

Механизм функционирования российских промышленных компаний в условиях экономической неопределенности

© 2010 В.А. Рыбаков

Московский государственный институт электроники и математики
(Технический университет)
E-mail: OET2004@yandex.ru

В статье рассматриваются проблемы, возникающие на новой стадии посткризисной динамики России. Обосновывается тот факт, что как в теории, так и в практике корпоративного управления остается открытым вопрос о механизме функционирования крупных интегрированных структур в национальной экономике. Определяются границы эффективного вмешательства государства в формирование и функционирование корпораций, отраслевые приоритеты с точки зрения распространения корпоративной организации бизнеса в промышленности.

Ключевые слова: крупные промышленные компании, институциональная и правовая инфраструктура, приватизация, модели корпоративного управления компаний, распыленность собственности, неликвидный рынок, слабые институциональные инвесторы, финансирование, эффективный мониторинг, перекрестное владение акциями, присутствие государства в системе акционерной собственности.

Проблема управления крупными промышленными компаниями в России приобрела особую значимость на фоне и по итогам фондового бума 1996–1997 гг. в контексте информационных проблем в макроэкономике и необходимости создания адекватной институциональной и правовой инфраструктуры хозяйственной деятельности. Это обусловлено тем, что после ортодоксальных либерализации и приватизации в российской экономике стала очевидной необходимость в политических, социальных и экономических ограничениях реформ, а также в рационализации собственности и повышении эффективности управления в сложившихся корпоративных структурах.

В 2000-х гг. практически аксиоматичным стало утверждение о позитивных макроэкономических (в категориях экономического роста) и микроэкономических (в показателях инвестиционных ресурсов и капитализации) эффектах прозрачной и сбалансированной модели корпоративного управления компаний. При этом их национальные особенности имеют значение, однако суть от этого не меняется – эффективная модель корпоративного управления признается в качестве одного из основных институциональных компонентов экономического роста и макроэкономического равновесия в стране.

В современной России фактически сложились и формально сосуществуют разрозненные компоненты всех традиционных моделей корпоративной организации бизнеса: относительно распыленная собственность в условиях неликвидного рынка и слабых институциональных инвесторов; явная и устойчивая тенденция к концентрации собственности и контроля при отсутствии

адекватного финансирования и эффективного мониторинга; явление перекрестного владения акциями и формирование сложных корпоративных структур разного типа без явного тяготения к какому-либо определенному типу, а также увеличение масштабов присутствия государства в системе акционерной собственности вследствие экономического кризиса¹.

Такая размытость модели корпоративной собственности в России переводит проблему корпоративного управления не только в плоскость теоретических разработок, но и в область конкретной практики принятия государством правовых и экономических решений. Именно неэффективная система собственности и увеличение в ней доли государственных активов предопределили ограниченное присутствие консервативных и долгосрочных инвесторов на российском фондовом рынке, неразвитость институтов коллективных инвестиций, доминирование спекулянтов над стратегическими инвесторами, зависимость российских компаний от внешних заимствований при значительном объеме накопленных обязательств перед иностранными кредиторами, подверженность российского воспроизводства, курса рубля влиянию конъюнктуры мировых сырьевых, товарных и финансовых рынков. Все эти обстоятельства в значительной степени ускорили падение валового внутреннего продукта в России в 2009 г. под воздействием глобального финансового шока.

Переход национальной экономики в стадию устойчивого посткризисного роста во многом связан с эффективностью корпоративного сектора промышленности как панацеей решения самой острой в России проблемы восстановления

механизма финансирования расширенного воспроизводства. Это обусловлено тем, что единственным из доступных ныне и активно используемых российскими крупными хозяйствующими субъектами источниками финансирования своей экономической деятельности является самофинансирование. Увеличение его объемов напрямую связано с повышением эффективности корпоративной организации бизнеса.

Отраженные в западных теоретических разработках факторы корпоратизации бизнеса имеют в своей основе углубление процессов централизации принятия решений и концентрации средств производства. Высокая роль объединений предприятий поставила проблему идентификации типа связей между членами бизнес-группы. Достоинством предлагаемой ниже классификации служит разнообразие покрываемых ею взаимосвязей между предприятиями, формируемыми корпорациями.

Формы объединений предприятий зависят от степени влияния головной фирмы на деятельность дочерних фирм. Степень влияния головного предприятия описывается тремя основными видами контроля, осуществляемого головным предприятием над дочерними фирмами: полный контроль, совместный контроль, существенное влияние.

Понятие полного контроля включает в себя:

- прямое или косвенное владение контрольным пакетом акций предприятия (контроль права голоса);
- назначение головной фирмой основной части персонала органов управления и контроль за деятельностью предприятия в течение двух лет подряд. При этом вышестоящая фирма должна владеть пакетом акций контролируемого предприятия в размере не менее 40% при условии, что прямое или косвенное участие ни одного из других акционеров не является более высоким. В данном случае речь идет о фактическом контроле;
- определяющее влияние, осуществляемое в соответствии с договором или учредительными документами (договорный контроль).

Понятие совместного контроля включает: распределение права контроля между небольшим числом акционеров. Решения, касающиеся деятельности предприятия, принимаются по соглашению партнеров. Данная форма контроля имеет место при наличии совместных филиалов, предприятий по оказанию услуг, долевого участия в уставном капитале предприятия².

О наличии существенного влияния на процесс управления и финансовую политику предприятия говорят в том случае, если головная фирма прямо или косвенно владеет не менее 20% акций контролируемого предприятия.

В зависимости от степени влияния головной фирмы на деятельность дочерних подразделений различают три формы объединения: полную интеграцию, пропорциональную интеграцию и приведение к эквиваленту.

Полная интеграция имеет место при наличии полного контроля, когда все элементы собственности контролируемого предприятия переходят на баланс головной фирмы.

Пропорциональная интеграция предполагает наличие совместного контроля, когда имущество, находящееся на балансе контролируемого предприятия, и финансовые результаты его деятельности распределяются между головными компаниями пропорционально их участию. Из трех указанных форм объединения данная форма используется наиболее редко.

О приведении к эквиваленту говорится в случае наличия существенного влияния, когда доля головной фирмы в капитале контролируемого предприятия приравнивается к стоимости приобретенных ею ценных бумаг последнего.

До середины 2000-х гг. высокая концентрация собственности была неотъемлемой и универсальной чертой российского частного сектора. По данным представительного опроса руководителей 822 АО в промышленности и связи, проведенного в 2005 г. в 64 регионах России, почти 70% обследованных предприятий имели акционера с пакетом акций свыше 50%, лишь у 13% фирм на тот момент отсутствовал держатель блокирующего пакета. Подобное распределение наблюдалось для предприятий разных размеров и отраслей, ОАО и ЗАО, а также компаний, представленных или не представленных на биржах. При этом тенденции предкризисных и кризисных лет позволяют выделить три базовые группы хозяйственных обществ: с высокой концентрацией капитала (имеется владелец контрольного пакета), средней (есть собственник с пакетом акций свыше 25%, но не более 50%) и низкой (нет владельца блокирующего пакета). При этом группу с высокой концентрацией можно дополнительно разбить на две, различающиеся по наличию или отсутствию второго крупного акционера (возможного второго центра контроля, противовеса), держателя более 25% акций.

В первой половине 2000-х гг. определенно выделялся крайне высокий уровень концентрации капитала: 3/4 хозяйственных обществ имели контролирующего владельца, всего 8% составили предприятия со средним уровнем концентрации и 16% - с низким. В итоге почти 44% акционерных обществ имели собственника, не ограниченного другим крупным владельцем³.

Во второй половине 2000-х гг. концентрация собственности явно снизилась: в 2009 г. менее чем в $\frac{2}{3}$ хозяйственных обществ ее уровень был высоким, а в каждом пятом обществе - низким. В итоге менее 39% предприятий имели доминирующего владельца, не ограниченного вторым крупным собственником⁴. По-прежнему не выявлено значимых расхождений по видам экономической деятельности и размерам бизнеса. ООО отличались большим весом компаний с распыленным владением. Практически одинаковое распределение по концентрации собственности наблюдалось у ОАО и ЗАО.

По всем обществам доля компаний с высоким уровнем концентрации капитала уменьшилась более чем на 6 процентных пунктов, но по АО снижение было меньше. Больше всего сократилась доля компаний с наличием противовеса, а в ООО - и с его отсутствием. В основном эти фирмы перешли в группу со средним уровнем концентрации, но в ООО увеличилась доля компаний с низким ее уровнем. Среди акционерных обществ концентрация снизилась за счет фирм с наличием второго центра контроля.

Компаниям, представленным на биржах, присущ более низкий уровень концентрации капитала: там значительно чаще встречается средний уровень (на 35% предприятий против менее 12% среди остальных) и реже - высокий (на 46% фирм против 68%). Подчеркнем, что раньше (и в первом раунде мониторинга, и в упомянутом опросе 822 АО в 2005 г.) подобная связь не была выявлена.

Налицо новый феномен падения концентрации собственности в промышленности⁵. Процессы деконцентрации, о которых раньше свидетельствовали только материалы обзора "Стандарт энд Пуэрз" по 70 крупнейшим российским компаниям, представленным на фондовом рынке, начались еще в 2006 г.⁶ и, судя по всему, постепенно распространились на бизнес меньших размеров. На этой основе обоснуем следующие гипотезы о взаимовлиянии системы корпоративного управления и уровня концентрации капитала:

- падению концентрации должны способствовать присутствие на фондовых рынках, а также более высокая инвестиционная активность и потребность в привлечении новых инвестиций. Поэтому и внешний фактор конкурентной среды может подталкивать к снижению концентрации капитала;
- стабильности или повышению уровня концентрации способствует реструктуризация предприятия, обычно требующая консолидированных

усилий собственников и назначенных ими топ-менеджеров;

- определенное влияние на процессы концентрации оказывает позиция основных собственников. Наличие иностранных владельцев может поддерживать склонность к некоторой деконцентрации, исходя из их представлений о рациональной структуре капитала, а частные российские владельцы скорее предпочтут сохранить высокую концентрацию.

В качестве контрольных переменных рассмотрим размеры бизнеса (логарифм числа занятых), принадлежность к одному из восьми видов экономической деятельности (базовая категория - пищевое производство), организационно-правовую форму (базовая категория - ООО).

В целом, следует выделить ряд факторов, которые меняли систему корпоративного контроля в российских компаниях. Так, выход российских компаний на внешние финансовые рынки и рынки контроля позитивно влияет на практику корпоративного управления. Размещение ценных бумаг требует соблюдения правил, задаваемых регуляторами биржевой торговли, которые за рубежом, особенно в США, более жесткие. Как свидетельствуют обзоры Standard & Poor's, благодаря присутствию акций компании на зарубежных площадках по сравнению с ситуацией, когда бумаги торгуются только на российских биржах, улучшаются состав и работа совета директоров, повышается степень раскрытия информации.

В 75 крупных публичных компаниях, исследованных в 2007 г.⁷, примерно $\frac{1}{5}$ членов совета директоров составили независимые директора, тогда как в 34, торгуемых на зарубежных биржах, треть. При этом в большинстве российских АО, по данным опросов ГУ-ВШЭ и других организаций, удельный вес голосов независимых директоров в среднем не превышает 5%.

Выполнение требований регуляторов биржевой торговли способствовало повышению информационной прозрачности крупнейших компаний⁸. Исследование, проведенное в 2008 г.⁹, показало, что расчетный индекс прозрачности наиболее высок в компаниях, бумаги которых котируются на биржевых площадках США: средний индекс составил 75, а для компаний, вышедших на основную площадку LSE, - 63. По предприятиям, акции которых размещены только на российских биржевых площадках, он был равен всего 50. Примеры отдельных компаний также свидетельствуют, что выход на зарубежные биржи повышает индекс их прозрачности. В результате IPO компании "СТС Медиа" на NASDAQ в рэн-

кинге информационной прозрачности 2008 г. она вышла на первое место. В случае Магнитогорского металлургического комбината и “Северстали” выход на LSE (ранее они котировались на российских биржах) привел к повышению рейтинга их прозрачности, соответственно, на 12 и 2,5 процентных пункта¹⁰.

Заинтересованность в привлечении иностранных инвестиций на фондовых рынках побуждает российские АО избавляться от непрофильных активов, делать более рациональной формальную структуру владения капиталом.

Процедуры покупки пакетов акций за рубежом часто требуют разрешения государственных уполномоченных органов и (или) акционеров поглощаемых компаний. Эти процедуры предполагают прозрачность формирования и легитимность доходов, раскрытие информации об акционерах (бенефициарах) приобретателя. Лица, принимающие решения, обращают внимание на соблюдение норм корпоративного управления, особенно в дивидендной политике и использовании международных стандартов финансовой отчетности. При этом хозяйственная деятельность за рубежом ставит перед российским бизнесом задачу освоить стандарты корпоративного управления в дочерних фирмах в странах-реципиентах, что способствует распространению этих практик и в материнских компаниях. Кризис стал серьезной проверкой российского менеджмента АО - владельцев зарубежных фирм с точки зрения его умения наладить отношения с профсоюзами и другими стейкхолдерами в условиях неблагоприятной экономической конъюнктуры.

Как правило, и при выдаче кредитов банки отслеживают соблюдение стандартов корпоративного управления и низкую вероятность корпоративных конфликтов.

Так, непубличное ОАО “МХК ЕвроХим” имеет высокий рейтинг корпоративного управления Standard & Poor’s (6,7 по национальной шкале). Компания раскрыла своих владельцев, совершенствует отчетность по международным стандартам, развивает практику внутреннего аудита и оценки работы менеджмента, корпоративной социальной ответственности. В составе совета директоров более половины - независимые директора, образовано три комитета (по стратегии, аудиту, корпоративному управлению и кадрам). Компания ранее получала кредиты за рубежом и выпускала еврооблигации. Стремление к повышению качества корпоративного управления помогло ей в разгар кризиса в ноябре 2008 г. привлечь синдицированный кредит от девяти зарубежных банков в размере 1,5 млрд. долл. на благоприятных условиях.

В целом, количественный и качественный анализ динамики структурных характеристик акционерной собственности и системы корпоративного управления в российских компаниях позволяет сделать следующие выводы.

Концентрация собственности остается высокой, хотя пределы ее, по-видимому, достигнуты. Налицо появление склонности к распылению капитала и падению уровня концентрации, обусловленное выводом ценных бумаг АО на биржи, работой на конкурентном рынке и расширением присутствия иностранных владельцев. Уровень концентрации перестает быть универсальным, наблюдается некоторая отраслевая дифференциация динамики. Не исключено, что распыленное владение - уже не столько сигнал о плохом состоянии предприятия и недостаточной реструктуризации, сколько результат сознательной политики собственников развивающегося и инвестирующего бизнеса.

Структура владения в разрезе крупных групп акционеров в основном стабильна. За истекшие годы значительно возросла доля владения иностранных инвесторов. Вопреки распространенному мнению, на обычных промышленных предприятиях обрабатывающего сектора среднее владение органов власти падает, а круг предприятий со смешанной собственностью сужается. Наличие совладельцев в лице органов власти сопряжено с противоречивостью целевых установок и реального поведения, а присутствие иностранных инвесторов способствует активной модернизации и увязке стратегических и текущих задач бизнеса.

Снижалась интенсивность перераспределительных процессов на фоне слабой склонности к реорганизации в условиях экономического роста. Высказываемые предположения об усилении процессов передела собственности в кризисной России не нашли подтверждения во втором раунде мониторинга, возможно, вследствие характера выборки.

Росла активность на фондовых рынках. Представленные там компании приняли решение снизить уровень концентрации капитала. Вопреки ожиданиям, респонденты - менеджеры торговых компаний - не были пессимистичны в оценке последствий кризиса; напротив, они с оптимизмом смотрели в будущее. Падение цены бумаг меньше отразилось на деятельности бизнеса, нежели влияние проблем с кредитами.

Острота кризиса и его последствия не сказались заметно на структуре владения. Наиболее пессимистичные оценки характерны для предприятий, использовавших заемное финансирование (впрочем, это может отражать не только риско-

ванную политику заимствований до кризиса, но и ее продолжение, чтобы удержаться на плаву).

Проявилась позитивная роль наличия иностранных собственников и отчасти - средней концентрации капитала в стратегическом и модернизационном поведении бизнеса. Получены определенные свидетельства того, что компании сознательно прибегают к распылению владения.

Значимость проблемы повышения эффективности корпоративного управления связана и с тем, что в настоящее время правительство ограничено в наборе способов демонстрации своей активности в сфере институциональных реформ. А между тем экспансия и формирование новых интегрированных структур в экономике, отвечающих требованиям посткризисного роста, требуют дополнительных ресурсов. В новых условиях формальные стандарты корпоративного управления становятся необходимым основанием создания бесконфликтного имиджа программ реорганизации и получения доступа к крупным внешним источникам финансирования на стадии экономического ускорения.

На новой стадии макроэкономической динамики как в теории, так и в практике корпоративного управления открытым остается вопрос о механизме функционирования крупных интегрированных структур в национальной экономике, о границах эффективного вмешательства государства в формирование и функционирование корпораций, об отраслевых приоритетах с точки зрения распространения корпоративной организации бизнеса и т.п.

¹ Авдашева С., Шаститко А. Экономика уголовных санкций за нарушение антимонопольного законодательства: возможности и риски // *Вопр. экономики*. 2010. □ 1.

² Формирование корпоративного сектора экономики: зарубежный опыт и российская практика / под ред. В.Б. Кондратьева. М., 2009.

³ Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. 2. М., 2009.

⁴ Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. 3. 2010.

⁵ Приводятся данные в динамике только по АО: в них доля компаний, присутствующих на биржах с акциями или облигациями, выросла с 4,8% в 2005 г. до 9,6% в 2009 г.

⁶ Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2006 г.: скромные успехи на фоне всеобщего стремления к IPO / Стандарт энд Пуэрс. М., 2006. URL: www.standardandpoors.ru.

⁷ Портрет Совета директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления / Standard & Poor's. М., 2007.

⁸ Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2006 г.: скромные успехи на фоне всеобщего стремления к IPO / Standard & Poor's. М., 2006.

⁹ Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2008 г.: незначительный прогресс на фоне резкого снижения количества IPO / Standard & Poor's. М., 2008.

¹⁰ Особенности инвестиционной модели развития России. М., 2009.

Поступила в редакцию 09.08.2010 г.