

УДК 330.111.62; 334.012.3; 334.012.7; 334.723

С.А.ТЕРТЫШНЫЙ. канд. экон. наук, доцент, sater@spmi.ru

Санкт-Петербургский государственный горный институт (технический университет)

S.A.TERTISHNYI, PhD in econ. sc., associate professor, sater@spmi.ru

Saint Petersburg State Mining Institute (Technical University)

ВЛИЯНИЕ ИЗМЕНЕНИЙ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ НА ФОРМИРОВАНИЕ НАЦИОНАЛЬНОЙ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Перестройка российской экономики в начале 1990-х гг. вызвала объективные процессы преобразования существовавших ранее форм собственности и поиск адекватных сложившимся новым рыночным отношениям форм корпоративного управления. Финансовый кризис в августе 1998 г. и глобальный финансовый кризис 2009 г. внесли свои существенные корректизы в оптимизацию выстраиваемой в стране системы корпоративного управления. Характерной чертой сложившейся в нашей стране системы корпоративного управления можно назвать совмещение в одном лице собственника и менеджера, а также широкое использование механизмов селф-дилинга.

Ключевые слова: собственность, приватизация, акционер, корпоративное управление, корпоративный контроль, госкорпорация.

EFFECT OF OWNERSHIP TRANSFORMATIONS IN THE RUSSIAN ECONOMY ON FORMATION OF A NATIONAL MODEL OF PUBLIC CORPORATION MANAGEMENT

Restructuring of the Russian economy in the early 1990-ies by objective processes of transformation of pre-existing patterns of ownership and the search for adequate for this new market relations forms of public corporation management. The financial crisis in August 1998 and the global financial crisis in 2009 made their significant adjustments to the optimization into the system of public corporation management in our country. A characteristic feature of the situation in our country system of public corporation management can be called a combination in one person of the owner and manager, as well as the extensive use of self-dealing.

Keywords: property, privatization, shareholder, public corporation management, public corporation control, public corporation.

В России интерес к проблемам корпоративной собственности и построению новых систем корпоративного управления возник в 1995 г. после окончания массовой приватизации 1992-1994 гг. Финансовый кризис августа 1998 г., вызвавший новую волну перераспределения собственности, усилил интерес к корпоративному управлению. Это произошло вследствие укрепления имущественных позиций менеджеров и прихода в российские компании новых акционеров.

В результате в сформировавшейся структуре собственности российских компаний стали доминировать инсайдеры, а реальный контроль над компаниями получили в основном менеджеры и директора компаний. Менеджеры становились все более влиятельной силой среди корпоративных собственников не только благодаря их доле в структуре акционерного капитала компаний (табл.1), но и вследствие слабости юридической среды, позволяющей этой группе собственников руководить компаниями на

свое усмотрение, часто игнорируя интересы остальных групп акционеров.

Таблица J

Структура собственности в российских компаниях в 1995-2005 гг., %

Категория собственников	1995	1997	1999	2003	2005
Инсайдеры, всего	54	52	50	50	54
В том числе:					
менеджеры	11	15	15	19	23
работники	43	37	34	28	29
дочерние фирмы	—	-	I	3	5
Аутсайдеры, всего	37	42	42	42	38
В том числе:					
сторонние физические лица	11	15	20	22	20
другие компании	16	16	13	12	11
коммерческие банки	1	I	1	1	1
инвестиционные фонды	4	4	3	3	1
холдинговые компании	4	4	3	4	4
иностранные инвесторы	1	2	2	0	1
государство	9	7	7	7	7
Итого	100	100	100	100	100

В течение 2005-2006 гг. эффективность корпоративного управления стала активно обсуждаться также и на международных конференциях и семинарах, что было обусловлено приходом профессиональных институциональных инвесторов на отечественный рынок акций. Другая причина повышенного интереса к этой теме - завершение консолидации акционерного капитала у крупнейших российских компаний. Экспансия и формирование новых интегрированных структур потребовали дополнительных финансовых ресурсов, и формальные стандарты корпоративного управления стали необходимым условием получения доступа к внешним источникам финансирования. Таким образом, по оценке директора Института прикладных экономических исследований, члена Экспертного совета по корпоративному управлению Минэкономразвития РФ проф. АДРадыгина, следует выделить следующие ключевые особенности развития российской модели корпоративного управления [4]:

- постоянный процесс перераспределения собственности в компаниях;
- специфические мотивации многих инсайдеров (менеджеров и крупных акционе-

ров), связанные с контролем финансовых потоков и выводом активов компании;

- активная роль региональных властей в качестве самостоятельного субъекта корпоративных отношений;

- двойственная роль государства как собственника, действующего в рамках конфликта интересов, и регулятора (через административные рычаги воздействия);

- неэффективное и выборочное право-применение при сравнительно развитом законодательстве в области защиты прав акционеров;

- слабая и нетипичная роль традиционных внешних «рыночных» механизмов корпоративного управления (рынок ценных бумаг, слияния и поглощения);

- значительная доля государства в акционерном капитале и связанные с этим проблемы корпоративного управления и контроля.

Разделение функций собственника и управляющего, характерное для крупных акционерных компаний, порождает проблему построения адекватных систем корпоративного управления в непростых и противоречивых российских условиях. Дело в том, что массовая приватизация привела к распылению собственности, и прежние менеджеры (советские директора) фактически господствовали в крупных компаниях первой половины 1990-х гг. В то же время стандарты корпоративного управления как способ регулирования агентских издержек и оппортунистического поведения менеджеров по разным причинам не стали элементом программы корпоратизации и приватизации.

Важной характерной чертой российского корпоративного сектора стало совмещение в одном лице и собственника, и менеджера, что, в свою очередь, привело к сокращению агентских издержек в корпоративном управлении, но одновременно затруднило защиту прав определенных групп акционеров и инвесторов. Большинство конфликтов, таким образом, оказалось перенесенным в плоскость отношений: менеджеры и доминирующие акционеры - все прочие акционеры.

Другая черта российского корпоративного управления - тесные связи менеджеров с крупными собственниками, особенно в нефтяных компаниях. Такой союз часто используется для экспроприации миноритарных акционеров.

Наиболее серьезные проблемы корпоративного управления остаются нерешенными и до настоящего времени, в том числе:

- неполное раскрытие информации для внешних акционеров и рынка;
- сознательное занижение финансовых результатов деятельности;
- игнорирование интересов миноритарных акционеров при принятии стратегических решений.

Так, по результатам исследования информационной прозрачности 90 крупнейших российских публичных компаний в 2009 г., опубликованного Службой рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's и Центром экономических и финансовых исследований и разработок в Российской экономической школе (ЦЭФИР), наблюдается увеличение разрыва в прозрачности между лидерами и аутсайдерами и вместе с тем отсутствие динамики средней транспарентности этих компаний по итогам года*.

Индекс информационной прозрачности, который рассчитывается как средний балл по 90 крупнейшим российским публичным компаниям, по итогам исследования 2009 г. остался на уровне прошлого года, составив примерно 56%. В группе из 76 компаний, которые были включены в исследование в 2008 и 2009 г., индекс также остался на прежнем уровне (58%). При этом 39 компаний улучшили свой балл, а 37 компаний - ухудшили. Разница между компаниями с наибольшим и наименьшим уровнем транспарентности увеличилась. Баллы компаний в этом году варьируются от 80% (78% в 2008 г.) у первой компании выборки до 20% (28% в 2008 г.) у последней. Средний балл 10 лидирующих компаний нашего исследования практически не изменился, составив 75,6%.

* <http://www.standardandpoors.ru>

Первую позицию в этом году заняла компания ОАО «Роснефть» (2-е место по итогам прошлого года). Компания улучшила свой показатель прозрачности на 2 процент[^]ных пункта (далее - п.и.). Прошлогодние «новички» первой десятки: ОАО «Трубная металлургическая компания» и ОАО «Ново-липецкий металлургический комбинат», - подтвердили высокие показатели прозрачности и остались в группе лидеров. Компании «СТС Медиа», ОАО «Мечел», ОАО «Мобильные ТелеСистемы» и ОАО «Вымпел-Коммуникации» («ВымпелКом») также по-прежнему находятся в десятке лучших. После двухлетнего перерыва в десятку лидеров вернулась компания ОАО «Ростелеком». Кроме того, в десятке компаний с наиболее высоким уровнем прозрачности впервые появились ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» и ОАО «Акрон». При этом первый улучшил свой показатель на 9 п.п., а второй на 18 п.п. Плотность баллов компаний внутри первой десятки уменьшилась: разница между первой и десятой компаниями составляет 9 баллов (в прошлом году - всего 5 баллов).

Необходимо также отметить, что значительное повышение уровня прозрачности (более 15 п.п.) продемонстрировали ОАО «Сбербанк России» и ОАО «КамАЗ», хотя эти компании и не попали в десятку лидеров.

Отсутствие динамики среднего уровня прозрачности объясняется в основном разнородными изменениями в практике раскрытия информации компаниями выборки.

Что касается раскрываемости структуры собственности, результаты оказались неоднозначными (табл.2). С одной стороны, доля компаний, раскрывающих хотя бы одного собственника, увеличилась с 83,3 до 93,3% от общего числа компаний, а доля компаний, раскрывающих хотя бы одного крупного (более 25% голосов) собственника, выросла с 80,0 до 87,0% от числа компаний с такими собственниками. С другой стороны, наблюдается снижение раскрываемости контрольных пакетов с 80,4 до 75,9% от общего числа компаний с контролирующим акционером.

Концентрация собственности: 90 крупнейших компаний России в 2009 г.

Категории собственников	Количество компаний	Доля компаний в выборке, %	Доля капитализации компаний в СРК, %	Суммарная доля пакетов акций в СРК, %
Доля компаний с дисперсной структурой собственности (крупнейший пакет менее 25 %)	13(10)	14,4(11,1)	17,2(7,5)	10,4 (3,8)
Компании, имеющие по крайней мере одного крупного акционера, владеющего более 25 % акций	77 (80)	85,6 (88,9)	82,8 (92,5)	50,9(56,1)
В том числе контролируемые компании (крупнейший пакет более 50 %)	58(56)	64,4 (62,2)	71,0(71,4) ^е	48,6 (45,5)
Компании, где крупный пакет (более 25 %) принадлежит государству с учетом опосредованного владения	39(29)	43,3 (32,2)	56,0 (53,2)	36,1 (31,0)
В том числе компании, где крупный пакет (более 25 %) напрямую принадлежит государству	12(9)	13.3(10,0)	36,0 (36,6)	16,1 (16,6)
Компании, где контрольный пакет (более 50 %) принадлежит государству с учетом опосредованного владения	29 (20)	32,2 (22,2)	53,2 (49,9)	35,1 (29,8)
В том числе компании, где контрольный пакет (50 %) напрямую принадлежит государству	6(4)	6,7 (4,4)	8,9 (10,4)	5,8 (6,6)
Компании, где крупные пакеты (более 25 %) принадлежат частным лицам	47 (59)	52,2 (65,6)	28,4(42,1)	19,1 (28,3)
Компании, где частным лицам принадлежат пакеты акций более 50 %	29(36)	32,2 (40,0)	17,8(21,5)	13,5(15,6)

Примечания. 1. СРК - совокупная рыночная капитализация 90 компаний, включенных в исследование.

2. В скобках для сравнения представлены данные 2008 г.

Деформированная форма корпоративного контроля, порожденная особенностями российской приватизации и усиленная сложившейся юридической и политической практикой, может превратиться в уникальную, устойчивую модель корпоративного управления в России. Тем не менее желание многих отечественных компаний выйти на IPO заставляет их менеджеров считаться с внешними акционерами. С другой стороны, сами внешние акционеры при условии концентрации в своих руках достаточного уровня контроля начинают более жестко использовать возможности, предоставляемые отечественным корпоративным законодательством.

Проблемы корпоративного управления проявляются в крупнейших по размерам российских компаниях и концентрируются вокруг конфликтов между миноритарными акционерами и контролирующими крупными акционерами. Это означает, что проблемы корпоративного управления в России выходят за рамки классической теории корпоративного управления, основанной на

конфликте между акционерами компании и ее менеджерами.

Современная острота проблем корпоративного управления выдвигает их на передний план в дискуссиях об экономической политике страны. В отличие от других стран с переходной экономикой у России практически нет выбора между источниками финансирования государственных корпораций. Коммерческие банки, на которые возлагались большие надежды (особенно во время залоговых аукционов), не только не возглавили инвестиционный бум, но часто сами использовали средства компаний для решения проблем с ликвидностью и обогащения самих себя и своих хозяев. Роль иностранных инвестиций, послуживших катализатором экономического развития во многих развивающихся странах, в России остается ничтожно малой.

Такие аспекты защиты прав инвесторов, как прозрачность и надежность информации, сильный независимый совет директоров и другие, ключевые для корпоративного управления в госкорпорациях, в рос-

сийских условиях оказываются значительно шире и применимы для всех видов управления: государственного, банковского, стратегического. Проблема защиты прав инвесторов приобретает особое значение еще и в силу неликвидного российского фондового рынка, где акционеры не могут свободно продавать свои акции (корпоративный контроль на основе «выхода» с рынка), а корпоративный контроль осуществляется через механизм голосования.

Главный научный сотрудник Института анализа предприятий и рынков проф. Т.Г.Долгопятова выделяет четыре модели корпоративного контроля, характерные для приватизированных российских предприятий [2, с.46-60]. Под моделью здесь понимается устойчивое распределение контроля в компаниях между собственниками и менеджерами. Отдельные модели корпоративного контроля описываются следующим образом:

1. «Частное предприятие», в которой совмещены функции собственников и управляющих. Крупнейший собственник - директор, при этом мелкими акционерами могут быть другие менеджеры, рядовые работники, органы власти, с которыми достигается баланс интересов.

2. «Коллективная менеджерская собственность», в которой также совмещены функции собственников и управляющих. В таком «кооперативе менеджеров» группа высших менеджеров предприятия, обычно не более четырех-пяти человек, сосредоточивает в своих руках контрольный пакет акций. Как правило, никто из ведущих акционеров не обладает блокирующим пакетом, но доля директора превышает доли каждого из членов команды.

3. «Концентрированное внешнее владение», где внешний собственник распоряжается контрольным пакетом акций, а менеджеры - это наемный персонал или владельцы мелких пакетов акций (3-5 %). Данная модель в основном сформировалась в ходе вторичного перераспределения приватизированной акционерной собственности.

4. «Распыленное владение», где контроль фактически принадлежит менеджмен-

ту предприятия. Менеджер (команда менеджеров) обычно является собственником пакета акций средних размеров (5-15%). При этом остальные акции частично распылены среди мельчайших акционеров (инсайдеров и сторонних лиц), частично могут находиться в виде небольших пакетов у государственных органов, институциональных инвесторов, других собственников. Основные черты модели - сочетание бесконтрольности менеджмента, его неуверенности в будущем и невозможности и (или) нежелания увеличить свою долю в собственности.

Интенсивные процессы перераспределения акционерной собственности способствовали трансформации структур контроля на микроуровне. В сложившейся институциональной среде модели контроля с распыленной и умеренно концентрированной собственностью (соответственно модели 4 и 2) не могли конкурировать с моделями 1 и 3, основанными на сильной концентрации собственности, и постепенно вытеснялись. Так, многие российские АО были поглощены крупными российскими бизнес-группами, куплены внешним собственником или постепенно перешли в фактически личную собственность генерального директора [3, с.3-26]. Распространенная практика непосредственного участия внешнего доминирующего собственника в управлении приводит к отсутствию четких границ между моделями 1 или 3. В целом сохраняет силу вывод о высокой устойчивости сформировавшейся в российской промышленности инсайдерской структуры собственности [5, с.35].

В значительной мере этим объясняется низкая интенсивность изменения юридических границ фирмы, что считается одним из парадоксов развития переходных экономик [6]. Для таких собственников-инсайдеров утрата контроля, поглощение их фирм может означать снижение социального статуса, а с ним и выпадение из привычного образа жизни. Очевидно, что подобного рода потери выступают сильным мотивом для противодействия им в качестве и менеджеров, и собственников.

Совершенно особый случай представляет собой дополнение инсайдерского уча-

стия в акционерном капитале или концен-трированного аутсайдерского участия соб-ственностью не претендующих на контроль, но дружественных акционеров. Такая струк-тура собственности, маскирующая реальный контроль над фирмой, - форма защиты и от недружественных поглощений, и в опреде-ленной мере от прессинга со стороны власт-ных структур.

На наш взгляд, для корпоративного сектора российской экономики характерна своеобразная раздвоенность интегрирован-ных корпоративных структур на холдинго-вую или сетевую. Последняя сохраняет уча-стникам большую самостоятельность в при-нятии стратегических решений, обеспечивая одно из принципиальных достоинств сетей - их гибкость, варьируемость в соответствии с изменениями экономической ситуации.

В российских условиях холдинговая структура (классическая и распределенная) с обособлением производственных и марке-тинговых функций в дочерние компании остается работоспособным средством ба-лансировки интересов собственников хол-динга и руководителей производства, огра-ничения оппортунистических действий этих руководителей. Сохраняющаяся низкая про-зрачность отечественного бизнеса, в кото-рой отчасти заинтересованы и собственни-ки, определяет высокую степень неполноты контрактов с менеджерами, благоприятству-ет их своекорыстному поведению [1, с. 130]. Что касается разработки и реализации круп-ных инвестиционных проектов, то они спо-собны обернуться повышением прозрачно-сти ресурсного потенциала участников хол-динга, что не вполне отвечает их интересам. В российских условиях с этим следует свя-зывать противоречивое воздействие бизнес-групп холдингового типа на эффективность производства.

В заключение хочется напомнить, что одним из важных принципов Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) провозглашается равенство прав всех акционеров. В России это право часто нарушается посредством так называемого

механизма селф-дилинга (self-dealing), т.е. действий в собственных интересах со сто-роны менеджеров и контролирующих ак-ционеров. Менеджеры компаний, которые являются одновременно и ее акционерами, используют активы компании в своих лич-ных целях в ущерб миноритарным акционе-рам. В результате сторонние инвесторы ли-шаются уверенности, что смогут контроли-ровать процесс принятия решений и поэто-му воздерживаются от дальнейших инве-стиций в компанию. Таким образом, до сих пор корпоративное управление в России все еще остается в замкнутом кругу сочетания инсайдерского контроля с низкими объема-ми внешних инвестиций.

ЛИТЕРАТУРА

1. Авдашева СБ. Бизнес-группы в российской промышленности // Вопросы экономики. 2005. № 4.
2. Долгопятова Т.Г. Модели и механизмы корпо-ративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Вопросы эконо-ники. 2001. № 5.
3. Долгопятова Т.Г. Собственность и корпоратив-ный контроль в российских компаниях в условиях акти-визации интеграционных процессов // Российский жур-нал менеджмента. 2004. № 2.
4. Радыгин АЛ- Корпоративное управление в Рос-сии: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. 2002. № 1.
5. Российская промышленность; институциональ-ное развитие / Под ред. Т.Г.Долгопятовой. М., 2002.
6. Murrell P. Institutions and Firms in Transition Economies // Handbook of New Institutional Economics. Boston, 2005.

REFERENCES

1. Avdasheva SS. Business groups in Russian's indus-try // Problems of Economics. 2005. N 4.
2. Dolgopyatova T.G. Models and mechanisms of cor-porate control in Russian industry (experience of empirical research) // Problems of Economics. 2001. N 5.
3. Dolgopyatova T.G. Ownership and corporate con-trol in Russian companies in the intensifying integration processes // Russian Management Journal. 2004. N 2.
4. RadyginA,D. Corporate Governance in Russia: Con-straints and Prospects// Problems of Economics. 2002. N 1.
5. Russian Industry; Institutional Development / Ed. by T.G.Dolgopyatova. Moscow, 2002.
6. Murrell P. Institutions and Firms in Transition Economies // Handbook of New Institutional Economics. Boston, 2005.