

# СИСТЕМЫ ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ ВЫСШЕГО МЕНЕДЖМЕНТА КОМПАНИЙ

На примере акций

**Иван ПЕТРОВ**

магистр экономики,  
кафедра экономики и финансов фирмы  
факультета экономики НИУ ВШЭ

**Елена ЧИРКОВА**

кандидат экономических наук,  
доцент кафедры экономики и финансов  
фирмы факультета экономики НИУ ВШЭ

Оικονομία • Πολιτικά

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

В данной статье анализируется специфика применения российскими публичными компаниями различных систем вознаграждения высшего менеджмента, основанных на акциях (*stock-based compensation plans*), как инструмента сглаживания агентского конфликта между менеджерами и акционерами<sup>1</sup> в сравнении с мировым опытом использования подобных систем. В теории такие системы должны задавать руководству компании правильные стимулы и вести к повышению ее капитализации.

## 1. Основные системы вознаграждения высшего управленческого персонала

Западными корпорациями выработано большое количество разнообразных систем вознаграждения и стимулирования менеджмента и совета директоров, призванных унифицировать интересы менеджеров и акционеров. Они делятся: по времен-

<sup>1</sup> Суть агентского конфликта состоит в расхождении интересов акционеров (принципалов) и наемных менеджеров (агентов). Целью акционеров считается долгосрочный рост стоимости компании, в то время как целью менеджеров может быть рост личного благосостояния и максимизация своей стоимости на рынке труда, в силу чего они могут ориентироваться, например, на создание крупной диверсифицированной компании, где вознаграждение руководства выше, а риск потерять работу из-за поглощения ниже.

ному горизонту — на краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (1—3 года) и долгосрочные (4—10 лет); по форме выплат — на системы с прямыми денежными выплатами и с косвенным вознаграждением (опционные программы, выдача льготных кредитов, страхование профессиональной ответственности и пр.); по наличию привязки к эффективности компании — ставящие его в зависимость от нее (опционные программы, премии, привязанные к достижению определенных показателей, и пр.) или не ставящие (заработная плата, бонусы за выслугу лет).

Считается, что с точки зрения ослабления агентского конфликта наиболее эффективны долгосрочные системы косвенного вознаграждения, предполагающие зависимость вознаграждения от различных показателей компании, в том числе цены акций. Они включают такие инструменты, как классические опционы на акции, права на прирост стоимости акций, акции с ограничениями, фантомные акции, кроме того, вознаграждение может увязываться с экономической прибылью (EVA), может создаваться банк бонусов<sup>2</sup> и др.

*Опцион* — это право, позволяющее менеджеру купить акции своей компании по заранее определенной цене в оговоренный период времени. Опцион для менеджера отличается от обычного тем, что часто предусматривает ряд дополнительных условий и ограничений, например запрет на продажу или переуступку прав по нему, обязанность отработать определенное время в компании до или после его исполнения, добиться целевых показателей.

*Право на прирост стоимости акций (SAR — stock appreciation rights)*, которым наделяется менеджер, — это право на получение суммы, равной величине прироста стоимости акций компании за определенный период времени. Иногда может предусматриваться выплата акциями. Основная отличительная особенность SAR — отсутствие у менеджмента необходимости изыскивать финансовые ресурсы для покупки акций как в случае с классическими опционами.

*Акции с ограничениями (restricted stock, или performance shares)* — это акции, которые выдаются менеджеру через определенный период времени либо бесплатно, либо с большим дисконтом к рыночной цене на момент предоставления при условии достижения определенных целевых показателей — бухгалтерских (рентабельность активов, рентабельность продаж, рост выручки) или рыночных (доля рынка, доходность акционерного капитала и др.). Иногда единственным условием надления менеджера акциями может быть сам факт его работы на компанию в течение всего срока действия программы.

*Фантомные акции* — вознаграждение, выплачиваемое менеджеру по истечении определенного срока в виде суммы, равной стоимости закрепленных за ним акций. Предоставления реальных бумаг при

---

<sup>2</sup> Каждый год за менеджментом закрепляется определенная часть созданной экономической прибыли, которая затем выплачивается равными долями в течение нескольких лет при соблюдении заранее оговоренных условий, например при продолжении работы в компании.

этом не предполагается. На фантомные акции часто выплачиваются промежуточные дивиденды, равные дивидендам на реальные.

Описанные выше системы вознаграждения, основанные на акциях, — наиболее распространенные формы долгосрочного вознаграждения руководства компаний в развитых странах. Все они имеют одно главное достоинство: нацеливают менеджеров на рост стоимости акций. Вместе с тем у них есть и недостатки: сильная зависимость вознаграждения от общей динамики фондового рынка, создание стимулов к «накручиванию» капитализации к определенному моменту путем задержки публикации негативных новостей, «корректировки» отчетности и другими методами, что в недавнем исследовании инструментов вознаграждения на основе акций было названо их главной проблемой<sup>3</sup>. Кроме того, использование инструментов, основанных на акциях, может вести к размыванию долей существующих акционеров.

Из систем, основанных на стоимости акций, первыми были опционные схемы, которые начали использоваться в США в конце 1970-х годов и стали особенно популярны в 1990-х годах среди компаний «новой экономики». В начале 2000-х годов 96% компаний в США использовали хотя бы одну из этих систем, а самой распространенной формой оставался классический опцион, применявшийся 88% компаний<sup>4</sup>.

На докризисный 2007 год у компаний, входящих в индекс *S&P* 1500, соотношение компонентов общей суммы вознаграждения высшего менеджмента выглядело так: заработная плата — 23%, годовые бонусы и премии — 16%, опционы — 24%, акции с ограничениями — 16%, другие формы долгосрочного вознаграждения — 17%, прочее — 5%. При этом тенденцией является рост доли долгосрочных, то есть наиболее эффективных форм в структуре вознаграждения: она увеличилась с 38% в 1995 году до 57% в 2007 году. Также прослеживаются снижение популярности классических опционов (с 2000 по 2007 год их доля в общем доходе менеджеров сократилась с 42 до 24%) и рост — акций с ограничениями (с 5 до 16% за тот же период)<sup>5</sup>.

## 2. Эффективность систем вознаграждения

Эффективность различных систем вознаграждения, основанных на акциях, постоянно изучается западными экономистами. Она обычно оценивается либо через краткосрочную реакцию рынка на новость об их принятии, либо через рост рыночной стоимости и изменения

<sup>3</sup> *Bebchuk L., Grinstein Y., Peyer U.* Lucky CEOs and Lucky Directors // *Journal of Finance*. 2010. Vol. 65. No 6.

<sup>4</sup> *Murphy K.* Stock-Based Pay in New Economy Firms // *Journal of Accounting and Economics*. 2003. Vol. 34. No 1—3.

<sup>5</sup> *Ferracane R.* Fair Pay, Fair Play: Aligning Executive Performance and Pay. Indianapolis: Jossey-Bass. 2010.

бухгалтерских показателей компании в долгосрочной перспективе. Кроме того, изучается наличие тайминга — выбора благоприятного момента — для принятия программ вознаграждения.

*Продолжительность программы, срок наделения правами, период исполнения опциона.* Теоретически обосновано<sup>6</sup> и эмпирически подтверждено<sup>7</sup>, что наиболее эффективным инструментом решения агентского конфликта является использование программ с длительными (от трех лет) сроками, дающими меньшие возможности менеджменту для поддержки капитализации сомнительными методами. Успех программы также определяют срок наделения менеджмента правами на опционы или SAR (*vesting period*) и срок его исполнения (*exercise period*). Короткий период наделения правами на опционы и отсутствие требования держать акции после исполнения опционов приводят к краткосрочному накручиванию капитализации менеджментом к моменту исполнения<sup>8</sup>; в случае длительного периода наделения агентская проблема решается гораздо лучше даже при отсутствии требования держать акции<sup>9</sup>. Наиболее удачной с точки зрения унификации интересов менеджмента и акционеров считается практика постепенного наделения менеджеров правами, поскольку это заставляет их беспокоиться о росте капитализации в течение всего действия программы<sup>10</sup>.

*Цена исполнения опциона.* Одним из основных параметров систем вознаграждения, основанных на цене акции (*exercise price*) классические опционы и SAR), является соотношение цены исполнения опциона и текущей рыночной цены акций. Превышение цены исполнения над текущей рыночной ценой на момент выдачи опционов обычно называется премией, а превышение рыночной цены над ценой исполнения — скидкой. Исследователи опыта западных стран единодушны в том, что если цена исполнения значительно ниже рыночной цены акций, то она не создает необходимых стимулов для менеджмента. Некоторые ученые<sup>11</sup> полагают, что цена исполнения опционов должна быть равна текущей цене акций в момент предоставления опционов, так как это наилучшим образом стимулирует менеджеров.

---

<sup>6</sup> Fudenberg D., Milgrom P. Short-Term Contracts and Long-Term Agency Relationships // Journal of Economic Theory. 1990. Vol. 50. No 1.

<sup>7</sup> См., например, работы: Zattoni A. Stock Incentive Plans in Europe: Empirical Evidence and Design Implications // Corporate Ownership and Control. 2007. Vol. 4. P. 54—62; Hilb M. New Corporate Governance. Berlin: Springer, 2008.

<sup>8</sup> См.: Bernhardt W. Stock Option for or Against Shareholder Value? New Compensation Plans for Top Management and the Interests of the Shareholders // Corporate Governance. An International Review. 1999. Vol. 7. No 2; Grant S., King S., Polak B. Information Externalities, Share-Price Based Incentives and Managerial Behavior // Journal of Economic Surveys, 1996. Vol. 10. No 1.

<sup>9</sup> Hoi C., Robin A. The Design of Incentive Compensation for Directors // Corporate Governance, 2004. Vol. 4. No 3.

<sup>10</sup> См.: Bebchuk L., Fried J. Pay without Performance: Overview of the Issues // Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17. No 1; Bebchuk L., Fried J., Walker D. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation // The University of Chicago Law Review. 2002. Vol. 69. No 3.

<sup>11</sup> Hall B., Murphy K. Stock Options for Undiversified Executives // Journal of Accounting and Economics. 2002. Vol. 33. No 1.

Эмпирические исследования<sup>12</sup> доказывают, что именно этот подход практикуют американские компании. В Японии, где собственность публичных компаний более концентрированная, 92% опционов выпускаются с премией и средняя равна 5%<sup>13</sup>. Ряд ученых подчеркивают необходимость привязки цены исполнения к общему движению котировок — это должно способствовать справедливой оценке действий менеджеров и вознаграждению непосредственно за усилия. Однако такие схемы редко используются на практике.

*Переоценка опционов.* В американских компаниях распространена практика переоценки обесценившихся опционов, когда при существенном падении рынка снижают цену исполнения существующих опционов либо выпускают новые опционы с более низкой ценой исполнения, а старые при этом сохраняются. Ряд западных ученых<sup>14</sup> утверждают, что сильно обесценившиеся опционы и SAR никак не стимулируют менеджеров, поэтому переоценка необходима, но при этом оговариваются, что в компаниях, где менеджеры способны влиять на процесс переоценки, она приводит к разрушению стоимости. Другие полагают, что все системы вознаграждения, основанные на акциях, заведомо являются долгосрочными и потому краткосрочные корректировки рынка не должны приводить к переоценке опционов, поскольку со временем их цена должна восстановиться.

*Масштаб программ вознаграждения.* Эмпирически подтверждается факт положительного восприятия инвесторами масштабных систем вознаграждения. На данных американских компаний, входящих в индекс S&P 1500, в период с 1991 по 1996 год показано<sup>15</sup>, что чем больше доля уставного капитала, на которую претендуют топ-менеджеры по программе вознаграждения, тем выше положительная избыточная доходность акций в день объявления о программе. Подобный эффект задокументирован и по данным 644 систем вознаграждения, основанных на цене акций, запущенных в японских компаниях с 1997 по 2001 год — после того, как было разрешено их использование<sup>16</sup>. Подобные результаты получены для австралийских компаний, но исследовалась не реакция рынка, а динамика рентабельности собственного капитала<sup>17</sup>.

<sup>12</sup> См.: *Kole S.* The Complexity of Compensation Contracts // *Journal of Financial Economics*. 1997. Vol. 43. No 1; *Murphy K.* Executive Compensation // *Handbook of Labor Economics*. Vol. 3 / O. Ashenfelter, D. Card (eds.). Amsterdam: Elsevier, 1999. Ch. 38.

<sup>13</sup> *Kato H., Lemmon M., Luob M., Schallheim J.* An Empirical Examination of the Costs and Benefits of Executive Stock Options: Evidence from Japan // *Journal of Financial Economics*. 2005. Vol. 78. No 2.

<sup>14</sup> *Hall B., Murphy K.* Stock Options for Undiversified Executives; *Saly J.* Repricing Executive Stock Option in a Down Market // *Journal of Accounting and Economics*. 1994. Vol. 18. No 3; *Acharya V., John K., Sundaram R.* On the Optimality of Resetting Executive Stock Options // *Journal of Financial Economics*. 2000. Vol. 57. No 1.

<sup>15</sup> *Kahle K.* When a Buyback isn't a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options // *Journal of Financial Economics*. 2002. Vol. 63. No 2.

<sup>16</sup> *Kato H., Lemmon M., Luob M., Schallheim J.* Op. cit.

<sup>17</sup> *Hutchinson M., Gul F.* The Effects of Executive Share Options and Investment Opportunities on Firms' Accounting Performance: Some Australian Evidence // *British Accounting Review*. 2006. Vol. 38. No 3.

*Выкуп акций с рынка или проведение дополнительной эмиссии.* С другой стороны, размывание долей собственности существующих акционеров и снижение показателя прибыли на одну акцию при проведении дополнительной эмиссии для реализации программ вознаграждения могут быть одними из главных недостатков систем вознаграждения, основанных на реальных акциях. Если для выполнения условий программы компания прибегает к дополнительной эмиссии, то, чем больше доля в капитале, предназначенная для менеджмента, тем более негативно факт разводнения капитала воспринимается инвесторами (большой процент акционеров голосует против таких программ и выше отрицательная избыточная доходность в день объявления)<sup>18</sup>. При размывании до 4% избыточная доходность в день объявления положительная, а свыше этого — отрицательная<sup>19</sup>. Японские компании, где власть акционеров значительно выше, чем в американских, предпочитают для расчетов по программам вознаграждения, основанным на акциях, выкуп акций с рынка: он используется в 65% программ<sup>20</sup>.

*Наличие целевых показателей деятельности для наделения правами (KPI).* Установка дополнительных целевых показателей для менеджеров лучше отражает влияние на капитализацию компании непосредственно их действий, а не фондового рынка и положительно воспринимается инвесторами. Однако большинство американских компаний предоставляют менеджерам опционы и подобные инструменты без дополнительных требований о достижении целевых показателей. В 1993—2002 годах они применялись менее чем в 2% программ и их популярность не росла, несмотря на подтвержденную эффективность<sup>21</sup>. Скорее всего это связано с большой властью менеджмента в США. В других странах целевые показатели в опционных системах вознаграждения используются значительно чаще, что объяснимо в том числе большей ролью институциональных инвесторов. В Великобритании Национальная ассоциация пенсионных фондов и Ассоциация британских страховых агентств заставили большинство компаний, в которые они инвестируют, применять в опционных схемах вознаграждения дополнительные целевые показатели.

*Наличие корректировок на размер выплачиваемых дивидендов.* Одним из главных недостатков систем вознаграждения, привязанных к капитализации, является отсутствие стимулов для менеджеров и членов совета директоров к выплате дивидендов, поскольку это уменьшает капитализацию. Эмпирически доказано, что наличие в компании сис-

---

<sup>18</sup> Martin K., Thomas R. When is Enough, Enough? Market Reaction to Highly Dilutive Stock Option Plans and the Subsequent Impact on CEO Compensation // Journal of Corporate Finance. 2005. Vol. 11. No 2.

<sup>19</sup> Venkateswar S. Market Reaction to Long-Term Incentive Plan Adoption: Equity Dilution as an Explanatory Variable // British Accounting Review. 2005. Vol. 24. No 1.

<sup>20</sup> Kato H., Lemmon M., Luob M., Schallheim J. An Empirical Examination of the Costs and Benefits of Executive Stock Options: Evidence from Japan.

<sup>21</sup> Gerakos J., Ittner C., Larcker D. The Structure of Performance-Vested Stock Option Grants // Essays in Accounting Theory in Honor of Joel S. Demski. Ch. 11. 2007.

тем вознаграждения, основанных на цене акций и не скорректированных на дивиденды, снижает их уровень<sup>22</sup>. Чтобы решить эту проблему, можно либо снижать цену исполнения по опционам и SAR на величину выплаченных дивидендов, либо выплачивать менеджменту суммы, равные дивидендам, перед исполнением (механизм *dividend protection*). Этот механизм крайне редко (1,1% программ) используется в американских компаниях<sup>23</sup>.

*Необходимость продолжения работы в компании для наделения правами на опционы или акции.* Часто акционеры называют одной из главных целей запуска систем вознаграждения на основе акций удержание ценных сотрудников: менеджеров и членов совета директоров. При увольнении сотрудник либо наделяется правами на количество опционов, пропорционально отработанному времени, независимо от даты увольнения из компании, либо не получает ничего при увольнении до определенной даты. Эмпирические исследования подтверждают эффективность систем вознаграждения, привязанных к цене акций, как инструмента удержания высших должностных лиц компании, как, например, это показано на данных американских компаний, входящих в *S&P 1500*, с 1993 по 2005 год<sup>24</sup>.

*Регулярность и преемственность программ.* Важны также регулярность запуска новых программ и их преемственность, чтобы новые сотрудники могли рассчитывать на участие в них. Кроме того, плавный переход от одной программы к другой не позволяет менеджерам накручивать капитализацию на краткосрочном горизонте, поскольку выгоды по одним инструментам нивелируются соответствующим обесценением других.

*Тайминг.* Исследователями был проанализирован ответ компаний, применявших опционные схемы, на общее падение рынка в октябре 1987 года и было установлено, что в посткризисных 1987 и 1988 годах было предоставлено значительно больше опционов, чем в докризисных 1985 и 1986 годах, а особую активность проявили компании, чья капитализация в кризис упала больше всего<sup>25</sup>. Подобная тенденция имела место и во время кризиса 2008—2009 годов: десятки крупнейших американских компаний выдали опционы своим топ-менеджерам, когда котировки компаний были на минимуме<sup>26</sup>. Такие факты подтверждают наличие сильной власти менеджеров и серьезного агентского конфликта в американских компаниях. Проблему зависимости

---

<sup>22</sup> Easterbrook F. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // American Economic Review. 1984. Vol. 74. No 4; Lewellen W., Loderer C., Martin K. Executive Compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis // Journal of Accounting and Economics. 1987. Vol. 9. No 3; Lambert R., Larcker W., Larcker D. Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1989. Vol. 25. No 4.

<sup>23</sup> Murphy K. Executive Compensation.

<sup>24</sup> Balsam S., Miharjo S. The Effect of Equity Compensation on Voluntary Executive Turnover // Journal of Accounting and Economics. 2007. Vol. 43. No 1.

<sup>25</sup> Saly J. Repricing Executive Stock Option in a Down Market.

<sup>26</sup> Thurm S. Options Given During Crisis Spell Large Gains for CEOs // Wall Street Journal. 2011. April 27.

вознаграждения от общего движения котировок можно решить путем привязки цены исполнения опционов и SAR к различным индексам или перехода на использование акций с ограничениями и фантомных акций, у которых нет цены исполнения, которые не обесцениваются полностью в кризис и продолжают оставаться хорошим стимулом для наращивания стоимости акций.

Можно констатировать, что в целом в США устойчивой тенденцией является все более широкое применение программ, лучше выполняющих функцию сглаживания конфликта акционеров, а опыт Европы и Японии и без того во многих отношениях смотрится как более передовой. Посмотрим теперь, как на этом фоне выглядит Россия.

### 3. Анализ применения подобных систем вознаграждения в России

В российских компаниях уже имеется опыт использования систем вознаграждения, привязанных к цене акций. В 2001 году подобные программы использовались в пяти компаниях («ЮКОС», «ЛУКОЙЛ», «Вымпелком», «Татнефть» и «ОМЗ»). По мере роста уровня корпоративного управления, приближения к западным стандартам ведения бизнеса и роста количества публичных компаний программы вознаграждения, основанные на капитализации, становились всё более популярными. До начала финансового кризиса 2008 года количество компаний, использующих подобные схемы, непрерывно росло, достигнув пика в 2007 году, когда их использовали 33 эмитента, в 2009 году таковых было 28<sup>27</sup>. Итоговая выборка исследования представляет собой 48 публичных российских компаний, работающих в 11 (из 13) отраслях, которые с 2001 по 2011 год в совокупности применяли 81 программу вознаграждения, привязанную к капитализации<sup>28</sup>.

Для сравнения российского и мирового опыта необходимо учитывать, что в большинстве зарубежных исследований рассматривались примеры американских компаний, в которых структура собственности распылена, наемные менеджеры имеют значительную власть и способны пролоббировать решение о запуске программ с наиболее выгодными условиями в лучшее для них время. В связи с этим нами был проведен анализ того, насколько на момент принятия программ в российских компаниях были сильны позиции менеджмента и акционеров. Мы считаем, что в компании сильны позиции менеджеров, если контрольный пакет находится у генерального директора и группы менеджеров (и они же основные выгодоприобретатели по программе) или

---

<sup>27</sup> Наши данные основаны на публичной информации и могут несколько недооценивать реальное использование подобных систем вознаграждения в российских компаниях из-за слабого раскрытия информации.

<sup>28</sup> Поскольку целью данной работы является изучение систем вознаграждения, предназначенных только для топ-менеджмента и членов совета директоров, то в выборку не попали программы для широкого круга сотрудников.



государства (и нет крупного частного акционера) либо если в компании более трех крупных акционеров. По нашим данным, из 80<sup>29</sup> программ вознаграждения всего 29 были запущены в таких компаниях, остальные 51 — в компаниях с сильными позициями акционеров, где есть контролирующий частный акционер. Мы ожидали увидеть большую концентрацию программ с негативными последствиями для акционеров в группе компаний с сильными позициями управленцев.

*Использование систем вознаграждения, основанных на цене акций, по отраслям экономики.* Отраслевая разбивка российских публичных компаний, применявших системы вознаграждения на основе цены акций, сильно отличается от данных по США (табл. 1). Американские компании, работающие в более регулируемых отраслях (банковское дело, страхование, добыча газа и электроэнергетика), в меньшей степени используют системы вознаграждения, основанные на цене акций, чем компании из нерегулируемых отраслей, что объясняется меньшими возможностями менеджеров влиять на капитализацию регулируемого бизнеса<sup>30</sup>. Низкая распространенность опционных программ в электроэнергетике США — доля опционов в общем портфеле вознаграждения менеджмента составляет всего 15%<sup>31</sup> — сохраняется даже после дерегулирования отрасли в 1992 году<sup>32</sup>. В сырьевых отраслях менеджменту также труднее повлиять на капитализацию, поскольку ее основным драйвером являются мировые цены на сырье, и там опционные программы также менее распространены.

В России же, напротив, помимо телекоммуникационных и IT-компаний (21% программ) программы вознаграждения, основанные на цене акций, наиболее активно используются в энергетической (12,3%), нефтегазовой (16%) и горнодобывающей отраслях (7,4%). При этом в энергетике большинство программ, созданных по типовой схеме, было принято во времена существования РАО «ЕЭС», в то время как многие аналитики отмечали, что после реструктуризации РАО акции его дочерних компаний будут стоить значительно дороже независимо от действий менеджмента.

Нами не обнаружено ни одной программы, основанной на цене акций, в российском финансовом секторе, тогда как в американских финансовых компаниях доля вознаграждения в виде опционов составляет около 30%<sup>33</sup>. Правда, ЦБ РФ требовал единых правил реализации программ вознаграждения для менеджеров государственных банков, которые были приняты только в декабре 2010 года, и руководство Сбербанка и ВТБ уже заявило о готовящихся опционных программах.

<sup>29</sup> Из-за непрозрачной структуры собственности был исключен «Сургутнефтегаз».

<sup>30</sup> *Smith C., Watts R.* The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies // *Journal of Financial Economics*. 1991. Vol. 32. No 3.

<sup>31</sup> *Murphy K.* Executive Compensation.

<sup>32</sup> *Bryan S., Hwang L., Lilien S.* CEO Compensation after Deregulation: The Case of Electric Utilities // *The Journal of Business*. 2005. Vol. 78. No 5.

<sup>33</sup> *Murphy K.* Executive Compensation.

Т а б л и ц а 1

**Выборка российских публичных компаний, применявших системы вознаграждения на основе цены акций в отраслевом разрезе, 2001–2011 годы**

Отрасль	Количество программ	% от всех программ	Количество компаний	% от всех компаний, использующих программы
Горнодобывающая	6	7,4	3	6,3
Машиностроение	8	9,9	3	6,3
Медиа	5	6,2	2	4,2
Металлургия	4	4,9	3	6,3
Нефть и газ	13	16,0	7	14,6
Пищевая	4	4,9	3	6,3
Розничная торговля	8	9,9	5	10,4
Строительство и девелопмент	2	2,5	2	4,2
Телекоммуникации, ИТ	17	21,0	9	18,8
Транспорт	4	4,9	3	6,3
Финансовая	0	0	0	0
Химия и нефтехимия	0	0	0	0
Электроэнергетика	10	12,3	8	16,7
Всего	81	100,0	48	100,0

*Источник:* расчеты авторов.

*Виды используемых систем вознаграждения, основанных на акциях.* В России наиболее популярны системы вознаграждения с использованием классических опционов (49% программ), популярность которых на Западе падает, и мала, но не намного ниже, чем в США, доля акций с ограничениями (14%)<sup>34</sup> (табл. 2). У нас редки случаи использования нескольких систем одновременно, тогда как в американских компаниях это считается передовой практикой.

Т а б л и ц а 2

**Распространенность различных видов систем вознаграждения, привязанных к капитализации, в российских компаниях**

Вид системы вознаграждения	Количество программ, шт.	Процент от общего количества программ, %
Классические опционы	38	48,7
Права на прирост стоимости акций (SAR)	17	21,8
Акции с ограничениями	11	14,1
Фантомные акции	2	2,6
Гибрид классических опционов и SAR*	5	6,4
Гибрид акций с ограничениями и фантомных	2	2,6
Одновременное использование нескольких типов систем	3	3,8
Всего программ	78	100,0

\* Системы, в которых есть выбор между исполнением опционов менеджером за свои деньги и получением денежного эквивалента разницы между ценами акций.

*Источник:* расчеты авторов.

<sup>34</sup> Часто российские компании в официальных объявлениях, описывающих условия утвержденных программ, называют их неправильно. Распространенным является использование терминов «опционные схемы» и «фантомные акции», когда речь идет об акциях с ограничениями. Таблица составлена с учетом западного понимания инструментов.

Из 79 российских программ вознаграждения, информация по которым известна, в 52 (66%) использовались реальные акции, в 19 (24%) — фантомные, в 8 (10%) предполагалось смешанное использование реальных акций и денежного эквивалента. Помимо законодательных и налоговых аспектов выбор между классическими опционами и SAR имеет экономические мотивы. Например, «Голден Телеком» был вынужден сменить программу SAR на классические опционы, поскольку из-за очень бурного роста котировок реальные денежные выплаты составили значительную часть денежного потока. Похожую ситуацию аналитики прогнозировали и в «Комстаре», но вмешался кризис. Другие компании, такие как «ЛУКОЙЛ» или «ЕВРАЗ», наоборот, переходили от реальных акций к фантомным, указывая на экономию на издержках из-за отсутствия необходимости выкупа акций на рынке.

*Продолжительность программы, срок наделения правами, период исполнения.* В российских компаниях системы вознаграждения имеют значительно более короткую продолжительность, чем в американских и даже японских, где использование опционных схем началось только в 1997 году: средний срок действия программ в России — 3 года, в Японии — около 5, а в США — 10 лет. Сроки наделения правами на опционы и SAR в российских компаниях сопоставимы с соответствующими показателями в США и Японии, а сроки исполнения, наоборот, значительно короче (табл. 3). Только в 10% программ менеджеры могут начать исполнять опционы или прочие инструменты менее чем через год после предоставления. Постепенное наделение правами, признанное наиболее эффективным на Западе, используется в 36% программ и в 53% компаний, что является очень высокими показателями. Чаще всего сотрудник может исполнить треть опционов

Т а б л и ц а 3

Сроки программ вознаграждения в российских, американских и японских компаниях

Показатель	Россия (2001— 2011), %	США (1970— 1996), %	Япония (1997— 2001), %
Количество программ, по которым рассчитывались средние значения	80	1060	562
Процент программ с общей продолжительностью:			
менее 5 лет	81	2	Н/д
5 лет ровно	7,5	5,5	Н/д
от 5 до 10 лет	7,5	5,5	Н/д
10 лет ровно	4	83	Н/д
более 10 лет	0	4	Н/д
Средняя продолжительность, <i>mean (median)</i> , лет	3,51 (3)	Н/д (10)	5,6 (5,1)
Средний срок наделения правами на опцион, <i>mean (median)</i> , лет [67]*	2 (2)	Н/д (2,5)	1,8 (2,1)
Средний срок исполнения, <i>mean (median)</i> , лет [61]*	1,2 (0,3)	Н/д (7,5)	3,8 (3,0)

\* Количество программ, по которым рассчитывались средние значения.

Источники: Murphy K. Executive Compensation; Kato H., Lemmon M., Luob M., Schallheim J. An Empirical Examination of the Costs and Benefits of Executive Stock Options...; расчеты авторов.

или SAR через год, еще по трети опционов — через два и три года с момента предоставления. Анализ продолжительности программ вознаграждения в разбивке по компаниям с сильными позициями менеджмента и акционеров показал, что в первых она составляет 3 года, а во вторых — 3,8 (разница значима на 5-процентном уровне).

**Цена исполнения.** В российских компаниях большинство программ запускается с ценой исполнения ниже текущей и лишь 17% опционов и SAR были или будут предоставлены менеджерам и членам совета директоров с премией. Это сильно отличается от ситуации в США и в Японии, где цена исполнения равна или выше текущей в 98 и 96% случаях соответственно (табл. 4).

Т а б л и ц а 4

**Цены исполнения опционов и SAR по программам вознаграждения  
в компаниях России, США, Японии и Австралии**

Показатель	Россия (2001— 2011)	США (1970— 1996)	Япония (1997— 2001)	Австралия (1999— 2004)
Количество программ, по которым рассчитывались средние значения*	47	1060	562	336
Средняя премия (скидка) цены исполнения к текущей цене, %	-13,2 (-1,46)	Н/д (0)	4 (5)	Н/д
Доля программ с ценой исполнения, %:				
ниже текущей	55	3	4	18
равной текущей	28	95	4	53
выше текущей	17	2	92	29
меняющейся со временем	8,5	0,27	Н/д	Н/д

\* В случае России шесть программ со скидкой более 90% к текущей цене были исключены из выборки, так как их условия больше походили на условия программ акций с ограничениями, несмотря на то, что сами компании позиционировали их как программы классических опционов.

*Источники:* Murphy K. Executive Compensation; Kato H., Lemmon M., Luo M., Schallheim J. An Empirical Examination of the Costs and Benefits of Executive Stock Options...; Matolcsy Z., Riddell S. Alternative Explanations for the Association between Market Values and Stock-Based Compensation Expenditure // Journal of Contemporary Accounting & Economics. 2009. Vol. 5. No 2; расчеты авторов.

**Переоценка опционов.** Если рассматривать только 24 программы, действовавшие во время последнего финансового кризиса, то выясняется, что российские компании с сильными позициями акционеров только в 3 случаях из 17 (18%) предприняли действия по корректировке условий систем вознаграждения из-за общего падения рынка, а компании, где сильны позиции менеджеров, сделали это в 5 программах из 7 (71%) — тенденция та же, что и в США (табл. 5).

**Масштаб программ вознаграждения.** Выборка по России, на которой изучался масштаб программ, включает 61 программу, остальные были исключены для достижения сравнимости. Из табл. 6 видно, что российские системы вознаграждения, основанные на цене акций, по размеру значительно больше японских, схожи с американскими и сильно уступают австралийским. С этой точки зрения системы вознаграждения в России имеют хорошие шансы для обеспечения

Т а б л и ц а 5

**Изменение условий в программах вознаграждений в российских компаниях  
во время кризиса 2008—2009 годов (шт.)**

Изменение условий в программе вознаграждения	Компании с сильными позициями	
	акционеров	менеджеров
Изменения не потребовались в силу особенностей программы*	6	1
Изменений не было	8	1
Запуск новой программы	1	3
Переоценка (снижение цены исполнения по опционам и SAR)	2	1
Продление срока программы	0	1
Всего программ, действовавших во время кризиса	17	7

\* В компаниях, применявших системы с фантомными акциями, акциями с ограничениями, а также в компаниях, где опционы или SAR выпускаются на регулярной основе.

*Источник:* расчеты авторов.

долгосрочного роста капитализации компаний, в которых они внедряются. Однако средний масштаб в американских компаниях с 1992 по 2005 год, который мы использовали для сравнения, не является корректным показателем картины на 2005 год: он постоянно рос и в 2001—2005 годы составлял более 2%; кроме того, данные по японским компаниям представляют собой опыт первых четырех лет использования систем вознаграждения на основе цен акций, когда собственники только начали осваивать их применение. Что касается статистики в разбивке по российским компаниям с сильными позициями менеджеров и акционеров, то в первых средний масштаб программ составляет 1% капитализации, во вторых — 1,9%. Эта разница значима на 1-процентном доверительном интервале.

Т а б л и ц а 6

**Сравнение масштабов программ вознаграждения, основанных на цене акций  
в России и других странах**

Средний процент от уставного капитала	Россия (2001—2011)	США (1992—2005)	Япония (1997—2001)	Австралия (1997—2004)
<i>Mean</i>	1,5	1,3	0,3	3,7
<i>Median</i>	1,1	0,9	0,2	3,6

*Источники:* Kato H., Lemmon B., Luob M., Schallheim J. An Empirical Examination of the Costs and Benefits of Executive Stock Options...; Carlin T., Ford G. Empirical Evidence on the Use, Size and Cost of Executive Options Schemes in Australia // Research in International Business and Finance. 2006. Vol. 20. No. 3; расчеты авторов.

*Выкуп акций с рынка или проведение дополнительной эмиссии.* 60 российских программ вознаграждения, представляющих собой классические опционные схемы и акции с ограничениями, могут требовать проведения дополнительной эмиссии для их выполнения. Из 56 программ, по которым есть данные, 43 (77%) были реализованы с помощью выкупа акций с рынка, 9 (16%) были осуществлены за счет акций мажоритарного акционера, еще в четырех случаях (7%) проводилась дополнительная эмиссия. В целом для всех систем воз-

награждения в российских компаниях характерно небольшое размывание капитала.

*Наличие целевых показателей деятельности для наделения правами (KPI).* Ряд российских компаний используют дополнительные целевые показатели, устанавливаемые для менеджмента. В зависимости от степени достижения этих показателей менеджеры могут получить либо права на большее количество опционов, либо возможность их исполнения заранее, либо не получить никаких прав вообще, даже при росте капитализации компании. Информация о наличии или отсутствии таких показателей есть в отчетности по 53 программам, из которых ключевые показатели эффективности деятельности менеджмента установлены в 30 (57%). Таким образом, можно говорить об очень широком распространении использования дополнительных показателей в российских компаниях, что косвенно подтверждает большую власть собственников, нежели менеджеров, над бизнесом и должно положительно сказываться на долгосрочном росте стоимости компаний.

*Наличие корректировок на выплачиваемые дивиденды.* В российских компаниях механизм *dividend protection* предусмотрен в 8 из 47 программ, по которым есть соответствующие данные, то есть в 17% случаев. Он применялся в НЛМК, «Газпроме», в четырех программах «ЛУКОЙЛа», в ранних программах «Норильского никеля» и «ЕВРАЗ». Популярность корректировок на дивиденды в России можно считать весьма высокой на фоне США, где они практически не используются.

*Необходимость продолжения работы в компании для наделения правами на опционы или акции.* В российских компаниях применяется четыре типа условий относительно работы в компании сотрудника, наделяемого опционами, SAR, фантомными акциями и т. д. (данные об этом есть в 49 программах):

- наделение правами пропорционально отработанному времени независимо от даты увольнения (24,5%);
- наделение правами только в случае, если менеджер работает в компании в момент наделения без дальнейших ограничений (67%);
- требование продолжения работы в компании в течение определенного времени даже после исполнения опционов или получения акций по программе (4%);
- отсутствие каких-либо ограничений, когда менеджер имеет возможность исполнить опцион, SAR или получить акции в самом начале программы и не обязан потом оставаться в компании (4%).

Последний вариант, наименее выгодный для акционеров, применялся в «Газпроме» и «НЛМК». Для России характерна малая распространенность требования о продолжении работы в компании после исполнения опционов или получения акций по программам (третий вариант), что, по мнению зарубежных исследователей, является наиболее передовой практикой<sup>35</sup>. Однако популярность второго вари-

<sup>35</sup> *Bebchuk L., Grinstein Y., Peyer U. Lucky CEOs and Lucky Directors.*

анта свидетельствует о том, что в целом в российских программах вознаграждения преобладают достаточно жесткие требования для удержания ценных управленцев в течение всего срока действия программ, что способствует лучшей унификации интересов акционеров и менеджеров на долгосрочном временном горизонте.

*Регулярность и преемственность программ.* Нами было проведено сравнение распространенности программ с регулярным предоставлением опционов, SAR, фантомных акций и т. д. в России и США. В качестве критерия регулярности было выбрано требование о промежутке между грантами не более одного года. Также была проанализирована преемственность программ: рассчитан процент компаний, в которых одна программа принимается на смену предыдущей с интервалом не более полугода или действуют несколько программ одновременно. Российские компании отстают в плане преемственности и регулярности программ вознаграждения, основанных на акциях, от компаний США (табл. 7), что должно понижать эффективность стимулов для менеджмента. Тем не менее с учетом небольшого опыта применения подобных программ в России показатели, характеризующие регулярность, достаточно высоки.

Т а б л и ц а 7

**Сравнение показателей преемственности и регулярности программ вознаграждения, привязанных к капитализации в России и США (%)**

Показатель	Количество программ в выборке	Россия (2001–2011)	США (1992–1996)
Доля программ с регулярным предоставлением опционов, SAR и т. д.	73	21,9	59,3
Доля компаний с регулярным предоставлением опционов, SAR и т. д.	45	31,1	50,4
Доля компаний с преемственными системами вознаграждения, основанными на акциях	45	48,9	84,1

*Источники:* Aboody D., Kasznik R. CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures // Journal of Accounting and Economics, 2000. Vol. 29. No 1; расчеты авторов.

*Тайминг.* В России запуски новых программ вознаграждения, основанных на акциях, коррелируют с уровнем фондового рынка. Большинство (28) программ было запущено на пике рынка — в 2007 году и в первой половине 2008 года. Из них только 8 были инициированы в компаниях с сильными позициями менеджеров, при этом 6 в электроэнергетике по единому сценарию. Во второй половине 2008 года, то есть сразу после начала кризиса, не было запущено ни одной программы. В 2009 году было запущено всего 6; примечательно, что три из них в компаниях с сильными позициями акционеров (ГМК «Норильский Никель», «Вымпелком» и «СТС Медиа») были начаты во второй половине года, когда котировки уже значительно поднялись с минимальных кризисных значений, тогда как три другие в компаниях с сильными позициями менеджеров («Аэрофлот», «Газпром» и «Соллерс») были приняты в первой половине года, то есть в период, когда котировки достигали минимумов.

«Аэрофлот» и «Газпром» давно планировали опционные программы, но откладывали, а оперативно запустили их именно после кризиса. «Соллерс» же к моменту запуска этой программы и так уже имел две действующие. В российских компаниях в целом наблюдается ситуация запуска программ на волне подъема фондового рынка, но такая тенденция формируется компаниями с сильными позициями акционеров. В компаниях с сильными позициями менеджеров такие программы запускаются, когда рынок находится на дне.

### Краткие выводы

Подведем итоги. Российские программы вознаграждения в среднем короче по продолжительности и меньше по масштабу, чем зарубежные, и они обладают целым рядом преимуществ. В них чаще используются дополнительные КРП и закреплены более жесткие требования к продолжению менеджментом работы в компании для наделения сотрудников правами на опционы и подобные инструменты, чаще используются корректировки на выплачиваемые дивиденды. Наряду с этим для России характерны более короткие сроки исполнения опционов. Основным недостатком российских программ вознаграждения, по нашему мнению, является преобладающее предоставление опционов и SAR с ценой исполнения меньше рыночной на момент наделения менеджеров опционами. Программы компаний с сильными позициями менеджмента значительно меньше по средней продолжительности и по масштабу, что не способствует решению агентского конфликта.

### Список литературы

- Aboody D., Kasznik R.* CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures // Journal of Accounting and Economics, 2000. Vol. 29. No 1.
- Acharya V., John K., Sundaram R.* On the Optimality of Resetting Executive Stock Options // Journal of Financial Economics. 2000. Vol. 57. No 1.
- Balsam S., Miharjo S.* The Effect of Equity Compensation on Voluntary Executive Turnover // Journal of Accounting and Economics. 2007. Vol. 43. No 1.
- Bebchuk L., Fried J.* Pay without Performance: Overview of the Issues // Journal of Applied Corporate Finance. Vol. 17. No 1.
- Bebchuk L., Fried J., Walker D.* Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation // The University of Chicago Law Review. 2002. Vol. 69. No 3.
- Bebchuk L., Grinstein Y., Peyer U.* Lucky CEOs and Lucky Directors // Journal of Finance. 2010. Vol. 65. No 6.
- Bernhardt W.* Stock Option for or Against Shareholder Value? New Compensation Plans for Top Management and the Interests of the Shareholders // Corporate Governance. An International Review. 1999. Vol. 7. No 2.
- Bryan S., Hwang L., Lilien S.* CEO Compensation after Deregulation: The Case of Electric Utilities // The Journal of Business. 2005. Vol. 78. No 5.
- Carlin T., Ford G.* Empirical Evidence on the Use, Size and Cost of Executive Options Schemes in Australia // Research in International Business and Finance. 2006. Vol. 20. No. 3.



- Easterbrook F.* Two Agency-Cost Explanations of Dividends // *American Economic Review*. 1984. Vol. 74. No 4.
- Ferracone R.* Fair Pay, Fair Play: Aligning Executive Performance and Pay. Indianapolis: Jossey-Bass. 2010.
- Fudenberg D., Milgrom P.* Short-Term Contracts and Long-Term Agency Relationships // *Journal of Economic Theory*. 1990. Vol. 50. No 1.
- Gerakos J., Ittner C., Larcker D.* The Structure of Performance-Vested Stock Option Grants // *Essays in Accounting Theory in Honor of Joel S. Demski*. Ch. 11. 2007.
- Grant S., King S., Polak B.* Information Externalities, Share-Price Based Incentives and Managerial Behavior // *Journal of Economic Surveys*, 1996. Vol. 10. No 1.
- Hall B., Murphy K.* Stock Options for Undiversified Executives // *Journal of Accounting and Economics*. 2002. Vol. 33. No 1.
- Hilb M.* *New Corporate Governance*. Berlin: Springer, 2008.
- Hoi C., Robin A.* The Design of Incentive Compensation for Directors // *Corporate Governance*, 2004. Vol. 4. No 3.
- Hutchinson M., Gul F.* The Effects of Executive Share Options and Investment Opportunities on Firms' Accounting Performance: Some Australian Evidence // *British Accounting Review*. 2006. Vol. 38. No 3.
- Kahle K.* When a Buyback isn't a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options // *Journal of Financial Economics*. 2002. Vol. 63. No 2.
- Kato H., Lemmon M., Luob M., Schallheim J.* An Empirical Examination of the Costs and Benefits of Executive Stock Options: Evidence from Japan // *Journal of Financial Economics*. 2005. Vol. 78. No 2.
- Kole S.* The Complexity of Compensation Contracts // *Journal of Financial Economics*. 1997. Vol. 43. No 1.
- Lambert R., Larcker D., Larcker D.* Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1989. Vol. 25. No 4.
- Lewellen W., Loderer C., Martin K.* Executive Compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis // *Journal of Accounting and Economics*. 1987. Vol. 9. No 3.
- Matolcsy Z., Riddell S.* Alternative Explanations for the Association between Market Values and Stock-Based Compensation Expenditure // *Journal of Contemporary Accounting & Economics*. 2009. Vol. 5. No 2.
- Martin K., Thomas R.* When is Enough, Enough? Market Reaction to Highly Dilutive Stock Option Plans and the Subsequent Impact on CEO Compensation // *Journal of Corporate Finance*. 2005. Vol. 11. No 2.
- Murphy K.* Executive Compensation // *Handbook of Labor Economics*. Vol. 3 / O. Ashenfelter, D. Card (eds.). Amsterdam: Elsevier, 1999. Ch. 38.
- Murphy K.* Stock-Based Pay in New Economy Firms // *Journal of Accounting and Economics*. 2003. Vol. 34. No 1—3.
- Saly J.* Repricing Executive Stock Option in a Down Market // *Journal of Accounting and Economics*. 1994. Vol. 18. No 3.
- Smith C., Watts R.* The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies // *Journal of Financial Economics*. 1991. Vol. 32. No 3.
- Thurm S.* Options Given During Crisis Spell Large Gains for CEOs // *Wall Street Journal*. 2011. April 27.
- Venkateswar S.* Market Reaction to Long-Term Incentive Plan Adoption: Equity Dilution as an Explanatory Variable // *British Accounting Review*. 2005. Vol. 24. No 1.
- Zattoni A.* Stock Incentive Plans in Europe: Empirical Evidence and Design Implications // *Corporate Ownership and Control*. 2007. Vol. 4. P. 54—62.