не останавливаясь подробно на описанных в литературе методах и процедурах, используемых при выявлении рисков, отметим лишь нестандартные методы, в частности:

- рейтинги корпоративного управления компании;
- корпоративный аудит компании (аудит корпоративного управления).

Более подробно рейтинги корпоративного управления и корпоративный аудит будут рассмотрены ниже при анализе методов оценки рисков корпоративного управления.

Классификация рисков корпоративного управления, их ранжирование.

Ранжирование рисков корпоративного управления – это сортировка рисков по степени важности, исходя из определенных критериев.

Целью такого ранжирования является выявление приоритетов в управлении рисками на ближайшую перспективу. При этом целью ранжирования не является определение точного размера риска (что в отношении рисков корпоративного управления практически невозможно). Но для ранжирования выбираются ключевые риски и рассматриваются отдельные сценарии или рисковые события, которые могут привести к невозможности реализации экономических интересов тех или иных участников корпоративного управления и, в конечном итоге, повлечь прямой или косвенный ущерб для бизнеса в целом.

Этап 3. Оценка рисков корпоративного управления.

В предварительной оценке рисков корпоративного управления целесообразно использовать сценарный анализ рисковых ситуаций, а именно:

- анализ критериев и механизма выбора стейкхолдером своего поведения в рискованной ситуации;

– характеристика вариантов поведения стейкхолдеров и качественная оценка рисков, возникающих для компании при реализации этих вариантов;

– обобщение выявленных рисков в рамках всех основных бизнес-процессов (в электроэнергетике это: приобретение активов; генерация и отпуск электро- и теплоэнергии; передача и распределение электро- и теплоэнергии и т.п.) и вспомогательных бизнес-процессов (управление персоналом; корпоративное управление; отношения с общественностью и т.п.).

Эффективными инструментами количественной и качественной оценки рисков корпоративного управления могут стать рейтинги корпоративного управления, присваиваемые независимыми рейтинговыми агентствами или иными специализированными институтами, а также *корпоративный аудит*, методика которого описана выше.

На сегодняшний день существует небольшая группа организаций, занимающихся оценкой рисков корпоративного управления в России. Среди наиболее известных стоит отметить Инвестиционный банк Brunswick Warburg; международное рейтинговое агентство Standard & Poor's; Инвестиционный банк Тройка Диалог; Консорциум «РИД – Эксперт РА»; Институт корпоративного права и корпоративного управления.

Наиболее популярным и первым в России и в мире является рейтинг корпоративного управления Standard & Poor's.

Оценка рисков корпоративного управления компанией Standard & Poor's состоит из двух частей: (1) оценки компании (эффективности взаимодействия между менеджментом компании, директорами, акционерами и другими заинтересованными лицами); (2) анализа странового фона (эффективности правовой, нормативной, информационной и рыночной инфраструктуры в стране).

Рейтинг корпоративного управления (РКУ), который предполагает присвоение количественного балла практике корпоративного управления, может использоваться при оценке рисков корпоративного управления.

Баллы *от 7 до 10* получают компании с низкими рисками корпоративного управления: структура собственности не содержит конфликтов; права акционеров хорошо определены и защищены; высокий уровень раскрытия информации (международные стандарты бухгалтерского учета; эффективный внутренний контроль и аудит); сбалансированная структура совета директоров и активное участие внешних и независимых директоров.

Баллы *от 4 до 6* означают, что компания соблюдает основные принципы корпоративного управления, хотя есть очевидные упущения: самыми слабыми факторами являются структура собственности и совет директоров.

И, наконец, баллы *от 1 до 3* означают, что компания имеет фундаментальные недостатки или пробелы в системе и практике корпоративного управления и, соответственно, характеризуется высокими рисками корпоративного управления.

Standard & Poor's опубликовало первый рейтинг корпоративного управления (РКУ) российской электроэнергетической компании в 2002 г. и к настоящему времени

присвоило такой рейтинг нескольким генерирующим компаниям. На основе анализа баллов, присвоенных по каждому из компонентов оценки, можно выявить основные риски, присущие системам корпоративного управления энергокомпаний.

Таблица 1. Сравнительные характеристики энергокомпаний и компаний, имеющих публичный рейтинг корпоративного управления Standard & Poor's

<i>Компания</i>	<i>Рейтинг (РКУ)</i>	<i>Структура собственности и внешнее влияние</i>	<i>Права акционеров</i>	<i>Прозрачность, раскрытие информации и аудит</i>	<i>Структура и эффективность Совета директоров</i>
5 электроэнергетических компаний	5	4,8	5,8	4,8	4,9
19 компаний, имеющих публичные РКУ	5,6	5,5	6,5	5,7	5,3

Многие элементы неопределенности сдерживали рейтинги корпоративного управления электроэнергетических компаний, находившихся до недавнего времени в активной стадии реструктуризации. К числу основных вопросов, вызывавших озабоченность, относятся проблемы, связанные с либерализацией рынка электроэнергии и мощности, с процессом реструктуризации РАО «ЕЭС России», а также правила приватизации для генерирующих компаний. Реформа проводилась с задержками, ее детали неоднократно пересматривались, что снижало определенность в отношении окончательного плана. Режим тарифного регулирования, особенно в сегменте теплогенерации, до сих пор остается непрозрачным и политизированным, несмотря на изменения нормативно-правовой базы, которые были предназначены для создания более прозрачной структуры регулирования.

Исходя из публичных рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's, среди основных мер по улучшению практики корпоративного управления и, таким образом, уменьшения соответствующих рисков, можно выделить следующие: повышение прозрачности; институционализация процедур общих собраний; повышение уровня независимости Совета директоров и комитетов; улучшение организации деятельности Совета директоров и комитетов; оптимизация системы вознаграждения высшего менеджмента и Совета директоров.

При непосредственном участии автора был проведен комплексный аудит системы корпоративного управления 7 региональных энергосистем, на основе которого были выявлены и проанализированы риски корпоративного управления, а также предложены методы их снижения. В целом, результаты корпоративного аудита сопоставимы с оценкой корпоративного управления, данной Standard & Poor's.

На основе результатов рейтинга корпоративного управления и корпоративного аудита можно оценить вероятность наступления рискового события и величину возможного ущерба (который, как следствие, реализуется в снижении акционерной

стоимости компании). В отсутствии статистических данных по рискам корпоративного управления наиболее приемлемым вариантом будет экспертная оценка данных показателей.

Этап 4. Воздействие на риски корпоративного управления.

Следующий шаг в управлении рисками корпоративного управления - выбор метода покрытия рисков. Как и в общей теории риск-менеджмента, здесь можно выделить 4 варианта: принятие, избегание, передача (или страхование) и снижение (контроль и предупреждение) риска.

Последний вариант предполагает удержание риска при активном воздействии на него со стороны компании, направленном на снижение вероятности наступления рискового события или снижения потенциального ущерба от его наступления. Данный способ воздействия на риски корпоративного управления применяется в случаях, когда компания имеет возможность за счет превентивных мер сократить потенциальные риски корпоративного управления или их последствия до приемлемого уровня.

Инструменты снижения рисков корпоративного управления можно разделить на следующие группы.

1. *Формализация статуса участников корпоративного управления*, под которой понимается определение и четкое разграничение прав и обязанностей, полномочий и ответственности (и закрепление их в документах компании) отдельных лиц – членов органов управления и контроля (Совета директоров, Ревизионной комиссии, исполнительных органов) и должностных лиц компании. Это позволяет значительно снизить риски злоупотребления указанными лицами своих прав и полномочий.

2. *Формализация процессов корпоративного управления* предполагает разработку различных регламентов организации работы органов управления и контроля компании (Положение об Общем собрании акционеров, Положение о Совете директоров, Положения о Комитетах при Совете директоров, Положение о Ревизионной комиссии, Положение о Правлении и др.), которые определяют процедуры взаимодействия различных участников корпоративного управления и делают их прозрачными и понятными для всех.

3. *Внедрение этических норм и стандартов для участников корпоративного управления*. Большое значение для управления рисками корпоративного управления имеет выработка и внедрение стандартов корпоративного управления, в том числе этических стандартов деятельности членов Совета директоров и должностных лиц компании.

4. *Формирование политик корпоративного управления* представляет один из наиболее значимых механизмов снижения рисков корпоративного управления. К таким политикам, например, относятся: система мотивации топ-менеджмента; дивидендная политика компании; информационная политика компании. Такие политики не только устанавливают «правила игры» участников корпоративного управления понятные друг другу, но и способствуют устранению разрыва между их интересами. Например, внедрение опционной программы для менеджмента позволит приблизить их интересы к

интересам собственников, которые заключаются, прежде всего, в максимизации акционерной стоимости компании и может снизить риски их оппортунистического поведения, а соответственно, и риск экономических потерь для акционеров.

Таким образом, основной идеей различных механизмов снижения рисков корпоративного управления является установление (и, конечно, последующее соблюдение) принципов, или «правил игры» для всех участников корпоративного управления.

Что касается реструктуризации РАО «ЕЭС России», то Правительство и руководство головной компании (ОАО РАО «ЕЭС России», которое было ликвидировано 1 июля 2008 года) приняли ряд системных мер в части снижения рисков корпоративного управления в компаниях холдинга. Так, принцип обеспечения прав акционеров и инвесторов при реформировании электроэнергетики России был закреплен с самого начала реформы в «Основных направлениях реформирования электроэнергетики Российской Федерации», утвержденных постановлением Правительства от 11 июля 2001 г. № 526. Согласно этому документу, в ходе реформирования отрасли должны были, в частности, обеспечиваться права акционеров⁷:

– на участие в обсуждении и принятии решений, связанных с проведением структурных преобразований, которые затрагивают или могут затронуть их законные права;

– на доступ к информации, связанной с проведением структурных преобразований, которые затрагивают или могут затронуть их законные права.

В том же документе был провозглашен принцип сохранения структуры акционерного капитала и размеров пакетов акций каждого акционера в создаваемых в ходе реформы компаниях, в которые передаются пакеты акций или иное имущество реорганизуемых обществ.

Позже этот принцип пропорционального обмена акций был закреплен в законодательстве и взят за основу при реструктуризации холдинга ОАО РАО «ЕЭС России». Значительно усилилась роль миноритарных акционеров непосредственно в управлении холдингом и его компаниями, а также процессом реформирования. 25 сентября 2002 г. были провозглашены «Семь шагов менеджмента ОАО РАО «ЕЭС России» навстречу миноритарным акционерам», которые позволили учесть их интересы в процессе реформы.

В настоящее время в новых электроэнергетических компаниях, образованных в результате реструктуризации РАО «ЕЭС России», продолжается процесс становления и улучшения стандартов и практик корпоративного управления, описанных выше (среди которых формализация статуса участников корпоративного управления; формализация процессов корпоративного управления; внедрение этических норм и стандартов для участников корпоративного управления; формирование/корректировка политик корпоративного управления).

Этап 5. Мониторинг процесса управления рисками корпоративного управления

⁷ Источник: веб-сайт ОАО РАО «ЕЭС России»

Мониторинг и корректировка являются завершающими этапами цикла процесса управления рисками корпоративного управления. После того, как риски выявлены, оценены и принято решение о способе воздействия на риски, необходимо определить, каким образом компания (в лице участников корпоративного управления) будет контролировать исполнение принятого решения, а также его эффективность.

Логичным итогом процесса мониторинга является корректировка стратегии или политики управления рисками корпоративного управления. От эффективности системы мониторинга во многом зависит общая эффективность системы управления рисками корпоративного управления.

Целями мониторинга рисков корпоративного управления являются:

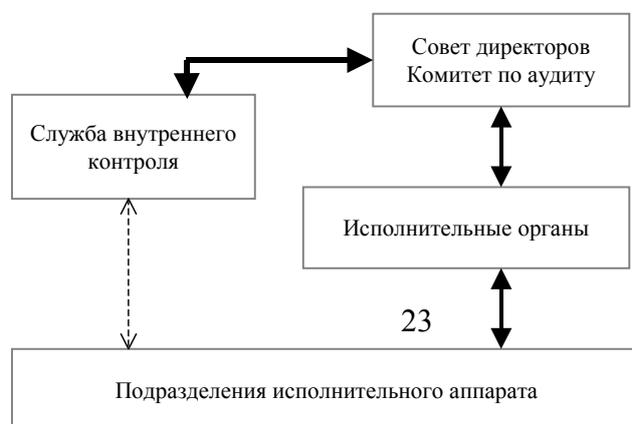
- контроль за исполнением принятого решения о воздействии на риск корпоративного управления;
- контроль за изменением оценки риска корпоративного управления и корректировка методов воздействия на риск;
- контроль за изменением внешних рисков корпоративного управления;
- контроль за эффективностью процесса воздействия на риск корпоративного управления (оценка снижения риска) и корректировка применяемых процедур и инструментов;
- выявление новых рисков корпоративного управления.

Мониторинг управления рисками корпоративного управления может вестись на разных уровнях управления компанией и с помощью разных механизмов. В значительной степени это зависит от существенности риска корпоративного управления и организационной структуры компании.

В целях эффективного мониторинга рисков корпоративного управления все риски корпоративного управления можно классифицировать с точки зрения их существенности по трем группам:

- приоритетные (риски корпоративного управления, способные оказать существенное воздействие на весь бизнес и требующие незамедлительного управляющего воздействия);
- существенные (риски корпоративного управления, способные оказать существенное влияние на основной бизнес и требующие разработки специальных программ по управлению ими);
- несущественные (риски корпоративного управления, способные оказать лишь несущественное воздействие на отдельные направления бизнеса).

Общая логика организации мониторинга и контроля рисков корпоративного управления – чем существеннее риски корпоративного управления, тем выше должен



быть уровень управления ими (см. рис.3).

Рис. 3 Иерархия процесса управления рисками корпоративного управления

Совет директоров должен утверждать общую политику в области управления рисками корпоративного управления и контролировать эффективность ее реализации. Целесообразно, чтобы Совет директоров не реже одного раза в год формировал свое мнение по следующим вопросам:

- определение стратегических целей управления рисками в связи с изменением приоритетов развития бизнеса;
- оценка качества и объема проделанных работ в области управления рисками, включая работы, выполненные службой внутреннего контроля;
- существенные ошибки и пробелы в управлении рисками, в том числе нефинансовыми.

Исполнительный аппарат (Правление компании) на регулярной основе должен рассматривать вопросы определения уровня приемлемости рисков и эффективности затрат на управление рисками.

Оперативное управление рисками корпоративного управления должно осуществляться под руководством заместителя Председателя Правления или заместителя Генерального директора, предпочтительно ответственного за стратегию развития.

Этап 6. Корректировка стратегии управления рисками корпоративного управления.

Корректировка стратегии управления рисками корпоративного управления в реформируемой компании должна осуществляться на регулярной основе. В период приватизации энергоактивов (продажи государственных пакетов в генерирующих компаниях, принадлежащих РАО «ЕЭС России») наиболее значимой областью возникновения рисков, в первую очередь для миноритарных акционеров указанных компаний, стала возможность снижения капитализации и ликвидности вследствие перехода собственности на акции к частным инвесторам (которые зачастую не были заинтересованы в публичности приобретаемых активов). Для снижения указанных рисков руководство РАО «ЕЭС России» предприняло меры по выводу акций своих дочерних компаний на фондовый рынок и включения их в котировальные списки. В результате, стоимость и ликвидность листингуемых бумаг должна вырасти. Соответственно, заинтересованность миноритарных акционеров в их продаже стратегическому инвестору, стремящемуся консолидировать контроль, и, соответственно, заинтересованность стратегического инвестора в покупке акций на рынке должны снизиться. Таким образом, риски потери доходов для миноритарных акционеров могут быть значительно сокращены в случае заблаговременно принятых решений и своевременно корректируемой стратегии управления рисками корпоративного управления в целом.

Предложенная система управления рисками корпоративного управления позволит обеспечить высокое качество корпоративного управления, соблюдение интересов основных участников корпоративного управления, рост стоимости компании и повышение ее имиджа в инвестиционном сообществе.

III. Основные публикации по теме диссертации.

1. Горев И.Е., Дубовицкая Е.А., Козлов Р.А. «Система корпоративного управления в холдингах» - «Журнал для акционеров» – 2003. – № 12 – 0.4 п.л. (лично автора – 0.15 п.л.).
2. Дубовицкая Е.А., Шульц Е.Б. «Новое в снижении рисков корпоративного управления», Журнал «Акционерное общество» – 2005. - № 1 (14) – 0.4 п.л. (лично автора – 0.2 п.л.).
3. Дубовицкая Е. «Корпоративное управление в холдингах», Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета – 2005. – Вестник №3 – 0.5 п.л.
4. Дубовицкая Е.А., Власова С.Г. «Говорим на языке инвесторов», Журнал «Управление компанией»- июль 2006 - №07 (62) – 0.5 п.л. (лично автора – 0.25 п.л.).
5. Дубовицкая Е.А. «Интересы инвесторов в контексте реструктуризации российской электроэнергетики» - тез. докл. к международной конференции «Корпоративное управление», М: ГУ-ВШЭ, Октябрь 2006 – 1.5 п.л.
6. Дубовицкая Е.А. «Что такое энергокапитализация?», Журнал «Рынок ценных бумаг» - июль 2007 - №12 (339) – 0.5 п.л.
7. Дубовицкая Е., Марушкевич Е. «Что ждет инвесторов после ликвидации РАО ЕЭС?», журнал «Энергорынок» - №6 (47), 2008 – 0.5 п.л. (лично автора – 0.25 п.л.).
8. Дубовицкая Е., Марушкевич Е. «Энергореформа: Риски для миноритариев», Газета «Ведомости» - №102 (2124), 05.06.2008) – 0.2 п.л. (лично автора – 0.1 п.л.).
9. Elena Dubovitskaya, Ekaterina Marushkevich, Dan Konigsburg «Why Russia's Power Sector Restructuring Presents Governance And Minority Shareholder Risks» - Credit Week – June 2008 – 1.0 п.л. (лично автора – 0.5 п.л.).

Публикация в изданиях из перечня рецензируемых научных журналов.

1. Дубовицкая Е.А. «Риски корпоративного управления», Международный журнал «Проблемы теории и практики управления» - №12, декабрь 2007 г. – 0.5 п.л.