

О специфике формирования корпоративных отношений в Российской Федерации

© 2007 А.С. Давыденко, В.В. Клочай

Российский государственный гуманитарный университет

В рамках данной статьи исследуются основные особенности российской модели корпоративного управления. По мнению авторов, в своем развитии корпоративные отношения в отечественной экономике прошли три этапа и сейчас находятся на четвертом этапе трансформации, каждому из этапов присущи свои отличительные черты и свои особенности как положительного, так и отрицательного характера.

Корпоративные отношения в отечественной экономике в постсоветский период формировались под воздействием ряда факторов, обусловленных не только развитием экономики, но и трансформацией мировоззренческой и социальной культуры в России. Мы считаем, что в своем развитии корпоративные отношения в отечественной экономике прошли три этапа и сейчас находятся на четвертом этапе трансформации. Каждому из этапов присущи свои особенности, на основании которых их можно ограничить временными рамками:

- 1-й этап - 1991-1994 гг. - начало приватизации, первичное формирование корпораций как базиса корпоративных отношений;
- 2-й этап - 1995-1998 гг. - формирование отечественного законодательства и смещение акцентов в нормативной базе с приватизационных на корпоративные законы;
- 3-й этап - 1998-2004 гг. - завершение формирования законодательства, сделки по перераспределению собственности, нарушения законодательства, рост и реальное влияние фондового рынка на корпоративные отношения;
- 4-й этап - 2004 г. - настоящее время - фактический переход к государственному капитализму, усиление роли государства и его представителей в органах корпоративного управления, частичная монополизация государством наиболее доходных секторов национальной экономики.

Рассмотрим данные этапы подробнее. По нашему мнению, одним из важнейших факторов формирования корпоративных отношений на I-м этапе стали нормативные источники образования отечественных акционерных обществ. По нормативным источникам своего образования акционерные общества в российской экономике можно подразделить на несколько групп¹:

1) общества, образовавшиеся в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий на основе Указа Президента

РФ №721 от 1 июля 1992 г. и Указа Президента РФ №66 от 29 января 1992 г.;

2) общества, преобразованные из арендных предприятий на основе Указа Президента РФ №1230 от 14 октября 1992 г.;

3) общества, образованные вне рамок приватизации в соответствии с постановлением СМ СССР №590 от 19 июня 1990 г., позднее с постановлением СМ РСФСР №601 от 25 декабря 1990 г.;

4) общества, образованные на основе норм Гражданского кодекса РФ и Федерального закона “Об акционерных обществах” от 26 декабря 1995 г.;

5) общества, создаваемые при осуществлении процедуры банкротства в соответствии с Гражданским кодексом РФ и Законом “Об акционерных обществах”, инициированные решением кредиторов организации-должники;

6) общества, созданные в порядке применения Закона от 19 июля 1998 г. “Об особенностях правового положения АО работников (народных предприятий)”.

Помимо нормативных источников на корпоративные отношения существенное влияние оказали особенности приватизации, в ходе которой были образованы 60% нынешних российских акционерных обществ, производящих 80% всей промышленной продукции. Основные черты российской приватизации следующие:

- массовое акционирование в ходе приватизации (было создано более 30 тыс. ОАО, что больше, чем в странах Восточной и Центральной Европы, СНГ, вместе взятых);

- большие льготы инсайдерам (рабочим, менеджерам) и их участие в приватизации, что привело к сосредоточению в их руках 50-60% акций;

- массовая продажа акций приватизируемых предприятий за ваучеры, выдаваемые всем гражданам, что привело к появлению множества мелких акционеров (в 1994 г. было 40 млн.) и дальнейшему процессу концентрации в рамках борьбы за контроль;

¹ См.: Райдман А. Российская модель корпораций // Журнал для акционеров. 1999. №4.

- предъявительский характер ваучера и его свободное обращение на рынке, что способствовало концентрации собственности раньше, чем непосредственно продажа акций. По некоторым оценкам, до 30% граждан продали свои ваучеры, треть этих ваучеров перешла в руки иностранцев;

- то, что 25 млн. граждан стали акционерами 450 чековых инвестиционных фондов, доверив им свои ваучеры;

- открытый характер приватизированных предприятий и, как следствие, свободное собрание акций, предопределившие возникновение борьбы за передел собственности.

В среднем, по данным на конец 1994 г., доля менеджеров в акционерном капитале российских предприятий составляла 60-65%, внешних собственников - 18-22% и государства - до 17%. На предприятиях нефтяной, газовой промышленности, электроэнергетики и телекоммуникаций доля государства была 38-51%, доля менеджеров - 20-30%. На предприятиях легкой и пищевой промышленности доля государства либо отсутствовала, либо была в пределах 10-15%, доля менеджеров - преобладающей².

Таким образом, можно выделить преобладание менеджеров в структуре собственников корпораций как основную черту корпоративных отношений в России на первом этапе приватизации. В период с 1995 по 1997 гг. наблюдался активный процесс перераспределения собственности. Акции работников предприятий переходили в руки либо менеджеров корпораций, либо внешних собственников. По данным А. Д. Радыгина, структура акционерного капитала рос-

- 32% - "внешние инвесторы";
- 4% - государство;
- 13% - мелкие внешние акционеры.

По данным леонтьевского центра из Санкт-Петербурга, более чем на 25-30% российских корпораций борьба за контроль была завершена уже к 1997 г., причем только примерно в двух случаях из ста она завершилась победой внешних собственников. В большинстве корпораций борьба за контроль обострилась в связи с равенством пакетов акций, находящихся в руках менеджеров и внешних собственников³.

Высокая степень распыленности акционерного капитала на первом этапе приватизации привела к передаче менеджерам корпораций огромных властных полномочий, сравнимых с полномочиями собственника. Помимо распыленности акционерного капитала, этому способствовали также слабое участие инвестиционных фондов (владельцев около 10% акционерного капитала промышленных предприятий), других финансовых инвесторов и государства в управлении корпорациями, скупка менеджерами акций работников предприятий для концентрации собственного пакета акций.

Таким образом, основными особенностями корпоративных отношений на первом этапе их формирования стали: высокий уровень инсайдерского контроля, высокая степень распыленности акционерного капитала, а также слабая защита внешних собственников в законодательстве. Основными причинами, по которым это произошло, по нашему мнению, являются следующие:

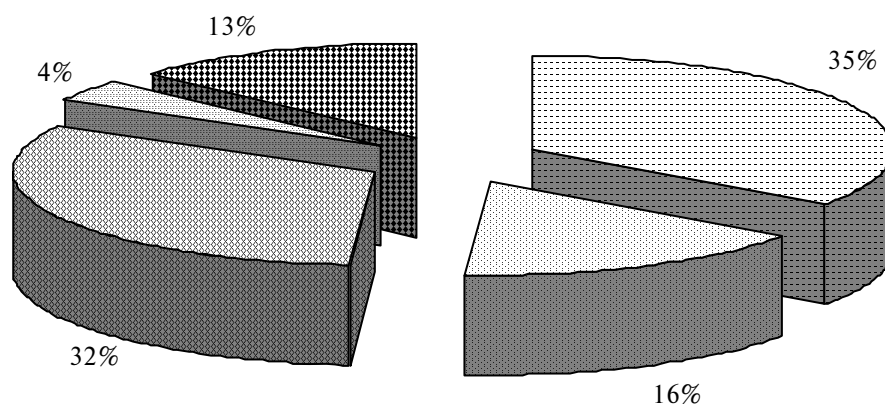


Рис. Структура акционерного капитала российских приватизированных предприятий на 1996 г.

ских предприятий в 1996 г. выглядела следующим образом (рис. 1):

- 35% - трудовые коллективы;
- 16% - высший менеджмент;

² См.: Корпоративное управление в РФ: есть ли шанс для улучшений // Инвестиции в России. 2000. №9.

- попытка государства предоставить хотя бы минимальные социальные гарантии работникам приватизируемых предприятий;

- большой административный ресурс "красных директоров", сумевших добиться при-

³ См.: Корпоративное управление в РФ...

нятия удобного им законодательства о приватизации;

- низкий уровень экономической грамотности населения, ставшего жертвой низкой информированности о деятельности приватизируемых предприятий.

Что касается правового обеспечения корпоративных отношений, можно отметить, что за последние годы наблюдается значительный прогресс в законодательстве по корпоративному управлению в РФ. Это свидетельствует о качественных изменениях в подходе к решению данной проблемы. Если по итогам первой половины 1990-х гг., по оценкам Всемирного банка, Россия входила в третью по степени прогресса корпоративного законодательства группу стран переходной экономики (вместе с Киргизией, Молдавией, Арменией, Грузией, Казахстаном), значительно отставая от лидеров - стран первой группы (Польша, Словения, Венгрия, Хорватия, Македония, Чехия, Словакия)⁴, то к концу 1990-х гг. Россию по степени охвата своего хозяйственного законодательства можно включить в группу лидеров с экспертной оценкой "4-" (Болгария, Чехия, Венгрия, Польша, Румыния, Литва, Хорватия - "4"; промышленно развитые страны - "4+")⁵. Такие изменения рейтинга России стали возможны благодаря принятию и вступлению в силу ряда важнейших нормативно-законодательных актов. На втором этапе становления корпоративных отношений нормативная база включала:

- Гражданский кодекс РФ, действующей с 1 января 1995 г., предметом регулирования которого являлось акционерное общество как организационно-правовая форма коммерческой организации;

- Федеральные законы "Об акционерных обществах", "О рынке ценных бумаг", "О защите прав и законных интересов инвесторов на РЦБ" и др.;

- Указы Президента РФ: № 1157 от 18 ноября 1995 г. "О мерах по защите прав вкладчиков и акционеров", Комплексная программа мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров, утвержденная Указом Президента РФ № 408 от 21 марта 1998 г., Концепция развития рынка ценных бумаг в РФ, утвержденная Указом Президента РФ № 1008 от 1 июля 1996 г. и др.;

- Постановление Правительства № 785 от 17 июля 1998 г. "О государственной программе защиты прав инвесторов на 1998-1999 гг." и др.;

⁴ См.: World Bank. From Plan to Market. World Development Report 96. Oxford University Press, 1996.

⁵ См.: Transition Report 1998. Financial Sector in Transifcan. London EBRO, 1998.

- нормативные акты ФКЦБ России;
- нормативные акты Минфина РФ, Министерства по антимонопольной политике РФ и др.

Важнейший вклад в регулирование корпоративных отношений внес Федеральный закон "Об акционерных обществах", принятый в 1995 г. и вступивший в силу с 1 января 1996 г. С точки зрения наличия общепринятых корпоративных норм данный Закон стал одним из самых прогрессивных по сравнению с законом других стран "Об акционерных обществах" в России были закреплены следующие нормы корпоративного управления, позволяющие установить контроль над менеджментом корпорации:

- 1) двухпалатная структура совета директоров заимствована из германской модели, позволяющей разделять функции надзора и управления в корпорации;

- 2) преимущественное право покупки акций корпорации собственниками, что препятствует бесконтрольному перераспределению голосов путем эмиссии акций.

К преимуществам российского законодательства можно отнести закрепление в них правил поглощений и др. В то же время в экономической и правовой литературе содержатся различные оценки Закона. Одни исследователи отмечают, что "закон рассчитан главным образом на защиту интересов крупных собственников в ущерб правам мелких акционеров и работников АО"⁶. Другие утверждают, что "не менее 15 новых положений, предусматривающих различные механизмы защиты прав акционеров и ответственности менеджеров, свидетельствуют о том, что данный закон в целом обеспечивает потенциальную возможность соблюдения разумного баланса интересов"⁷.

Некоторые специалисты видят преимущество данного закона в том, что он позволяет создать оппозицию инсайдерам и использовать интересы значительного по числу акционерно-го меньшинства в целях обеспечения существенной защиты его прав⁸. Другие исследователи, сравнивая законодательство РФ с корпоративным правом в США штата Дэлавер, приходят к заключению, что правовая модель российского открытого акционерного общества подходит, скорее, для малого и среднего бизнеса, нежели

⁶ Тихомиров М.Ю. Комментарий к Федеральному закону "Об акционерных обществах". М., 1998.

⁷ Радыгин А. Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России // Вопр. экономики. 1999. №8.

⁸ Блэк Б., Крэкман Р., Тарасова А. Комментарий Федерального закона "Об акционерных обществах". М., 1999.

для крупных российских корпораций⁹. Таким образом, 2-й этап формирования корпоративных отношений в России характеризовался следующими особенностями:

- рост количества законодательных актов в сфере регулирования корпоративных отношений;
- повышение информационной прозрачности корпораций для внешних собственников и юридическая защита миноритарных акционеров;
- формирование нормативной и экономической базы для консолидации собственности в руках крупных внешних собственников для повышения эффективности деятельности хозяйствующих субъектов.

В целом российское корпоративное законодательство менялось в русле мировых тенденций. По мнению А. Радыгина, основные из этих тенденций следующие: ужесточение требований к раскрытию информации, повышение роли контроля собственников за органами управления, усиление судебного контроля за деятельностью корпораций, развитие законодательства по защите прав мелких акционеров и кредиторов корпорации, ужесточение регламентации выпуска акций, изменение уставного капитала, повышение внимания к вопросам реорганизации корпораций¹⁰.

На 3-м этапе формирования корпоративных отношений возникли новые проблемы. Если корпоративное законодательство уже не требовало радикальных изменений, то проблема исполнения этого законодательства ощущалась в российской экономике достаточно остро. Наиболее распространенные корпоративные действия, приводящие к нарушению прав акционеров, это:

- дополнительная эмиссия акций, размещение которой велось среди ограниченного круга акционеров, причем часто по цене, ниже рыночной;
- размывание активов компании с помощью реорганизационных мероприятий;
- размывание пакетов акций для получения группой аффилированных лиц контрольного пакета;
- проведение дополнительной эмиссии на сумму, значительно превышающую уставный капитал, без представления акционерам преимущественного выкупа;
- продажа крупных пакетов акций без проведения необходимой процедуры согласования;

⁹ См.: Батлер У.Э., Гаши-Батлер М.Э. Корпорации и ценные бумаги по праву России и США. М., 1997.

¹⁰ См.: Радыгин А. Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России // Вопр. экономики. 1999. №8.

- проведение консолидации акций, направленное на вымывание мелких акционеров.

Целесообразно отметить и тот факт, что в рамках 3-го этапа внешние механизмы корпоративного управления в России лишь развивались. Значение рынка корпоративных ценных бумаг в системе внешних механизмов контроля за менеджерами корпорации определялось несколькими факторами: степенью покрытия потребностей в финансировании за счет акционерного капитала; количеством корпораций, акции которых находятся в свободном обращении, а также средним уровнем ликвидности акций. При этом следует отметить, что российская модель переходной экономики изначально возлагала большую надежду на рынок корпоративных ценных бумаг как на эффективный механизм контроля корпоративных отношений.

Как указано в Концепции развития рынка ценных бумаг, к числу основных целей государственной политики были отнесены перестройка системы управления приватизированными предприятиями и создание института эффективного собственника, повышение дисциплинирующего воздействия рынка ценных бумаг на администрацию российских предприятий¹¹.

Начиная с 1997 г., действительно, роль фондового рынка возросла: увеличились объемы торговли ценными бумагами, расширился круг ликвидных акций, выросли их курсы¹². Обрели ликвидность помимо так называемых “голубых фишек” и акции ряда предприятий “второго эшелона”. К обращению акций компаний энергетической, связи и нефтегазовой отрасли добавилось и повышение объемов торговли акциями компаний машиностроения и металлургического комплекса.

На конец 1997 г. 17 российских компаний вышли на мировой фондовый рынок: были выпущены американские депозитарные расписки¹³. За 1997 г. РКЦБ РФ зарегистрировала 3256 выпусков корпоративных ценных бумаг. Впервые прошли эмиссии корпоративных облигаций: около 30 выпусков на сумму более 30 млрд. руб. Получили лицензии 16 бирж и более чем 1,5 тыс. профессиональных участников рынка ценных бумаг. В 1998 г. РКЦБ было зарегистрировано уже 19 848 выпусков акций и 93 выпуска облигаций. В 1997 г. Россия являлась

¹¹ См.: Концепция развития РЦБ в РФ, утв. Указом ПФ РФ №1008 от 1 июля 1996 г.

¹² См.: Храброва И.А. Корпоративное управление: вопросы интеграции. Аффилированные лица, организационное проектирование, интеграционная динамика. М., 2000. 198 с.

¹³ См.: Там же.

мировым лидером повышения фондового индекса (88% по итогам 1997 г. к 1996 г.)¹⁴.

Исследователи связывают это с заметным прогрессом в законодательной сфере, с развитием инфраструктуры рынка ценных бумаг, повышением инвестиционной привлекательности ценных бумаг российских корпоративных эмитентов на фоне снижающейся доходности других финансовых инструментов в 1996-1997 гг.¹⁵ На фоне положительных тенденций развития российского рынка ценных бумаг уже осенью 1997 г. началось падение курсов акций и ликвидности РЦБ, закончившееся падением РЦБ в августе 1998 г. Основными факторами, повлиявшими на такой поворот, стали:

- финансовый кризис в российской экономике спровоцировал ухудшение финансового положения и снижение прибыльности российских корпораций;

- отказ государства от выполнения обязательств по своим ценным бумагам резко подорвал доверие как внутренних, так и внешних инвесторов по ценным бумагам всех российских эмитентов;

- возросла опасность принудительного банкротства крупных российских корпораций в связи с задолженностью по налогам в федеральный бюджет;

- резкое падение ликвидности акций эмитентов “первого эшелона” и полная неликвидность акций эмитентов второго и третьего “эшелонов” российского фондового рынка “заморозили” средства инвесторов и сократили спрос на корпоративные ценные бумаги;

- банковский кризис, связанный с потерями не только на финансовых рынках, но и источника получения доходов - рынка ГКО-ОФЗ, привел к обострению кризиса неплатежей, который напрямую коснулся и участников рынка ценных бумаг. Вызванные кризисом падение курса акций и снижение ликвидности рынка ценных бумаг привели к следующим последствиям:

- во-первых, у российских корпораций не было возможности привлечь средства за счет эмиссии новых акций, поэтому роль акций как источника финансирования снизилась;

- во-вторых, собственники не могли голосовать “ногами”, т. е. продажей акций корпорации на фондовом рынке.

В такой ситуации корпоративные отношения перешли на 3-й этап своего развития. Характеризуя данный этап, следует отметить, что

существовавшие к концу 1998 г. объективные предпосылки: большое количество корпораций, низкая курсовая стоимость и неликвидность акций большинства российских корпораций на сегодняшний день - предопределили большую возможность враждебных поглощений. Однако их широкому распространению препятствовали следующие факторы:

- как отмечалось ранее, распыленность акционерного капитала корпорации, что приводит к невозможности концентрации пакетов акций для установления контроля на многих предприятиях;

- недостаток в условиях кризиса ликвидных ресурсов для приобретения контрольного пакета акций.

Третий этап характеризовался положительной динамикой роста экономических показателей на фоне импортозамещения, происходившего в связи с резким падением курса рубля. Российские корпорации разделились на две группы: имеющие обязательства в валюте и не имеющие таковых. Сформировалась парадоксальная картина, при которой инвестиционные потребности намного опережали инвестиционные возможности. Количество предприятий, готовых к продаже было, намного больше, чем тех, кто мог их купить.

Последовавший рост стоимости энергоресурсов на мировых рынках сделал этот перекос еще более очевидным. Рост рентабельности в одной отрасли привел к концентрации ресурсов фондового рынка в этой отрасли и фактически оголил другие отрасли. Такой дисбаланс наблюдался до 2001 г. Принятые Правительством России меры в части регулирования налогообложения топливно-энергетического комплекса позволили несколько снизить существующий перекос и привести экономику к более сбалансированному виду.

Таким образом, корпоративные отношения 3-го этапа можно охарактеризовать как наиболее динамичные именно в экономической сфере. Большое количество поглощений и концентрация собственности привели к заметному усилению роли института директоров и, как следствие, к усилению роли корпоративных отношений в регулировании экономики.

В рамках 4-го этапа актуальным инструментом передела собственности в российской экономике является институт банкротства. В экономической литературе существуют различные оценки эффективности процедуры банкротства и его влияния как на положение предприятия-банкрота, так и на всю экономику страны в целом.

¹⁴ См.: РосБизнесКонсалтинг.

¹⁵ См.: Там же.

Применительно к России, испытывающей на себе влияние ряда факторов, неспецифических для корпоративного управления в развитых странах (сложное финансовое состояние большинства корпораций, высокий удельный вес корпораций с государственной долей собственности, отсутствие эффективной исполнительной и судебной инфраструктуры, социально-политические преграды для проведения процедур банкротства убыточных корпораций, трудности с оценкой финансового состояния потенциальных банкротов, коррупция и прочие криминальные процессы), говорить о возникновении эффективного механизма внешнего управления преждевременно.

Одним из наиболее ярких примеров использования инструмента банкротства в корпоративной практике является инициирование нефтяной компанией «Роснефть» процедуры наблюдения и последующего внешнего управления в НК «ЮКОС». Этот пример является иллюстрацией и другой современной тенденции - попытки государства цивилизованно получить контроль над крупным бизнесом. Исследование российской модели корпоративных отношений позволяет нам выделить их основные черты и отличия.

Во-первых, выбранный способ приватизации российских предприятий привел к распылению акционерного капитала и к тому, что многие предприятия продавались по занижен-

ной стоимости. Контроль над большинством корпораций сосредоточился в руках менеджеров корпорации. Это привело к перераспределению собственности путем концентрации акций корпораций, принадлежащих работникам, в руках менеджеров либо внешних собственников.

Во-вторых, наблюдалось слабое участие государства в управлении государственными пакетами акций приватизированных предприятий.

В-третьих, фондовый рынок выполнял преимущественно спекулятивную функцию, препятствующую его эффективному воздействию на корпоративные отношения. Низкая ликвидность акций большинства российских корпораций в совокупности с большим числом корпораций создавала предпосылки для развития рынка корпоративного контроля.

В-четвертых, наблюдалась повсеместная эксплуатация института банкротств как средства передела собственности или оказания государством политического влияния на самостоятельных субъектов рыночной экономики. Можно сказать, что это привело к достаточно слабому развитию внешних механизмов корпоративного управления.

В-пятых, в настоящее время остро ощущается отсутствие эффективного механизма формирования денежного вознаграждения генеральных директоров российских корпораций и профессионального института наемных управляющих.

Поступила в редакцию 08.02.2007 г.