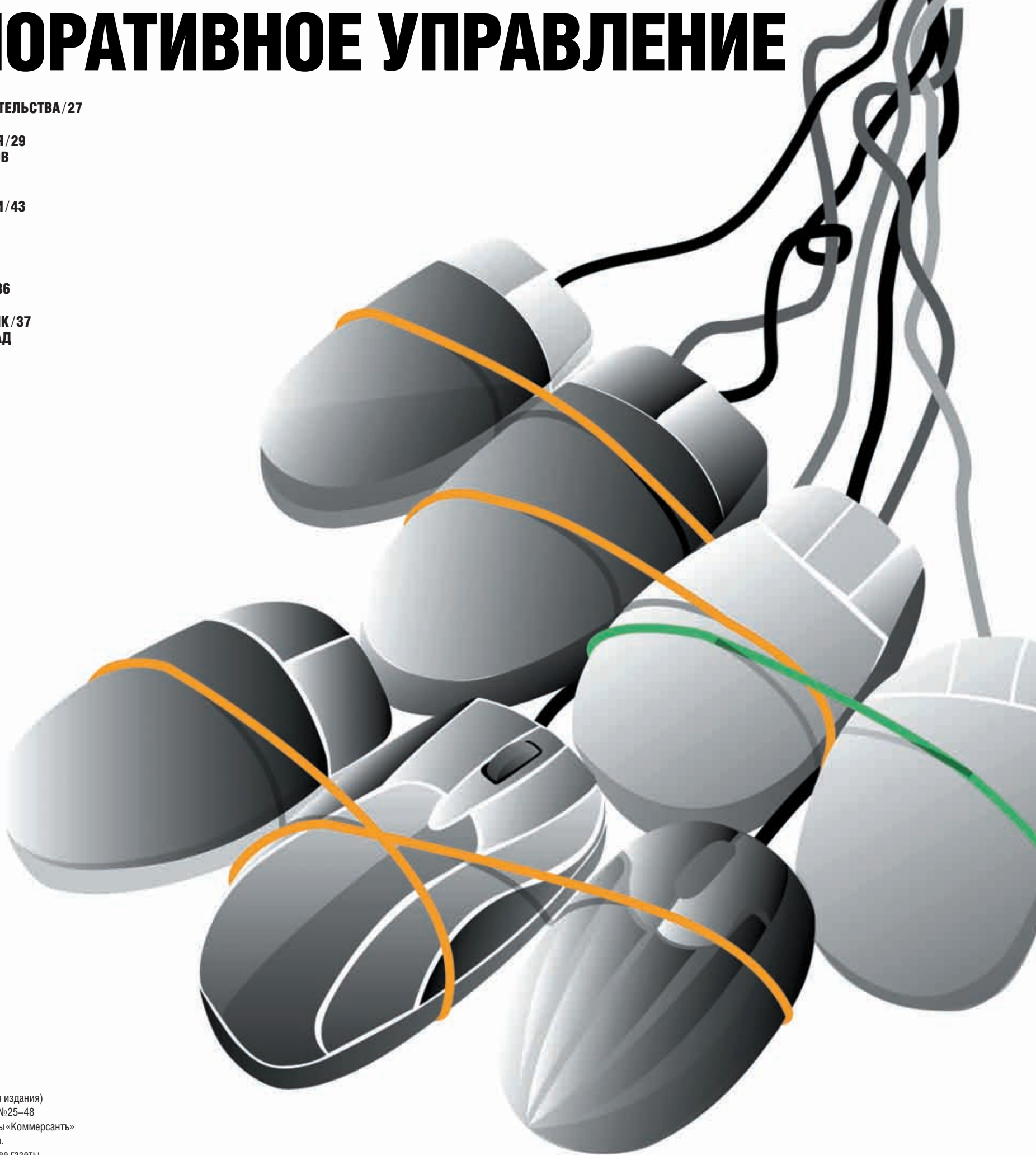


КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

АЛЕКСАНДР ЖУКОВ
О БУДУЩЕМ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА / 27
ВЛАДИМИР ПОТАНИН
ОБ ИТОГАХ УПРАВЛЕНИЯ / 29
ВЛАДИМИР ЕВТУШЕНКОВ
О СИСТЕМЕ ВЛАСТИ / 35
ЛЕОНИД МЕЛАМЕД
О ЖЕСТКОСТИ ПРИБЫЛИ / 43
ДЕНИС МОРОЗОВ
ОБ ЭКСТРЕМАЛЬНОМ
МЕНЕДЖМЕНТЕ / 44
МАЙКЛ ОКСЛИ
О СУРОВОСТИ ЗАКОНА / 36
STANDART&POORS
ОБ ИНВЕСТИРЕЖИМЕ БРИК / 37
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОКЛАД
ПО КОРПОРАТИВНОМУ
УПРАВЛЕНИЮ / 31



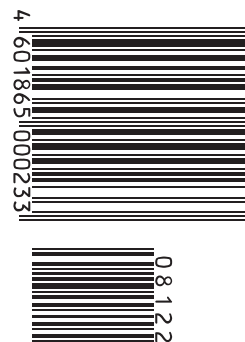
Среда, 28 мая 2008 №90
(№3907 с момента возобновления издания)
Цветные тематические страницы №25–48
являются составной частью газеты «Коммерсантъ»
Рег. №01243 22 декабря 1997 года.
Распространяются только в составе газеты.

Коммерсантъ

BUSINESS GUIDE



ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ПАРТНЕР
ВЫПУСКА



КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И ГЛОБАЛИЗАЦИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Международная конференция
Москва, отель «Ритц-Карлтон», 30–31 мая, 2008



CORPORATE GOVERNANCE AND GLOBALIZATION OF THE WORLD ECONOMY

International Conference
Moscow, The Ritz-Carlton Hotel, May 30–31, 2008

Конференция
организована
Национальным
Советом
по корпоративному
управлению
при участии Группы
Всемирного банка

Генеральные партнеры



**Renaissance
Capital**
Инвестиционная группа
«Ренессанс Капитал»



Партнеры



НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ



Генеральный информационный партнер



Информационные партнеры



В конференции принимают участие:

Александр Жуков, заместитель председателя Правительства Российской Федерации;

Алексей Кудрин, заместитель председателя Правительства, министр финансов Российской Федерации;

Герхард Шредер, бывший федеральный канцлер Германии, председатель комитета акционеров Nord Stream AG;

Пол Сарбейнс, экс-председатель Комитета по банковской деятельности Сената США;

Майкл Оксли, заместитель председателя правления NASDAQ;

Джеймс Вулфенсон, председатель совета директоров Wolfensohn & Company, экс-президент Группы Всемирного банка;

Владимир Потанин, председатель Национального совета по корпоративному управлению, генеральный директор компании «Интеррос»;

Олег Вьюгин, председатель совета директоров МДМ-Банка;

Уильям Макданоу, вице-председатель Merrill Lynch;

Дункан Нидерауэр, генеральный директор NYSE Euronext;

Александр Потемкин, президент ММББ.

В программе конференции:

современное состояние корпоративного управления в России
и за рубежом в условиях глобализации;

влияние корпоративного управления на формирование благоприятного
инвестиционного климата;

гармонизация законодательства, регулирующих мер и механизмов
правоприменения на рынках капитала;

анализ практики корпоративного управления в компаниях
с государственным участием;

вопросы взаимодействия менеджмента компаний,
акционеров и инвесторов;

роль государств БРИК в глобальном движении капитала;

антикоррупционная практика компаний.

Оргкомитет II Международной конференции
«Корпоративное управление и глобализация мировой экономики»

Калошин переулок, 4, Москва, 119002,
телефон: (+ 7 495) 797 6726, факс: (+ 7 495) 797 6727, www.nccg.ru



ДМИТРИЙ БУТРИН,
РЕДАКТОР BUSINESS GUIDE
«КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ»

ПРЕДМЕТНЫЙ РАЗГОВОР ОБ ОБЩЕЙ ТЕОРИИ ВСЕГО

Без сомнения, корпоративное управление одна из самых необычных отраслей экономики и экономической политики. С одной стороны, тема корпоративного управления — головная боль всех на свете редакторов деловых СМИ: тема требует изрядной степени абстракции и работы на стыке корпоративного права, госуправления, корпоративной практики, социологии и чтобы не было мало макроэкономики.

Корпоративные юристы говорят в основном о процедурах и разных аспектах законодательства, представители государства — о законодательстве и макроэкономическом влиянии практик корпоративного управления. Менеджеров-практиков редко интересует теория и законодательство, зато о финансовых аспектах применения корпоративного управления могут говорить часами. Социологов интересует массовый инвестор и его поведение и зачастую не интересует кроме этого вообще ничего. Для нас же вопрос первостепенной важности — как все это совместить.

С другой стороны, корпоративное управление — это просто: попробуйте найти хотя бы одно событие в крупной компании, которое не может быть отнесено к сфере корпоративного управления и, по правде говоря, не должно быть к нему отнесено? В определенной степени корпоративное управление — это «общая теория всего». Правда, именно тут и скрываются подводные камни: такого рода теории, как правило, грешат излишней философичностью. Достаточно беглого взгляда на любую полку бизнес-литературы в продаже, чтобы в этом убедиться.

Именно поэтому публикация первого выпуска «Национального доклада по корпоративному управлению» в мае 2008 года, подготовленного под эгидой Национального совета по КУ, не могла остаться без внимания. Не так часто кто-либо предпринимает попытку создать «сумму» (в понимании философов — совокупность текущих сведений о какой-либо отрасли знания) на подобные темы. Поэтому неудивительны и имена авторов BG «Корпоративное управление», который выходит накануне 2-й международной конференции «Корпоративное управление и глобализация мировой экономики» в Москве. А кому, собственно, его писать? Совмещать в голове все вышеперечисленные вопросы в рамках «общей теории всего» обычно необходимо не теоретикам, а практикам.



КОЛОНКА РЕДАКТОРА

«ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ И РОСТ ЗАВИСЯТ ОТ КАЧЕСТВА ИНСТИТУТОВ»

НЕСМОТРЯ НА ТО ЧТО ВОПРОС КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В КОНЕЧНОМ СЧЕТЕ ВОПРОС ВЕДЕНИЯ БИЗНЕСА, А НЕ ГОСУДАРСТВА, ПРАВИТЕЛЬСТВО ВО ВСЕМ МИРЕ ОСТАЕТСЯ ОСНОВНЫМ РЕГУЛЯТОРОМ БАЗОВЫХ РАМОК КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ. О ТОМ, КАКИЕ ДЕЙСТВИЯ ПРАВИТЕЛЬСТВО РОССИИ НАМЕРЕНО РЕАЛИЗОВЫВАТЬ В ЭТОЙ ОБЛАСТИ В БЛИЖАЙШЕЕ ВРЕМЯ И КАКИМИ ПРИНЦИПАМИ НАМЕРЕНО РУКОВОДСТВОВАТЬСЯ, В ИНТЕРВЬЮ BG РАССКАЗАЛ ЗАМЕСТИТЕЛЬ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ ПРАВИТЕЛЬСТВА РФ АЛЕКСАНДР ЖУКОВ.

BUSINESS GUIDE: Какие изменения ожидают принципы и подходы государства к корпоративному управлению в связи с появлением нового правительства России?

АЛЕКСАНДР ЖУКОВ: На мой взгляд, сейчас нет острой необходимости что-то существенно менять в принципах и подходах к регулированию корпоративного управления. Основной документ, которым мы руководствуемся в этой сфере, — утвержденная несколько лет тому назад «Концепция развития корпоративного законодательства в Российской Федерации».

Ее основные положения и сегодня не менее актуальны, чем тогда, когда этот документ разрабатывался и принимался. Это прежде всего необходимость обеспечения защиты прав собственности, максимального раскрытия информации субъектами нашего рынка от частных фирм до компаний с государственным участием.

В концепцию заложены универсальные принципы, определяющие подходы к регулированию корпоративного управления. Они очень схожи с регулятивными нормами, принятыми на большинстве крупных рынков других стран.

Мы исходим из того, что на сегодняшний день права собственников в России пока еще недостаточно защищены, что создает проблемы для развития инвестиционных процессов, сдерживает вложения в российские компании. Какие здесь основные проблемы и что нужно сделать для их преодоления?

Во-первых, инвесторы пока еще, к сожалению, не могут во всех случаях гарантированно рассчитывать на достаточную информацию о компаниях-эмитентах, не говоря уже о фирмах, которые не присутствуют на фондовом рынке. Недостаточно информации о конечных собственниках компаний, многих других аспектах их деятельности. Основная задача государства в этом процессе заключается в предоставлении универсальных гарантий прав собственности, обеспечении максимальной информационной открытости компаний, в том числе компаний с государственным участием.

Во-вторых, нам необходимо выстроить систему регулирования корпоративного управления таким образом, чтобы предотвратить возникновение (насколько это возможно) корпоративных конфликтов, создать систему их нормального правового урегулирования. В концепции предусмотрено и формирование механизмов негосударственного саморегулирования субъектов рынка, и дальнейшее развитие судебных процедур разрешения корпоративных споров.

Эти же цели преследует и антирейдерский пакет законопроект, разработанный правительством России.



ВАСИЛИЙ ШАПОШНИКОВ

Полагаю, мы достаточно четко и последовательно реализуем концепцию.

BG: Таким образом, акцент в корпоративном управлении, с точки зрения Белого дома, по-прежнему ставится на защите прав собственности?

А. Ж.: Если права собственности защищены недостаточно, а результаты использования ресурсов могут быть изъяты в любой момент, у собственника пропадают стимулы к долгосрочному и эффективному использованию активов. Результатом этого является и недоинвестирование, то есть бизнес живет сегодняшним днем, и активы используются крайне неэффективно.

В долгосрочной перспективе экономическое развитие и экономический рост зависят от качества институтов — формальных и неформальных правил ведения бизнеса и механизмов, обеспечивающих их соблюдение. Непоследовательность и бессистемность при разработке программ, стимулирующих развитие институтов, и есть одна из причин столь длительного трансформационного спада в российской экономике. Эти же факторы и сегодня существенно замедляют экономическое развитие.

Напомню, формирование системы корпоративного законодательства в Российской Федерации происходило в

середине 90-х годов XX века. Основным методом было заимствование из зарубежных правовых порядков. При этом очевидно отсутствовал комплексный подход к построению системы корпоративного законодательства.

BG: Произошло какое-либо изменение взглядов на развитие корпоративного управления в России под влиянием кризиса на западных финансовых рынках и последовавшей за ним нехваткой ликвидности в отечественной банковской системе?

А. Ж.: По сути дела, вопрос во многом сводится к обеспечению должного контроля со стороны советов директоров за менеджментом банков и компаний, в том числе в части проявления «здорового консерватизма» при принятии решений и оценке принимаемых на себя рисков.

Примеры целого ряда ведущих финансовых западных компаний, западных банков в последние месяцы наглядно показывают: можно сколько угодно кивать на сложную ситуацию и объективные обстоятельства или недостаток регулирования, однако у каждой их неудачи, есть, как правило, автор или авторы с именами и фамилиями, принявшие одно или несколько неверных, неадекватных ситуации решений. И хотя поводов для беспокойства у нас особых нет, надо учиться и делать выводы из чужих ошибок и стараться не совершать собственных.

BG: Государство достаточно активно формировало рамки развития рынка, само для себя определяя приоритетные сферы регулирования корпоративного управления. В это же время за пределами России значительная часть вопросов решается на уровне саморегулирования рынков. В какой степени государство в России готово поддерживать негосударственные институты в области корпоративного управления, разделять с ними ответственность?

А. Ж.: Безусловно, государство должно более активно поддерживать инициативы, направленные на формирование таких механизмов разрешения корпоративных конфликтов, как, например, третейские суды, создаваемые организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг, развитие института медиации, посредничества. За рубежом эти инструменты, дополняющие госрегулирование, применяются уже достаточно давно и приносят немалую пользу.

И у нас заслуживают самого серьезного внимания предложения о введении обязательного досудебного этапа разрешения корпоративных споров с использованием института медиации, зафиксированного в законодательстве РФ. Их реализация вполне может дать серьезный положительный результат.



«МЫ ИСХОДИМ ИЗ ТОГО, ЧТО НА СЕГОДНЯШНИЙ ДЕНЬ ПРАВА СОБСТВЕННИКОВ В РОССИИ ПОКА ЕЩЕ НЕДОСТАТОЧНО ЗАЩИЩЕНЫ, ЧТО СОЗДАЕТ ПРОБЛЕМЫ ДЛЯ РАЗВИТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ, СДЕРЖИВАЕТ ВЛОЖЕНИЯ В РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ»



АДМИНИСТРАТИВНЫЙ РЕСУРС

Сюда же примыкает вопрос об установлении различных режимов регулирования для публичных и непубличных компаний.

В большинстве стран для публичных компаний в отношении корпоративного управления действуют жесткие правила законодательства о рынке ценных бумаг, тогда как компании, не вышедшие на фондовый рынок, подчиняются более гибкому законодательству, предоставляющему акционерам широкую свободу договора. В этой связи в правительстве готовится комплекс мероприятий, направленных на установление различного корпоративного режима для публичных и непубличных компаний.

Что касается улучшения процесса реализации прав инвесторов на информацию, повышения прозрачности рынков, то здесь главное — обеспечение максимально возможной прозрачности в целом. С этой точки зрения не столь важно, будет ли она в конечном счете достигаться за счет развития саморегулирования рынка или процесса госрегулирования.

Ведь, не располагая необходимой информацией, инвестор не может принять решение об инвестициях. На сегодняшний день в России отсутствуют достаточные требования к раскрытию информации. И в результате действительного, конечного собственника компании, например, можно узнать только из информации, которая раскрывается этой компанией на иностранных, а не российских биржах, — так бывает еще слишком часто.

Я думаю, что необходимость принятия правительством мер по урегулированию этой ситуации достаточно очевидна. И нет никакого смысла дожидаться действий со стороны саморегулируемых организаций. Государство может и должно в рамках своей компетенции решить эту проблему быстрее, чем рынок.

ВГ: То есть увеличение объема раскрытия информации эмитентами — вопрос решенный?

А. Ж.: Да, разумеется, в ближайшее время этот вопрос будет решен.

ВГ: В какой степени компании с государственным участием разделяют позицию правительства на большую прозрачность рынка и рост объемов обязательного раскрытия информации?

А. Ж.: Современный международный опыт свидетельствует о возможности одновременного существования разных режимов для компаний с различной степенью концентрации акционерной собственности.

Отдельный вопрос — корпоративное управление в компаниях с госучастием. Что касается компаний с государственным участием, то на этот счет есть определенный и разделяемый всеми принцип. Во-первых, государство должно быть равноправным акционером в любой компании, работающим в рамках общего регулирования корпоративного управления. Принципы равноправия в компании, где государство имеет контрольный пакет или какой-то крупный пакет, должны, безусловно, соблюдаться. Там, где государство имеет возможность управлять компанией, ему надо действовать как достаточно активному и прозрачному собственнику. Государство должно действовать в АО так же, как действовал бы любой другой акционер. Должно четко и ясно информировать рынок, сделать свою политику в отношении данной компании гласной. Естественно, что советы директоров в компаниях с государственным участием должны действовать в интересах всей компании, всех акционеров, а не только государства как основного собственника или держателя крупного пакета.

ВГ: В крупных госкомпаниях в течение последних пяти лет корпоративное управление развивалось гораздо быстрее и лучше, чем в средних компаниях. Как долго это продлится, с вашей точки зрения? Ведь уже сейчас существует пропасть между качеством корпоративного управления, скажем, в «Роснефти» и в каком-нибудь среднем эмитенте на рынке. Не останутся ли принципы хорошего корпоративно-

го управления просто уделом госкомпаний? На среднем уровне оно довольно здорово отстало именно с точки зрения национальных стандартов, а крупные компании ориентируются уже на западные стандарты.

А. Ж.: Полагаю, что в ближайшее время и средние компании постепенно начнут подтягиваться к лидерам.

Конечно, крупные государственные и негосударственные компании располагают большим объемом ресурсов для привлечения лучших менеджеров. А выходя на IPO на западную биржу, просто вынуждены соответствовать лучшим стандартам.

Но их опыт работы неизбежно потихоньку распространяется по всему рынку. Пусть пока не так быстро, как нам с вами хотелось бы. Здесь важно, что процесс этот идет, и идет в целом в нужном направлении.

ВГ: Ранее предполагалось, что государство будет сознательно повышать степень прозрачности госкомпаний именно для того, чтобы к госсектору подтягивался частный. В какой степени этот принцип реализуется сейчас?

А. Ж.: Считаю, что и тот, и другой секторы рынка должны быть равнопрозрачными. Ведь чем более прозрачными они будут, тем лучше будет для рынка, для инвесторов, для акционеров. Условия должны быть одинаковыми.

Допустима лишь разная степень прозрачности для разных категорий компаний. Для крупных публичных компаний могут действовать одни нормы раскрытия информации, для более мелких частных акционерных компаний — другие, несколько облегченные. Представляется, что для действительно публичных крупных компаний, акции которых котируются за рубежом и в России, необходим режим максимальной открытости, а для АО с ограниченным количеством акционеров, структур, не работающих на рынке массовых инвестиций, может быть установлен определенный гарантированный объем информации.

Что же касается советов директоров и органов управления в компаниях с государственным участием, то мы ориентируемся на введение в них максимального количества независимых директоров с одновременным увеличением ответственности за решения, принимаемые советами директоров, в том числе и государственными чиновниками в качестве представителей государства. В мае в правительство была представлена концепция законопроекта, связанного с усилением ответственности за решения советов директоров, и сейчас Федеральная антимонопольная служба будет разрабатывать этот документ.

ВГ: ФАС-то давно говорит о том, что необходим «русский» пакет ужесточения ответственности для директоров компаний. И тем не менее в значительной степени отсутствие жесткой ответственности со стороны менеджмента и директоров является в какой-то степени фактором привлекательности российского рынка. Вы не опасаетесь, что «российский акт Сарбейнса—Оксли» уничтожит это преимущество?

А. Ж.: Здесь нам нужен баланс интересов. Уже сейчас очевидно, и это признают многие в США, что проведенное там в результате принятия пакета Сарбейнса—Оксли сверху-

жесточение правил игры в отношении ответственности директоров привело к тому, что на Нью-Йоркской фондовой бирже эмитенты размещают акции с существенно меньшей охотой, чем, к примеру, в том же Лондоне.

Нам, безусловно, нужно идти к большей открытости, большей ответственности менеджмента перед инвесторами. Но с учетом наших реалий, с учетом нашего собственного опыта, наших ошибок.

ВГ: Какие еще аспекты корпоративного управления находятся в сфере планов правительства по коррекции корпоративного законодательства?

А. Ж.: Нельзя не указать на необходимость повышения роли независимых директоров в публичных компаниях. Независимые директора способны реализовать одного из основных принципов корпоративного управления ОЭСР, в соответствии с которым совет директоров должен иметь возможность выносить объективное независимое суждение по корпоративным вопросам. Независимые члены совета директоров могут укрепить процесс принятия им решений, они способны и объективно оценивать работу самого совета директоров.

Особенно важна роль таких директоров в тех сферах, где имеет место конфликт менеджмента компании и акционеров. В частности, по вопросам вознаграждения руководителей, проведения аудита, изменений в корпоративном контроле. Недостаток же действующего законодательства в том, что оно не устанавливает правовых оснований для избрания в совет директоров или наблюдательный совет независимых директоров.

ВГ: Существует мнение о том, что приток инвестиций на развивающиеся рынки в определенной степени обеспечен именно относительно либеральным регулированием корпоративного управления, ответственности инвесторов, менее сложными и развитыми юридическими процедурами.

А. Ж.: Дело, на мой взгляд, не в том, развивающийся это рынок или развитый, а в конкретных действующих нормах и требованиях. Ведь даже если сравнить биржи Лондона и Нью-Йорка, разница в регулировании существенна и значима для инвесторов. Поэтому повторюсь: мы должны ориентироваться на зарубежный опыт, общие правила игры, но обязательно с учетом того, как их эффективно адаптировать к нашим условиям, как они проявят себя именно на российском, а не каком-либо абстрактном рынке.

ВГ: Вносимая сейчас в правительство концепция развития финансовых рынков от ФСФР требует каких-то изменений в концепции развития корпоративного законодательства? В ней есть ряд новшеств для рынка, ранее не учитывавшихся в корпоративном праве, например, «полупринудительные» IPO крупных компаний. Насколько быстро могут быть произведены такие изменения и в корпоративном законодательстве, насколько, по вашей оценке, неизбежны сильные изменения корпоративного поля в России как такового?

А. Ж.: Идеи, заложенные в концепциях развития и корпоративного законодательства, и финансовых рынков хорошо сопрягаются друг с другом.

На мой взгляд, это составные части общего процесса: концепция развития корпоративного законодательства плюс антирейдерские законопроекты плюс улучшение управления в компаниях с государственным участием плюс концепция развития фондового рынка. По сути, эти меры в совокупности представляют собой формирующий кодекс для регулирования и развития наших финансовых рынков.

ВГ: Еще один вопрос на стыке корпоративного управления и государственного регулирования. Процесс миграции менеджеров из госуправления в госкомпания и частные компании и наоборот уже принимает отчетливые формы, это достаточно массовый процесс. По вашим наблюдениям, насколько это позволяет внедрять принципы корпоративного управления в собственно госслужбу, в работу госорганов?

А. Ж.: Во многих крупных компаниях используются самые передовые методы управления, внедрены процессы электронного документооборота. Думаю, не будет преувеличением сказать, что отдельные процессы там поставлены на уровне лучших мировых образцов. И если люди, поступающие на государственную службу, привносят этот опыт и эти методы — а я имею в виду именно методы как таковые, — это очень полезно.

ВГ: Вы можете назвать фамилии чиновников, с которыми связаны такие изменения?

А. Ж.: Скорее процессы, нежели фамилии. В качестве примера достаточно успешного внедрения в государственную практику подходов, свойственных корпоративному управлению, я бы назвал приоритетные национальные проекты.

ВГ: То есть нацпроекты в Белом доме рассматриваются в том числе и как опыт перенесения корпоративного менеджмента на госуправление?

А. Ж.: Скорее этот опыт был рационально использован, чем перенесен напрямую. Прямое заимствование здесь вряд ли уместно.

Но в принципе решение целевой задачи с помощью концентрации ресурсов, проектного управления — это продукт корпоративной практики, который в своих основных элементах может быть успешно применен и в государственных проектах.

ВГ: Таким образом, общий курс правительства в области развития корпоративного управления близок по смыслу к курсу налоговой политики: консервативность, последовательность, объявленность действий на годы вперед обеспечивают рынку уверенность в изменениях режима?

А. Ж.: Нужно действовать последовательно, шаг за шагом продвигаться вперед по намеченным стратегическим направлениям. Речь ведь идет не о каких-то конъюнктурных коррекциях, а об общих правилах игры, которые определяют существенные условия работы инвесторов не на ближайшие год-два, а на годы и десятилетия вперед. Стабильность инвестиционного режима — крайне важная составляющая инвестиционного климата, и какие-либо революции здесь не нужны.

Интервью взял ДМИТРИЙ БУТРИН

ЗАПЛАНИРОВАННЫЕ ПРАВИТЕЛЬСТВОМ РФ ИЗМЕНЕНИЯ В КОРПОРАТИВНОМ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВЕ

Программой социально-экономического развития РФ на среднесрочную перспективу (2006–2008 годы), утвержденной распоряжением правительства Российской Федерации от 19 января 2006 года № 38-р, были определены **основные направления совершенствования корпоративного управления:**

— ужесточение требований к **раскрытию информации** и ответственности за содержание раскрываемой информации для публичных компаний;

— совершенствование **правового регулирования аффилированных лиц**, включая повышение эффективности использования понятия аффилированности при регулировании корпоративных отношений, а также развитие системы учета и раскрытия информации об аффилированных лицах и бенефициарных владельцах;

— введение механизмов привлечения к гражданско-правовой **ответственности членов совета директоров**, органов контроля и иных должностных лиц акционерных обществ за причинение ущерба акционерному обществу или акционерам.

Правительством в 2007 году был внесен в Госдуму законопроект, направленный на усиление административной **ответственности за нарушение требований законодательства, касающихся представления и раскрытия информации** на рынке ценных бумаг.

На рассмотрении в Госдуме находится подготовленный правительством законопроект, целью которого является **совершенствование правовых условий раскрытия информации о существенных фактах**, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг. В частности, законопроектом расширяется перечень сообщений о существенных фактах, раскрываемых эмитентами эмиссионных ценных бумаг любым заинтересованным лицам.

НЕКОТОРЫЕ ИТОГИ В НАЧАЛЕ ПУТИ

ОПЫТ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ, КОТОРЫЙ ЗАТЕМ ОТРАЖАЕТСЯ В СТАНДАРТАХ, НАРАБАТЫВАЕТСЯ ИМЕННО В КРУПНЫХ КОМПАНИЯХ, ДЛЯ КОТОРЫХ ВОПРОСЫ ЛУЧШЕЙ МЕЖДУНАРОДНОЙ ПРАКТИКИ НЕ АБСТРАКЦИЯ, А ВАЖНЕЙШИЙ ФАКТОР В КОНКУРЕНЦИИ НА МИРОВОМ УРОВНЕ. О ТОМ, КАК ВЫГЛЯДИТ СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ В ГЛАЗАХ СОБСТВЕННИКА И МЕНЕДЖЕРА, ДЕЙСТВИЯ КОТОРОГО В ЗНАЧИТЕЛЬНОЙ СТЕПЕНИ ЕГО И ОПРЕДЕЛЯЮТ, ВГ РАССКАЗАЛ ВЛАДИМИР ПОТАНИН, ГЕНДИРЕКТОР КОМПАНИИ «ИНТЕРРОС».

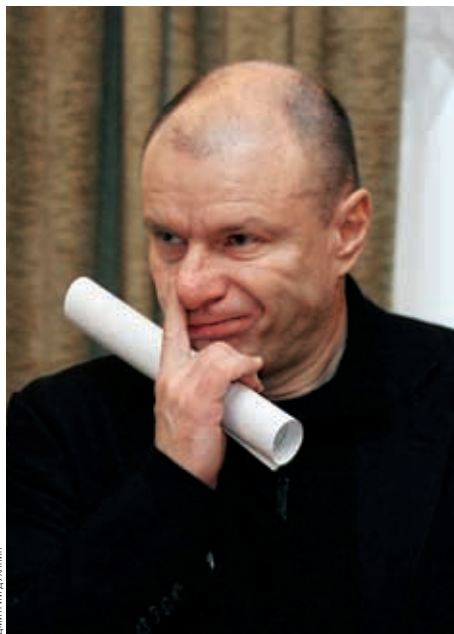
СРЕЗ ПО ВРЕМЕНИ Четыре года назад в Москве прошла первая Международная конференция «Корпоративное управление и экономический рост в России», организованная Национальным советом по корпоративному управлению. С тех пор в этой сфере произошли существенные позитивные сдвиги. В 2004 году мы акцентировали внимание на важности проблематики корпоративного управления, его задачах и перспективах. Сегодня, когда изменения в корпоративной жизни идут полным ходом, речь идет уже об анализе и обобщении накопленного опыта.

Поступательное развитие корпоративного управления в нашей стране обусловлено несколькими факторами. Во-первых, российская экономика все больше вовлекается в процессы экономической глобализации. Во-вторых, завершается структуризация корпоративной собственности.

Резко усилилось взаимодействие крупных российских компаний с мировым финансовым рынком. Лидеры нашей экономики значительно активизировали свою международную экспансию, в том числе через приобретение иностранных активов. Компании второго эшелона, нарастившие серьезные амбиции, осознали необходимость привлечения внешнего финансирования — через поиск стратегического инвестора или выход на фондовый рынок. Причем речь идет уже не о единицах, как четыре года назад, а о многих десятках отечественных предприятий. Наконец, изменялись и совершенствовались требования регуляторов и нормы законодательства.

Все это потребовало от собственников компаний глубокой перестройки их внутренней жизнедеятельности и в первую очередь освоения международных стандартов корпоративного управления. Предприниматели — люди прагматичные. Именно практическая потребность коммуникаций с мировым инвестиционным сообществом заставила их совершенствовать формы и инструменты организации бизнеса. А современные стандарты корпоративного управления — это и есть общая платформа взаимодействия в международной деловой среде.

РАЗМЕЩЕНИЕ ПО ПОЗИЦИЯМ Пожалуй, важнейшим фактором внедрения передовых принципов корпоративного управления стала подготовка десятков российских компаний к выходу на фондовый рынок, особенно к проведению первичных публичных размещений акций. До 2004 года IPO отечественных предприятий проводились крайне редко — одно-два в год. В 2004 году наметился сдвиг: на рынок IPO вышли пять компаний, собравшие \$620 млн. В 2005-м IPO провели 13 предприятий, которым удалось привлечь уже \$4,5 млрд. В 2006–2007 годах публичные размещения стали обычным явлением: их провели 49 компаний, ведущих свой основной бизнес в России. Объем привлеченных средств составил около \$49 млрд. Отличительной чертой 2006 года и, особенно, 2007-го стало то, что, помимо уже при-



ДМИТРИ ДУХИН

ВЛАДИМИР ПОТАНИН,
ПРЕДСЕДАТЕЛЬ НАЦИОНАЛЬНОГО СОВЕТА
ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ,
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР КОМПАНИИ «ИНТЕРРОС»

вычных на фондовых биржах нефтяных и металлургических компаний, на рынке IPO появились игроки гораздо более широкого отраслевого спектра: банки, торговые, продовольственные, информационно-технологические, транспортные, строительно-девелоперские, химические компании.

При этом крупнейшие IPO проходили, как правило, одновременно на российских и зарубежных фондовых биржах (в первую очередь, Лондонской). Хорошо известно, что на основных западных биржах требования к корпоративному управлению, необходимые для включения компании в листинг, намного жестче, чем у нас. Подготовка к размещению на этих биржах затрагивала не отдельные элементы корпоративного управления, а всю его систему. Компании были обязаны повышать корпоративную прозрачность, вводить финансовую отчетность по МСФО, увеличивать роль и совершенствовать структуру совета директоров, привлекать независимых директоров, определять дивидендную политику и т. д.

Для многих российских компаний именно с IPO был связан первоначальный рывок в процессе внедрения передовых стандартов современной практики корпоративного управления. Однако выход на фондовую биржу, единовременное привлечение значительных финансовых средств за счет новых акционеров, определение рыночной стоимости компании — лишь начало пути. Даль-

нейший рост капитализации требует постоянного подтверждения кредита доверия со стороны инвесторов. В ряде случаев важно было вдохнуть живое экономическое содержание в формальные механизмы и процедуры корпоративного управления.

В целом этот сложный процесс развивался в последние годы поступательно. Об этом, в частности, свидетельствует быстрая динамика роста российского рынка акций. В 2004 году капитализация фондового рынка России достигла \$200 млрд, в 2005-м — \$400 млрд, в 2006-м — \$1,0 трлн, в 2007 году, несмотря на высокую волатильность рынка, — \$1,2 трлн. Однако применительно к отдельным важным аспектам корпоративного управления прогресс был неравномерным.

ПРОЗРАЧНОСТЬ И СОБСТВЕННОСТЬ

Начнем с основного элемента корпоративного управления — информационной прозрачности. Всего несколько лет назад каждый случай официального раскрытия информации о бенефициарных владельцах крупных пакетов акций расценивался как событие. С тех пор ситуация коренным образом улучшилась. Исследование информационной прозрачности 80 крупнейших публичных российских компаний, проведенное в 2007 году авторитетным рейтинговым агентством Standard & Poor's, показало, что 64 компании раскрывают бенефициарных собственников всех пакетов акций свыше 25%. В совокупной рыночной капитализации всех 80 компаний доля этих компаний составила 80,4%, а доля раскрываемых пакетов — 51,7%. Существенно изменилось к лучшему и положение с публикацией финансовой отчетности по МСФО: в 2007 году 54 компании из исследованных 80 выпустили такую отчетность до конца июня, то есть до проведения годового общего собрания акционеров.

В целом, полнее всего публичными российскими компаниями раскрывается информация по таким компонентам, как «операционная информация», «состав и структура совета директоров и менеджмента», а также «структура собственности». Несколько хуже — по компонентам «финансовая информация» и «права акционеров». Пока плохо — по компоненту «вознаграждение членов совета директоров и менеджмента».

Можно утверждать, что, хотя транспарентность ведущих отечественных компаний в последние пару лет повышается медленнее, чем прежде, она уже достигла уровня, удовлетворяющего требованиям не только российских, но и международных фондовых бирж. Иными словами, проблема информационной закрытости большинства лидеров российского бизнеса утратила свою остроту.

Оценка роли такого ключевого института корпоративного управления, как совет директоров, меньше поддается количественным измерениям. Ясно, что пока в большинстве российских компаний будет сохраняться высококонцентрированная структура собственности (а

это, вероятно, длительная перспектива), интересы мажоритарных акционеров будут наиболее весомо представлены в советах директоров.

Однако при этом возможен вариант, когда совет директоров состоит из прямых ставленников основного собственника и полностью подчиняется его воле. Возможна и другая схема: не вступая в открытые противоречия с основным собственником, совет формирует самостоятельную позицию по стратегическим вопросам развития бизнеса, нацеленную на рост стоимости компании для всех акционеров, то есть учитывающую интересы не только мажоритариев, но и миноритариев.

Первый вариант безоговорочно доминировал в 90-х годах, а в непубличных компаниях преобладает и до сих пор. Для реализации второго варианта необходимы два условия. Во-первых, осознание контролирующими акционерами полезности самостоятельного совета директоров для долгосрочного развития компании и его значения для потенциальных инвесторов. Во-вторых, высокая квалификация и репутация членов совета, прежде всего независимых. Наличие значительной доли независимых членов в составе совета директоров может служить признаком того, что они имеют возможность реально влиять на управление компанией.

Еще в 2002 году кодекс корпоративного поведения ФКЦБ рекомендовал компаниям включать в советы директоров не менее трех независимых членов. С 1 января 2006 года российские фондовые биржи стали требовать от эмитентов для включения в котировальный список «А» первого и второго уровней акций присутствия в совете не менее трех независимых директоров. Это подталкивает крупные отечественные корпорации, стремящиеся увеличить ликвидность своих акций, к приглашению в советы директоров независимых членов.

Специальное исследование Standard & Poor's, проведенное в начале 2007 года по 75 крупнейшим российским публичным компаниям, показало, что независимые директора занимали в среднем 20% мест в советах директоров, а еще 14% мест пришлось на долю представителей миноритарных акционеров. Исследование также выявило существенное увеличение за год доли компаний в выборке, имеющих при совете директоров комитет по аудиту — с 54 до 76%. В 23 из 75 компаний большинство мест в комитете по аудиту принадлежало внешним директорам, а в 38 компаниях председателем комитета по аудиту являлся внешний директор. Кроме того, в 46 компаниях существовал комитет по вознаграждениям/назначениям и в 32 компаниях — комитет по стратегии/рискам. Иными словами, структура советов директоров усложняется и профессионализируется, становится более приспособленной к практическим потребностям стратегического управления. В последние два года в России уже появились известные компании, в которых, несмотря на наличие контролирующих акционеров, большинство мест в советах директоров занимают внешние директора. Есть →

ПРЕДПРИНИМАТЕЛИ — ЛЮДИ ПРАГМАТИЧНЫЕ. ИМЕННО ПРАКТИЧЕСКАЯ ПОТРЕБНОСТЬ КОММУНИКАЦИЙ С МИРОВОМ ИНВЕСТИЦИОННЫМ СООБЩЕСТВОМ ЗАСТАВИЛА ИХ СОВЕРШЕНСТВОВАТЬ ФОРМЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ОРГАНИЗАЦИИ БИЗНЕСА



и компании, где совет возглавляется независимым директором. Как правило, число внешних директоров заметно увеличивается после IPO, поскольку в результате публичного размещения доля мажоритарных акционеров в капитале несколько снижается.

Позиция независимых директоров особенно значима в тех случаях, когда в компании есть не один, а несколько крупных собственников, между которыми существуют разногласия. В такой сложной ситуации задача независимых директоров — обеспечивать баланс интересов всех акционеров, включая миноритарных.

Конечно, статус независимого директора может носить и формальный характер, однако рынок, как правило, это легко распознает. Крупные компании, тесно взаимодействующие с международными инвесторами, стремятся привлечь в качестве независимых директоров авторитетные фигуры, широко известные в мире бизнеса и дорожащие своей репутацией. Не случайно среди независимых директоров, работающих в России, 40% составляют иностранцы. Причем в крупнейших компаниях их доля гораздо выше.

Повышению реальной роли совета директоров в системе корпоративного управления способствует и другая набирающая силу тенденция — частичное разделение функций собственности и управления. Все чаще контролирующие акционеры, долгое время возглавлявшие исполнительные органы управления своих компаний, начинают отходить от оперативного руководства и передают соответствующие полномочия наемным менеджерам. Этот процесс идет медленно и сложно, прежде всего по субъективным, психологическим причинам. Но в силу объективных факторов — резкого расширения объемов бизнеса, потребности в профессионализации управления — он будет развиваться. И в этих условиях мажоритарные собственники корпораций будут заинтересованы в усилении стратегических и контрольных функций совета директоров для того, чтобы не допустить чрезмерной свободы действий топ-менеджеров.

РЕШЕНИЕ ПРОБЛЕМ МИНОРИТАРИЕВ В последние годы в России произошли существенные перемены к лучшему в таком принципиально важном элементе корпоративного управления, как защита прав миноритарных акционеров. Сказались и целенаправленные изменения в законодательстве, и активный выход большинства крупных компаний на фондовый рынок. Конечно, при концентрированной структуре собственности, в силу объективного различия интересов мажоритарных и миноритарных акционеров, проблема возможного ущемления прав миноритариев будет существовать всегда.

В свою очередь, при распыленной структуре собственности всегда будет существовать другая проблема — независимости менеджмента компании от ее акционеров. Это может вести к действиям, которые могут нанести ущерб последним. Например, через использование инсайдерской информации, назначение чрезмерно высоких вознаграждений и т. д.

В дополнение к усовершенствованным нормативным рамкам и расширению представительства внешних директоров в советах директоров сама специфика миноритарных акционеров наших публичных компаний (в основном это институциональные зарубежные инвесторы) заставляет контролирующих собственников, как правило, аккуратно относиться к соблюдению их прав.

Исключения из этого правила касаются в основном таких корпоративных действий, как принудительный выкуп акций у миноритариев при концентрации у основного собственника более 95% акционерного капитала, перевод дочерних компаний на единую акцию, присоединение одной дочерней компании к другой. То есть тех процессов, которые связаны с несовершенством процедур реоргани-

зации и независимой оценки акций. Постепенная ликвидация пробелов в корпоративном законодательстве должна привести к сокращению числа конфликтных ситуаций.

Наметились позитивные сдвиги и в дивидендной политике российских компаний. В 90-е годы выплата дивидендов в отечественной корпоративной практике почти не встречалась. В начале текущего десятилетия дивиденды стали начисляться, но в чисто символических размерах. В последние годы для крупных публичных компаний, имеющих устойчивую долю на своих рынках, выплата акционерам реальных дивидендов стала хорошим тоном. Не менее важно, что с каждым годом растет число компаний, делающих свою дивидендную политику более открытой и предсказуемой для инвесторов путем ее определения во внутренних нормативных документах (как правило, фиксируется минимальная доля чистой прибыли, направляемая на выплату дивидендов, обычно 15–25%).

ДИРЕКТОРСКИЙ КОРПУС Однако при всех неоспоримых достижениях, характеризующих развитие российской практики корпоративного управления, в этой сфере сохраняется немало проблемных зон.

Одна из них связана с особенностями корпоративного управления в компаниях с государственным участием, вес которых в российской экономике с середины текуще-



«НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОКЛАД ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ» О СТРАТЕГИЯХ РАЗВИТИЯ

Дальнейшее развитие российского общества, экономики и государства может идти по четырем сценариям в зависимости от выбранной стратегии. От характера общественных коалиций, степени осознания проблем ведущими общественными слоями, деловыми и политическими группами зависит, какой из сценариев будет реализован. Политики могут провозгласить общую стратегию по широкому политическому спектру, но реальный набор реформ, действий и вовлеченных сил будет фактически определять формирование одного из четырех **сценариев**: «Рантье», «Мобилизация», «Модернизация», «Инерция».

Сценарий 1 «Рантье» — жизнь на ренту от природных ресурсов, перераспределяемую на социальные трансферты. Эта стратегия во многом является естественной попыткой отдохнуть после травмы трансформационного кризиса, опираясь на благоприятную конъюнктуру. Сильной стороной является увеличение внутреннего спроса и сокращение бедности, возможность достаточно легко создать широкую коалицию в его поддержку. Вместе с тем данная стратегия характеризуется ненадежностью, непредсказуемостью и неустойчивостью источников финансирования. Ее туликовость состоит в том, что существенно поднять жизненный уровень всего населения за счет ренты от природных ресурсов не представляется возможным, даже если все доходы будут «честно» поделены.

Сценарий 2 «Мобилизация» — в этой стратегии цель и задачи страны определены довольно узкой, но влиятельной коалицией. При этом игнорируются инерция и усталость населения, возможен поиск «сверхдержавности». Данная стратегия базируется на концентрации ресурсов на важнейших (предположительно, правильно отобранных) направлениях, например, на реализации инфраструктурных проектов или повышении экономического влияния России в мире, с большим участием государственного бюджета, государственных компаний, институтов развития, а также с использованием инструментов частно-государственного партнерства в его российской разновидности, расширением практики государственного участия в корпоративном управлении. Сильной стороной сценария является модернизация отраслей, объявленных «прорывными», а главной проблемой — традиционно низкая эффективность большого государства при высокой концентрации ресурсов, которые к тому же надо еще длительное время поддерживать.

Сценарий 3 «Инерция» — по существу, это тактика, а не стратегия. Сценарий «удобен» своей прагматичностью и гибкостью, попытками сочетать различные подходы — от «Рантье» до «Мобилизации» — как имитации стратегии. Это набор отдельных действий вне связи с выработкой системных механизмов выявления и продвижения приоритетов. Позволяет сэкономить на издержках переналадки экономического механизма и способ принятия решений. В стране с огромными потребностями в модернизации практически любой проект и любое решение можно (по отдельности) красиво обосновать как приоритетное и совершенно необходимое. Суть варианта заключается в умеренном повышении благосостояния граждан, постепенном продвижении по пути модернизации под опекой государства (реализуемом в форме специальных экономических зон), а также реформировании и техническом перевооружении вооруженных сил.

Сценарий 4 «Модернизация» — рассматривается как желательный, но не как наиболее вероятный, потому что является самым трудным для всех участников, особенно для инициаторов. Этот сценарий представляет собой попытку комплексной институциональной модернизации общества, бизнеса и государства, включая переход от частных реформ к системным, предполагающим преобразования в способе формирования и изменения нормативно-правовой базы и правоприменения. Его основным преимуществом являются позитивные долгосрочные социально-экономические результаты, а недостатком — отложенные во времени эффекты, ограничение реализации интересов групп, необходимость поддержания широкой коалиции, способной обеспечить осуществление изменений и устойчивость полученных результатов.

В рамках данного варианта особенно важным и вместе с тем сложным окажется вопрос о проигрывающих группах и компенсациях им в качестве платы за отказ от активного противодействия изменениям.

ятельная роль советов директоров, их способность своевременно реагировать на стратегические вызовы и в должной мере контролировать менеджмент.

Как показывает опыт, при проведении IPO отмеченный структурный недостаток отчасти выправляется увеличением числа независимых директоров. Кроме этого, в настоящее время активно обсуждается вопрос о целесообразности создания условий, в которых государственные интересы представляют профессиональные менеджеры, с которыми заключается соответствующий договор. Также было бы полезно внедрить в государственных корпорациях формализованную систему оценки деятельности органов управления (советов директоров и правлений), основанную на предварительно сформулированных целях государства в конкретных компаниях на среднесрочную перспективу.

ХОЛДИНГОВЫЙ ВОПРОС На данный момент в российском корпоративном законодательстве недостаточно проработаны вопросы о регулировании холдинговых структур. В том числе вопрос определения взаимосвязанности компаний и вопрос о введении института консолидированного налогоплательщика. В результате холдинговые отношения остаются непрозрачными как для инвесторов, так и для государства. Между тем известно, что до половины предприятий отечественной промышленности входят в холдинговые структуры, а практически все крупнейшие российские компании организованы как холдинги. Иными словами, требуется скорейшая реализация давно обсуждаемых планов законодательного оформления холдинговых отношений.

Медленно решается вопрос о переходе российских компаний на МСФО. Сейчас те наши компании, которые прибегают к заимствованиям на международных финансовых рынках, представляют отчетность в двух вариантах: для налоговых целей — по РСБУ, для зарубежных инвесторов — по МСФО или ОПБУ США. Даже для крупных компаний необходимые для этого затраты сил и средств весьма обременительны. А многие компании поменьше, у которых сформировался интерес к выходу на фондовый рынок, эти затраты просто не потянут. Российские же стандарты учета в плане адекватности отражения экономической деятельности принципиально отличаются от международных и совершенно не устраивают иностранных инвесторов. Наши конкуренты из группы стран BRIC в данном вопросе продвигаются значительно активнее.

Вопрос о стандартах отчетности напрямую связан с фундаментальной проблемой корпоративного управления в России — проблемой глубины проникновения его современных принципов и инструментов в ткань отечественного бизнеса.

По оценкам экспертов, сейчас около 200 крупных российских компаний активно используют международные стандарты корпоративного управления и выстроили соответствующие системы. До 2000 компаний проявляют к вопросам корпоративного управления практический интерес и внедряют отдельные его элементы. Остальная масса акционерных обществ (десятки тысяч) следует предписываемым процедурам корпоративного управления лишь формально. Последняя категория в обозримый период времени не интересна внешним инвесторам и фактически не имеет перспектив превращения в публичные компании.

Представляется, что основные усилия государства в деле развития корпоративного управления сейчас необходимо сосредоточить на всемерном стимулировании второй категории компаний к выходу на фондовый рынок. Причем можно спрогнозировать, что эти компании будут ориентироваться прежде всего на российские фондовые площадки, и тем самым снизится зависимость проведения IPO от состояния мирового финансового рынка. ■

ТРИ СТОЛПА ДЛЯ КРЕСЛА УПРАВЛЯЮЩЕГО

ПЕРВЫМ И НАИБОЛЕЕ ПОДРОБНЫМ ИССЛЕДОВАНИЕМ О СОСТОЯНИИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ СТАЛ «НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОКЛАД ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ», ПРЕДСТАВЛЕННЫЙ В МАЕ 2008 ГОДА НАЦИОНАЛЬНЫМ СОВЕТОМ ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ. ВГ ПРИВОДИТ ВЫДЕРЖКИ ИЗ ДОКЛАДА: ЗАЩИТА СОБСТВЕННОСТИ ОСТАЕТСЯ КЛЮЧЕВЫМ МОМЕНТОМ, ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ГОСУДАРСТВА В БИЗНЕСЕ ВНОСИТ СВОИ КОРРЕКТИВЫ В БИЗНЕС-ПРАКТИКУ, А ДВИГАТЕЛЕМ РАЗВИТИЯ СТАЛА ВОЗМОЖНОСТЬ ВЫХОДА НА ФОНДОВЫЕ РЫНКИ.

КОНТЕКСТ Развитие системы корпоративного управления в России начала XXI века происходит на фоне сравнительно высоких темпов экономического роста, высокой конъюнктуры на рынках углеводородного сырья и других сырьевых товаров, повышения макроэкономической стабильности в результате улучшения внешних характеристик бюджетной системы (в частности, значительных золотовалютных резервов, резервного фонда), некоторого снижения уровня инфляции, а также свертыwania масштабных процессов реформирования. Крупные российские компании вступают в новую фазу развития. Завершился процесс первоначального накопления. Теперь главный акцент делается на росте их капитализации, переходе от тактического к стратегическому планированию, выходе на международные рынки.

Российские компании проявляют все большую активность на фондовом рынке. Несмотря на торможение индексов в первой половине 2007 года, на более широком временном горизонте очевиден подъем российского фондового рынка. Отечественные компании активно продвигаются на западные площадки. Резко возросло количество их IPO. Вместе с тем сохраняется высокая инвестиционная привлекательность и одновременно недооцененность российского рынка. Активизируются процессы реорганизации, слияний и поглощений акционерных обществ (АО), формируется новая корпоративная культура.

Большое значение в динамике данных тенденций имеет корпоративное управление — один из важнейших аспектов защиты прав собственности, без которой немислим благоприятный инвестиционный климат и устойчивый экономический рост. Основными сторонами (игроками), определяющими направление и темпы развития корпоративного управления в российской экономике, являются бизнес и государство.

Особенности корпоративного управления формируются под влиянием как политики государства, так и поведения самих компаний. Основным внешним фактором стал процесс глобализации, ведущий к росту конкуренции на внутреннем рынке. Ключевым внутренним фактором, основанным на мотивациях экономических агентов в рыночных условиях, является стремление к интеграции.

КОНЦЕНТРАЦИЯ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА В российском корпоративном секторе сложилась крайне высокая степень концентрации собственности. Хорошо известно, что процессы концентрации пакета акций в руках одного (или консолидированной группы, коалиции) акционера начались сразу же после приватизации, а новые частные акционерные общества обычно сразу создавались как компании с высокой концентрацией капитала. В последние годы процессы концентрации продолжались, ее уровень достиг крайне высоких значений. Очевидно, что во многих компаниях эти процессы практически завершены, структу-



ра владения стабилизировалась, что в целом совпало с завершением периода первоначального накопления.

Как показали все обследования последних лет, которые проводились АНО «Проекты для будущего», ГУ-ВШЭ, Российским экономическим барометром (РЭБ), Институтом экономики переходного периода и другими организациями, уровень концентрации капитала год от года возрастает. По данным обследований первой половины 2000-х годов, удельный вес АО, в которых есть акционер с блокирующим пакетом, в выборках достигал 40–65% от числа обследованных компаний, а доля АО с держателем более 50% акций составляла 30–40% выборки. При этом качественные обследования (интервью, анализ ситуаций), как правило, свидетельствовали о существенно более высоком уровне реальной концентрации капитала.

По данным представительного опроса 822 АО, проведенного в 2005 году, на тот момент более 80% компаний обладали акционером (или консолидированной груп-

пой акционеров) — держателем блокирующего пакета акций, а более 70% — акционером, имевшим более половины акций. Интересно, что в числе обществ с наличием держателя контрольного пакета только 30% указали на то, что в их компаниях есть второй крупный акционер («противовес»), который смог сосредоточить блокирующий пакет акций. Это значит, что почти половина обследованных компаний имела акционера с контрольным пакетом акций, чья власть не была ограничена другим крупным собственником. Высокая концентрация стала универсальной чертой российского бизнеса: она в равной степени была характерна для предприятий разных отраслей и размеров, для ОАО и ЗАО.

Единственное различие продемонстрировала история формирования бизнеса. Созданные после 1992 года компании имели второго крупного акционера в 35% случаев против 19% приватизированных или прошедших реорганизацию обществ. Надо сказать, что к 2007 году желательный уровень концентрации во многом достигнут. Так, сложив-

шийся высокий уровень концентрации капитала почти 70% респондентов из числа давших определенный ответ посчитали оптимальным для развития бизнеса, около 18% считали нужным его повысить и всего 13% — снизить.

Крайне высокий уровень концентрации собственности характерен и для компаний, чьи акции представлены на фондовых рынках. Так, по данным Standard & Poor's, в 75 обследованных российских публичных компаниях контролирующему акционеру принадлежит в среднем 58% акций. При этом в компаниях, чьи акции торгуются на зарубежных биржах, эта доля достигает почти 50% (из них в 17 компаниях, имеющих листинг на LSE, — 56%, и только в компаниях, имеющих листинг на NYSE/NASDAQ, — около 34%).

Подчеркнем, что наряду с реальными сделками по увеличению пакета акций в руках крупнейшего акционера (группы акционеров) такое увеличение в начале десятилетия может объясняться также эффектом сближения формального владения и реального контроля. Вместе с тем стимулы к концентрации были разными. В 90-е годы прошлого столе- ➔

«НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОКЛАД ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ», ВЫПУСК 1. МОСКВА, НСКУ, 2008

АВТОРЫ НАЦИОНАЛЬНОГО ДОКЛАДА
Светлана Авдашева, профессор ГУ-ВШЭ
Татьяна Долгопотова, главный научный сотрудник Института анализа предприятий и рынков ГУ-ВШЭ

Ростислав Кокорев, заместитель директора департамента корпоративного управления Минэкономразвития
Виталий Королев, президент Центра корпоративного развития Ассоциации независимых директоров
Полина Крючкова, заведующая сектором фонда «Бюро экономического анализа»
Екатерина Макеева, эксперт НСКУ

Сергей Плаксин, исследователь фонда «Бюро экономического анализа»
Дмитрий Степанов, адвокат коллегии адвокатов «Юков, Хренов и партнеры»
Александр Филатов, управляющий директор Ассоциации независимых директоров
Евгений Шаститко, профессор МГУ им. М. В. Ломоносова

РЕДАКЦИОННЫЙ СОВЕТ НАЦИОНАЛЬНОГО ДОКЛАДА
Сергей Васильев, заместитель председателя правления госкорпорации «Внешэкономбанк»
Олег Вьюгин, председатель совета директоров ОАО «МДМ-банк»
Владимир Евтушенков, председатель совета директоров ОАО «АФК „Система“»

Владимир Потанин, президент ЗАО «Холдинговая компания „Интеррос“», председатель НСКУ
Виктор Рашников, председатель совета директоров ОАО «ММК»
Александр Шохин, президент РСПП

ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

тия основным стимулом к концентрации была необходимость установления (для внешних собственников) или сохранения, получения легитимных прав (для менеджеров) контроля над деятельностью предприятия и его финансовыми потоками. В условиях трансформационного спада и распространившихся схем ухода от налогообложения участие во владении акциями не приносило акционерам реальных выгод. Акции были неликвидны, дивиденды не выплачивались, а основные выгоды контроля доставались тем, кто контролировал финансовые потоки. Собственники и потенциальные инвесторы четко усвоили, что только концентрированная собственность позволяет защитить права собственности и поставить под контроль управляющих.

В конце 90-х годов вторым стимулом к концентрации стали интеграционные процессы. Включение предприятий в состав бизнес-групп шло именно через укрепление имущественных механизмов, приобретение пакетов акций. Более того, собственники бизнеса в целом (группы юридических лиц) шли по пути консолидации максимально крупных пакетов акций, чтобы обеспечить свое влияние в условиях, когда оперативный контроль не всегда возможен. Если к середине 2000-х годов роль первого стимула постепенно сошла «на нет», поскольку все относительно привлекательные активы обрели своего хозяина, то роль второго фактора, напротив, возрастала. Именно развитие рыночных структур и корпоративная интеграция стали оказывать основное влияние на отношения собственности, на формирование рынка корпоративного контроля. Недаром наиболее высокий уровень концентрации собственности был характерен именно для предприятий — рядовых членов бизнес-групп, холдингов.

ФОРМИРОВАНИЕ КОНТРОЛЯ ДОМИНИРУЮЩИХ АКЦИОНЕРОВ На основе высококонцентрированной собственности сложился легитимный (инсайдерский) контроль доминирующего собственника (или устойчивой коалиции собственников). Естественно, что уровень реального контроля обычно выше, чем степень концентрации собственности. Если в 2002 году руководители компаний говорили о том, что акционер, контролирующий бизнес, существует не менее чем в 2/3 открытых АО, то по итогам 2005 года 87% ответивших определенно респондентов посчитали, что в их компаниях есть подобный акционер. Причем доля давших определенный ответ в ОАО и ЗАО абсолютно не различалась. В свою очередь, интеграционные процессы способствовали упрочению контроля: в АО — членах бизнес-групп контролирующий акционер был почти в 91% и рядовых членов, и управляющих компаний против 85% в независимых предприятиях.

Соответственно под контролем доминирующего собственника оказываются основные внутренние механизмы корпоративного управления: собрание акционеров, формирование и деятельность совета директоров, замена высшего менеджмента и др. В данном контексте именно интересы доминирующих собственников определяют действие внутрикорпоративных механизмов.

В чем же состоят их интересы? В частности, они связаны с желанием избежать открытых корпоративных конфликтов, которые могут привлечь излишнее внимание, негативно отразиться на имидже компании. Поэтому при наличии миноритарных акционеров, готовых отстаивать свои права (например, иностранных инвесторов, институциональных инвесторов), налицо стремление к формальному соблюдению основных норм и стандартов корпоративного управления. Ведь даже незначительные нарушения прав миноритариев легко позволяют им прибегнуть к судебным процедурам или привлечь внимание СМИ, что осложнит работу компании. Другим интересом, безусловно, становится стремление повысить стоимость компании с учетом перспективы ее продажи. Действительно, налицо

расширение практики продаж крупных пакетов акций их собственниками, прежде всего в лице «красных директоров» предприятий, которые продают свои крупные владения с премией за контроль. Об этом говорят интервью с директорами (пришло время таких продаж и ухода этого поколения из бизнеса).

Что касается собственников — основателей бизнеса, то зачастую они не только прибегают к продажам крупных, контролирующих пакетов (здесь можно говорить о таких примерах, как продажа бизнеса под маркой «Коркунов»), но и к выходу на открытые рынки с пакетами акций, как правило, существенно меньше блокирующего. Это характерно для более крупного бизнеса, который рассчитывает и на текущую ликвидность акций, и на перспективы роста (например, размещение пакета акций компаний «Вимп-Билль-Данн» на Нью-Йоркской фондовой бирже, размещение акций металлургических компаний, РБК, АФК «Система», НПО «Иркут», розничных сетей «Пятерочка», «Седьмой Континент» и других на российских и/или зарубежных рынках). Продажа пакетов акций через органи-

ПРЯМАЯ РЕЧЬ

Алексей Костин, исполнительный директор некоммерческого партнерства «КОРПОРАТИВНАЯ СОЦИАЛЬНАЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ — РУССКИЙ ЦЕНТР»:

Одним из важных аспектов системы корпоративного управления, который получил освещение в «Национальном докладе», стала корпоративная социальная ответственность (КСО). Представляется необходимым в дальнейшем в качестве специальной темы рассматривать КСО как составную часть корпоративного управления, имеющую отношение к деятельности всех его сторон: акционеров, советов директоров и менеджмента. Для нескольких десятков ведущих российских компаний, как и для большинства международных лидеров бизнеса, внедрение современных практик КСО очевидно положительно влияет на рост имиджа и деловой репутации, помогает упорядочить управление нефинансовыми рисками, улучшает конкурентоспособность в своей стране и за рубежом, существенно повышает прозрачность их деятельности в экономической, экологической и социальной областях, а также в конечном счете положительно сказывается на рейтингах корпоративного управления и росте рыночной капитализации.

зованные рынки привлекательна для владельцев уже тем, что их размещение с соответствующей предпродажной подготовкой способствует повышению имиджа бизнеса, возможному росту его капитализации и увеличивает цену будущих продаж.

СООТНОШЕНИЕ ВЛАДЕНИЯ И УПРАВЛЕНИЯ В КОМПАНИЯХ Следствием крайне высокой концентрации акционерной собственности и фактором упрочения позиций доминирующих собственников стало совмещение функций собственности и управления.

Речь идет не только о жестком контроле доминирующих собственников, осуществляемом формальными и неформальными способами (среди формальных могут использоваться внутрикорпоративные процедуры), но и о непосредственном сращивании этих функций через прямое участие собственника в управлении компаний в качестве ее топ-менеджера или лица, имеющего в силу своего положения доступ ко всей существенной оперативной информации. Наряду с совмещением функций, как показывает практика, доминирующие собственники применяют следующие механизмы контроля над АО, которые могут использоваться и в комбинации: использо-

вание органов управления обществом, поскольку крупный пакет акций позволяет вполне легитимно формировать совет директоров и другие органы и принимать основные решения; дополнительные звенья исполнительного управления, как-то: создание управляющих компаний; включение в процедуры согласования решений специальных надзирающих менеджеров, которые зачастую не являются работниками данной компании или их формальный статус в компании не соответствует реальному («комиссары»); увольнение, частые замены менеджмента или угроза такого увольнения; неформальные схемы контроля, осуществляемые путем вмешательства крупных собственников в деятельность руководства регулярно или case-by-case.

Совмещение собственности и контроля стало ключевой характеристикой российской корпоративной практики, ограничивая спрос на наемный менеджмент. Такое совмещение явилось не только следствием приватизации (в случае с «красными директорами»), но и выступало как инструмент, сознательно выбранный собственником-предп-

ринимателем. В условиях неразвитости рынков управленческого труда и слабости внешних институтов защиты прав собственности он предпочел этот инструмент высоким затратам на формирование адекватных стимулов и предотвращение оппортунизма наемных менеджеров.

Совмещение владения и управления было распространено повсеместно в 1990-е годы, однако в последнее время ситуация постепенно меняется. С одной стороны, в условиях ужесточающейся конкуренции и глобализации отход собственников от управления становится необходимой предпосылкой профессионализации и повышения эффективности управленческой деятельности, тогда как управленческие навыки «красных директоров», да и основателей бизнеса уже не всегда применимы. С другой стороны, в 2000-е годы несколько улучшились законодательство и правоприменительная практика в области корпоративного управления, постепенно росла генерация более молодых и подготовленных управленцев.

В результате в последние годы во многих компаниях активизировался переход к наемному менеджменту. Даже сам по себе факт формального отделения управления от владения, как показывают интервью с руководителями компаний и экспертами в сфере корпоративного управления, способствует и реальному изменению в распределе-

нии компетенций, постепенному закреплению за наемными менеджерами некоторых управленческих функций, в частности, производственно-технологических вопросов, оперативной составляющей сбыта и снабжения, а иногда и оперативных финансовых вопросов.

Опрос 822 АО показал, что лишь в 29% обследованных компаний можно говорить о разделении функций, поскольку директор (председатель правления) не является акционером компании, в то же время и крупные акционеры не работают менеджерами компаний. Уровень присутствия таких компаний не зависел ни от размеров предприятий, ни от организационно-правовой формы, отраслевой принадлежности и факта участия ценных бумаг предприятий в биржевых торгах в России или за рубежом. Только среди приватизированных предприятий доля АО с отделением управления от собственности заметно ниже — лишь четверть против 37% в новых или реорганизованных компаниях. Это, видимо, свидетельствует о существовании эффекта выбранного способа приватизации.

Если в случае разделения удельный вес АО с наличием держателя контрольного пакета и контролирующего бизнес собственника различаются слабо (78 и 82% соответственно), то совмещение дает более широкие возможности инсайдерского контроля (68 и 88%, то есть здесь разница составила 20 процентных пунктов!). Тем самым совмещение и выступает основой власти контролирующего собственника даже без наличия контрольного пакета акций в его руках.

Свою роль в переходе к разделению функций прежде всего сыграли процессы интеграции. Так, на независимых предприятиях разделение было характерно только для 21% АО; аналогичным образом обстояли дела и в управляющих, головных компаниях, тогда как среди предприятий — рядовых членов бизнес-групп доля АО, где прошло разделение, была в 2 раза больше — 44%. Оно было чаще характерно для предприятий — участников более крупных по числу входящих в них юридических лиц (и занятых работников) групп компаний, с более сложной конфигурацией управления, сильной территориальной и отраслевой диверсификацией.

Анализ показывает, что фактором отхода крупных собственников от участия в управлении становится не только присоединение предприятий к бизнес-группам. Привлечению топ-менеджеров, не владеющих акциями компании, способствуют объективное повышение требований к уровню менеджмента, связанное с внедрением методов стратегического планирования, с наличием конкуренции с производителями из развитых стран, а также завершение в компании процессов реструктуризации и адаптации к условиям рынка.

Любопытно, что АО с разделением функций чаще прибегают к практике усложнения структуры собственности (в их акционерном капитале выше доля различных юридических лиц и иностранных инвесторов), что выступает дополнительным механизмом защиты доминирующих владельцев. Такое разделение способствует изменению характера действия внутрикорпоративных процедур, о чем свидетельствуют материалы опроса 822 АО. В частности, меняется практика формирования и деятельности совета директоров. Его роль возрастает, и он становится органом, действующим в интересах крупных акционеров и позволяющим контролировать деятельность исполнительного менеджмента. Среди АО с разделением функций по сравнению с остальными в структуре совета директоров почти вдвое выше доля голосов представителей крупных внешних акционеров и независимых директоров, и при этом вдвое ниже доля менеджеров компании. В этих АО активнее действуют механизмы корпоративного контроля: выше обновляемость состава совета директоров и его председателя, чаще происходит смена первого исполнительного руководителя.



ПОЗИЦИИ АКЦИОНЕРОВ И ГЕНДИРЕКТОРОВ ПО ОТНОШЕНИЮ К АКЦИОНЕРНОМУ КАПИТАЛУ КОМПАНИИ (%) источник: нскуп.

Выводы национального доклада:

- Налицо медленное, постепенное улучшение практики корпоративного управления. Сложившаяся система концентрированного владения и контроля доминирующего собственника уменьшает поле для корпоративных конфликтов между акционерами, а также между акционерами и менеджерами.
- Усиливается роль фондового рынка. Компании среднего

зшелона выходят на фондовые рынки через IPO или продажу части пакета акций крупных акционеров, что ведет к определенному распылению собственности и заставляет более внимательно относиться к соблюдению правил хорошего корпоративного управления.

тов корпоративного управления в них. Некоторая часть компаний — прежде всего крупнейшие, — представленные на фондовых рынках, демонстрируют более высокий уровень развития инструментов корпоративного управления, следуя общепринятым в развитых экономиках стандартам. Надо подчеркнуть, что улучшение корпоративного управления для этих компаний связано с политикой увеличе-

ния капитализации. Напротив, в основной массе АО лишь формально применяется набор установленных законодательством процедур, а внутренние органы управления обществом фактически монополизированы инсайдерами, прежде всего крупными доминирующими акционерами. При этом большинство фактически закрытых обществ (квазиОАО) еще продолжают существовать в форме открытой компании.

ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

Вместе с тем отличий в источниках финансирования бизнеса и регулярности выплаты дивидендов не обнаружено, так что в целом инсайдерский характер контроля сохраняется.

ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА Несмотря на отмеченные черты корпоративной собственности и контроля, в российских компаниях продолжают активные процессы перераспределения собственности, хотя многие эксперты ожидали снижения интенсивности перераспределительных процессов в условиях высокой концентрации капитала.

В конце 1990-х — начале 2000-х годов, как свидетельствовал ряд обследований РЭБ, ГУ-ВШЭ, Центра экономической конъюнктуры, процессы смены основных собственников в среднем затрагивали примерно 6–8% АО ежегодно. Интенсивность перехода акций не снижается, о чем говорят, например, данные «Российского экономического барометра» и ГУ-ВШЭ. Так, по данным опроса ГУ-ВШЭ, в период 2001–2004 годов смена основного собственника была характерна почти для 30% АО (то есть 7,5% АО в среднем за год). Что касается результатов РЭБ, то они дают дополнительную информацию, которая говорит о том, что за аналогичный период смена затрагивала ежегодно до 4% акционерного капитала, причем интенсивность перераспределения, измеряемая как раз этой долей капитала, в последние годы выросла. Другое дело, что сейчас наблюдаются изменения в характере перераспределения капитала.

Характерной чертой стал переход уже крупных пакетов акций из рук в руки, в том числе их добровольные продажи. С одной стороны, за этим стоит желание некоторых собственников (особенно сохранившихся с советского времени директоров) покинуть бизнес, получив премию за контроль, не дожидаясь недружественного поглощения или проигрыша в конкурентной борьбе. С другой стороны, стимулом может стать осознание дефицита средств для развития и боязнь банкротства при широком использовании кредитов.

Наблюдается бум выхода компаний со своими акциями на фондовые рынки: IPO в строгом понимании и перераспределение владения по инициативе крупных акционеров. Как показал опрос 822 АО в 2005 году, 30 компаний хотели бы выйти со своими бумагами на российские биржи, а 26 — на зарубежные. При этом преобладающее стремление показывали предприятия связи и металлургии, а в выходе на российские биржи — ТЭК, химической и нефтехимической промышленности.

К настоящему времени более 40 российских компаний уже провели IPO, а о желании выйти на биржевые площадки говорят в более чем 70 компаниях. К размещению акций стали переходить и компании «второго эшелона», представляющие более широкий круг отраслей (а не только сырьевые отрасли и энергетику): компании машиностроения, пищевой промышленности, розничной торговли и т. п.

Продажи пакетов акций инициированы политикой бизнес-групп, их стремлением профилирования деятельности, избавления от ненужных активов. Встречаются и примеры продажи пакетов акций, предоставления опционов менеджменту. В контексте расширения практики добровольного и бесконфликтного перехода акций, добровольных поглощений можно говорить об относительной стабилизации отношений собственности (особенно в сфере крупного бизнеса).

Особую роль в перераспределении капитала сегодня сыграло усилившееся влияние федерального государства. Оно выразилось как в увеличении его доли в капитале крупных компаний, так и в создании холдингов с преобладанием участия государства (в авиастроении, судостроении). Подобные добровольно-принудительные перераспределения сопровождались интенсификацией активности крупных АО с участием государства в приобретении паке-

тов акций других предприятий. Однако расширение практики непрямого владения не отражается в статистике и опросах, ее трудно количественно оценить.

ВНУТРИКОРПОРАТИВНЫЕ ОТНОШЕНИЯ И ПРОЦЕДУРЫ В изменении внутрикорпоративных отношений именно отделение исполнительного менеджмента от владения сыграло важную роль. Эмпирические данные свидетельствуют, что улучшается действие внутрикорпоративных процедур. Эффективнее функционируют органы управления обществом.

По данным опроса 822 АО, наиболее влиятельным корпоративным органом для принятия ключевых решений в компаниях является совет директоров. Он значительно опередил собрание акционеров. Если сильное влияние собрания акционеров отметили менее половины руководителей, то такое влияние совета директоров было присуще двум третям АО. Подчеркнем, что значительное влияние совета директоров было характерно для 72% АО с разделением функций против 64% остальных компаний.

ПРЯМАЯ РЕЧЬ

Андрей Шашитко, генеральный директор фонда «Бюро экономического анализа»:

Сравнительно небольшой период времени — менее двадцати лет — понадобились для того, чтобы пройти путь от понимания самых общих проблем корпоративного управления и применения отдельных элементов системы корпоративного управления в российской практике до освоения всего поля корпоративных отношений. Национальный доклад по корпоративному управлению подготовлен впервые, и в нем реализован замысел представить проблематику корпоративного управления в контексте общих проблем социально-экономического развития России.

Стоит подчеркнуть, что именно при разделении меняется практика формирования и работы совета директоров, складываются предпосылки для мониторинга деятельности исполнительного менеджмента. В среднем по составу совета при разделении функций половина голосов сосредоточена у представителей крупных внешних акционеров, при совмещении — почти 60% голосов находится у менеджмента вместе с рядовыми работниками. Да и доля независимых директоров хотя еще невелика, но почти в два раза выше при разделении.

Любопытно также сопоставить эти данные с результатами обследования Standard & Poor's. Так, по данным опроса 822 АО, оказывается, что заведомо у инсайдеров (менеджмент и крупные внешние акционеры) на руках почти 79% голосов в совете директоров, а с учетом рядовых работников — 84% (если добавить к ним представителей органов власти, то уже почти 90%!). В крупнейших публичных компаниях ситуация существенно лучше: там инсайдеры имели 66% голосов в 2006 году, причем в 2005 году — 70%. Особенно заметно, что состав совета директоров приближается к высоким нормам именно в компаниях, предствленных на зарубежных биржах, в первую очередь на американских.

По материалам углубленных интервью видно, что деятельность совета директоров — это зачастую дань формальным нормам права, о чем обычно свидетельствует не только сращивание совета с исполнительным менеджментом, но и стабильность его состава в течение многих лет. Согласно опросу, только треть АО могла похвастаться существенным обновлением состава совета директо-

ров, причем при разделении собственности и управления оно затронуло каждое второе АО, а при совмещении — только каждое четвертое.

В последние годы по-прежнему активно идет смена высшего руководства компаний. Как минимум каждый десятый руководитель ежегодно заменяется на нового. За сменой руководителя часто следует и обновление менеджмента среднего звена, прежде всего руководства финансово-экономических служб. При этом замена значительно чаще происходила именно в условиях разделения, что говорит о возможностях большего контроля над топ-менеджментом. Если в группе АО с разделением собственности и управления замена директора была проведена по инициативе акционеров компаний в 71% случаев, то в остальных — только в 46% случаев. Разделение могло стать следствием смены директора (которое обычно происходит вслед за сменой собственника), но оно снижает способность руководителя к «окапыванию», что подтверждается следующим: в этой группе АО смена директора во многих случаях происходила несколько раз.

Факт формального отделения исполнительного менеджмента от владения не стал причиной усиления внутренней конфликтности, появления проблемы оппортунизма менеджмента. Так, в АО с разделением функций внутрикорпоративные споры происходили даже реже — в четверти АО против 29% у остальных за четыре года. Таким образом, появление наемного менеджмента в условиях высокой концентрации собственности улучшило характеристики корпоративного управления, хотя мелкие акционеры в этой системе отношений и не заняли весомого места. Влияние иных внешних участников управления предприятием (стейкхолдеров) с некоторыми исключениями также не стало весомым фактором корпоративного управления.

Практически сами респонденты — руководители компаний не воспринимают внешних участников как влиятельную силу. Примерно 39% АО согласуют ключевые решения по развитию бизнеса с кем-либо. Более всего «повезло» трудовым коллективам — с ними согласуют решения всегда или иногда каждое четвертое АО выборки. Затем идут региональные и местные органы власти — практика регулярного или периодического согласования решений с ними затронула каждое пятое предприятие. Роль бизнес-партнеров и федеральных органов власти невелика, согласование с этими группами присуще как максимум каждому десятому предприятию.

КОРПОРАТИВНАЯ ПОЛИТИКА И ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ БИЗНЕСА

Ряд исследований показывает, что в последние годы регулярно, из года в год выплачивают дивиденды примерно четверть компаний, а спорадически — до 35%. Так, по данным опроса 822 АО, по итогам 2001–2003 годов дивиденды выплачивали все три года 25% АО, а хотя бы один раз за эти годы — 37% обществ. Безусловно, оказывало свое влияние представительство компаний на фондовом рынке: среди них дивиденды платили хотя бы один раз 68% АО, а все три раза — каждое второе общество. АО, которые не представлены на рынках, платили дивиденды все три раза только в одном случае из пяти.

В то же время постепенно идет активизация дивидендных выплат у крупных компаний, некоторые из них направляют на выплаты до 20% чистой прибыли. Есть примеры, когда относительные выплаты столь велики, что это явно свидетельствует о стремлении крупнейших частных акционеров вывести доходы из данного бизнеса. Как правило, регулярно выплачивают дивиденды крупнейшие компании, а также АО с участием государства. Степень прозрачности российских компаний хотя и повышается, но остается очень низкой. Эта проблема стоит остро, поскольку в условиях концентрированной собственности и возможности узурпации внутрикорпоративных механизмов доминирующими собственниками именно раскрытие информации является одним из немногих инструментов, защищающих миноритарных акционеров. Однако само по себе раскрытие информации может использоваться как средство негативного воздействия на бизнес. Важным стимулом к росту прозрачности сегодня стали не только стремление компаний к IPO, но и желание покупать активы за рубежом, участвовать в сделках слияний и поглощений на развитых рынках.

Если сослаться на исследование Standard & Poor's, основанное на анализе 70 компаний, чьи акции входят в листинг и дают 90% капитализации российского фондового рынка, то налицо некоторое улучшение. Рост прозрачности в 2006 году шел в первую очередь за счет подтягивания отстающих компаний, а лидеры 2005 года не стремились улучшить свои позиции. Обычно компании выполняют ровно те требования, которые предъявляют к ним регулирующие органы или биржевые площадки, где котируются их акции, поскольку углубление прозрачности требует раскрытия очень чувствительной информации. Довольно скромно обстоит дело с раскрытием информации о контролирующих собственниках, это делают только треть компаний из обследованных. Также остается «за кадром» практика вознаграждения исполнительных и неисполнительных директоров.

В более мелких АО, естественно, уровень раскрытия информации существенно ниже. Более того, достаточно взглянуть на базы данных по отчетности эмитентов, чтобы увидеть: далеко не все компании просто сдают такие отчеты. Кстати, интересны здесь результаты исследования журнала «Секрет фирмы», в котором показано, что даже те компании (около 1000), чьи акции не входят в листинг, но котируются на РТС, ММВБ или в системе RTS-board, отличаются существенно более низким уровнем раскрытия информации, чем упомянутые выше листингуемые компании. Среди этих компаний многие попросту не предоставляют отчетность в соответствии с требованиями ФСФР вообще или в установленные сроки. И таких, фактически закрытых компаний, по которым не был доступен даже отчет за предшествующий исследованию журнала квартал, оказалось больше половины.

Применительно к ряду крупнейших российских компаний создается впечатление, что «отобрав» привлекательные активы в стране, они не идут на новое строительство, а предпочитают расширить сферу приобретения активов за рубежом. Мировые финансово-кредитные рынки становятся для них привлекательным источником получения кредитов. Известно, что внешний долг Российской Федерации растет как раз за счет заимствований частного сектора, компаний с государственным участием.

Для середины 2000-х годов характерной стала активность многих компаний в размещении акций на фондо-

прозрачность бизнеса не способствует пониманию процессов, происходящих в компаниях, а иногда и создает основу для злоупотреблений крупных собственников. Непрозрачность отношений собственности тормозит или удорожает доступ к финансовым ресурсам. Отсутствие информации о владельцах бизнеса затрудняет определение аффилированных лиц и регулирование соответствующих сделок.

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ КРУПНЕЙШИМИ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ (%)						
СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ	38	41	45	49	56	59
ПРАВА АКЦИОНЕРОВ	22	22	42	49	53	52
ФИНАНСОВАЯ ИНФОРМАЦИЯ	33	32	38	46	56	56
ОПЕРАЦИОННАЯ ИНФОРМАЦИЯ	54	46	59	67	63	61
ИНФОРМАЦИЯ О СОВЕТЕ ДИРЕКТОРОВ И МЕНЕДЖМЕНТЕ	37	41	52	57	56	63
ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ СОВЕТА И ТОП-МЕНЕДЖЕРОВ	11	12	22	29	30	22

источник: нссу.

Выводы Национального доклада:

4. Совершенствование корпоративного управления во многом связано с переходом к наемному менеджменту. Постепенно поле принятия решений для доминирующих собственников сужается, все больше функций переходит к наемным руководителям. При этом активизируется деятельность внутренних механизмов корпоративного управления, хотя и в

основном в интересах крупных акционеров. В сочетании с жесткой политикой найма и увольнения в отношении наемных руководителей и даже менеджмента среднего звена это препятствует проявлению агентских проблем.

5. Налицо активизация дивидендной политики. На выплату дивидендов оказывают влияние стремление к выходу на фондовый рынок и к получению крупными акционерами

легитимных доходов (по сути, инвестиционные потребности), а в некоторых случаях — желание портить отношения с влиятельными миноритарами, особенно зарубежными, и страхование от поглощения. Однако решение о выплате дивидендов остается прерогативой крупных собственников, мелкие акционеры лишь в некоторых случаях могут «голосовать ногами» или развернуть PR-кампанию.

6. Действующая система корпоративного управления ориентирована в основном на интересы крупных акционеров, которые в некоторых случаях могут быть нацелены и на повышение капитализации компании (это касается прежде всего крупных компаний). Миноритарии могут довольствоваться улучшением дивидендной политики, которая наиболее последовательна в АО с участием государства. Однако по-прежнему низкая

ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

вых рынках, о чем уже упоминалось выше. Очевидно, это свидетельствует не только о мотивах продажи бизнеса, но и об упрочении тенденции в среде российского бизнеса к привлечению инвестиций с фондового рынка. В то же время далеко не все декларации о выходе на рынки реализуются. Так, из 50 компаний, объявивших о планах проведения IPO в 2006 году, в течение года размещение провели около трети.

Российские компании предпочитают выходить на Лондонскую биржу (размещая при этом бумаги и на российских биржах в соответствии с требованиями ФСФР). Однако эксперты подметили тенденцию: после размещения российскими компаниями акций цена на них нередко начинала падать. Наиболее яркий пример — почти десятипроцентное падение цены акций «Северстали» буквально через пару дней после IPO. В основе этого, возможно, лежало завышение цены акций при размещении, но не исключено, что в дальнейшем и инвесторы будут более осторожно подходить к бумагам российских компаний. Тем более что очевидным для инвесторов стало стремление ряда крупных акционеров лично получить доходы от размещения, а не инвестировать их в компанию.

Несмотря на расширение круга публичных компаний, большинство ОАО остаются «квази-открытыми» обществами, не ориентированными на допуск внешних инвесторов. Такие компании являются, по сути, частными, закрытыми. Если первоначально регистрируемые предприятия обычно создаются в форме ООО, то для существующих предприятий выбор формы ОАО был зачастую навязан при приватизации. Сохранение этой формы означает лишь низкие издержки ее поддержания. Действительно, между ОАО и ЗАО почти нет различий по процедурам корпоративного управления.

ГОСУДАРСТВО КАК УЧАСТНИК
ВНУТРИКОРПОРАТИВНЫХ ПРОЦЕДУР

Государство в лице федеральных, региональных и местных органов остается весомым собственником акций многих компаний. По данным Росимущества, в федеральной собственности на 1 января 2007 года находились пакеты акций 3997 АО, из них 1702 АО составляли общества со 100% государственным участием, а 368 — с пакетом свыше 50%, при этом федеральное государство имело пакет менее блокирующего в четверти обществ. Суммарные размеры собственности регионов и муниципалитетов вообще трудно установить. По оценкам экспертов, таких пакетов как минимум на порядок больше, причем это не только «наследие массовой приватизации», в регионах и городах органы власти часто с удовольствием участвуют в коммерческих проектах и создании акционерных обществ. Например, в Москве до половины новых крупных компаний создается с участием в капитале правительства города.

АО с государственным участием по-прежнему сохраняют весомую роль в корпоративном секторе и широкое представительство во многих отраслях. К сожалению, сводные данные о доле АО с участием государства в общем объеме выпуска по экономике отсутствуют, есть только некоторые данные по формам собственности. По данным статистики, предприятия смешанной российской (только российской!) формы собственности в строительстве охватывают примерно седьмую часть строительных работ, хотя в количестве предприятий их удельный вес менее 3,5%. В промышленности предприятия смешанной российской собственности также составляют около 4% от числа действующих предприятий, но охватывают пятую часть объема производства и численности занятых. При этом весомая доля выпуска в промышленности — 24% — производится на предприятиях с участием иностранных инвесторов, часть которых также имеет в числе акционеров государство.

Известно, что государство входит в число акционеров крупнейших российских компаний как реального, так и фи-



нансового секторов. Государство не только контролирует производство значительной части ВВП, но и превратилось в крупнейшего инвестора на фондовом рынке. Так, доля государства в капитализации российского фондового рынка превысила в 2006 году 30%. Произошло это как за счет увеличения участия государства в ряде компаний, которые, в свою очередь, приобретали акции других публичных компаний (например, «Газпром» и «Мосэнерго»), так и за счет опережающего роста котировок акций именно АО с участием государства.

По данным Standard & Poor's, среди 75 крупнейших публичных компаний 31 (то есть 41%) контролируется государством. Его непосредственная доля владения в сред-

независимым директорам (8% голосов против 5% в частных АО). Если в частных АО в советах директоров преобладают менеджеры, занимая почти 50% мест (а вместе с рядовыми работниками почти 55%), то в АО с участием органов власти доля менеджмента составила менее 32% (вместе с работниками — 36%). А доля внешних директоров (то есть независимых директоров и представителей миноритариев) составила в АО с участием органов власти 13% против 10% в частных компаниях, причем этот разрыв в 3% возник именно за счет независимых директоров.

Вместе с тем, если обратиться к данным по крупнейшим в России публичным компаниям, то здесь сопоставление структур советов директоров оказывается обрат-

ственным участием, особенно федеральным, что может свидетельствовать о большей дисциплинирующей роли государства как собственника.

Дивидендная политика оказалась существенно более активной в АО с участием государства: там дивиденды хотя бы единожды по итогам трех финансовых лет (2001–2003) платили 61% АО против трети частных АО. Регулярно (то есть трижды) дивиденды выплачивали 45% АО с региональным участием, 47% — с федеральным и более чем в два раза меньше — 22% — частных предприятий. Чаще всего платили дивиденды АО с контрольным пакетом у органов власти: 69% — хотя бы один раз, а 57% — трижды. Более активная дивидендная политика АО с участием государства, естественно, подкреплена ежегодными директивами Росимущества, рекомендующими направить на дивиденды определенную долю чистой прибыли (по итогам 2005 года — не меньше 20%, а по итогам 2006 года — не меньше 25%).

Для АО с участием государства аудитором каждой седьмой компании стала международная аудиторская фирма, для АО с федеральным участием — каждой пятой, а в частных АО — только каждой пятнадцатой. Аудитор — российская фирма из того же региона или города есть у 58% АО с участием государства и уже у 72% частных компаний. В этом плане частные АО выглядят менее контролируруемыми, поскольку вероятность аффилированности с местным аудитором выше.

Наличие пакета акций у государства и его размеры положительно коррелировали с согласованием решений с федеральными или региональными властями, а также с трудовыми коллективами. Таким образом, если в большинстве АО с участием государства налицо несколько более высокие корпоративные стандарты, то среди крупнейших компаний, представленных в биржевых листингах, напротив, такие инструменты корпоративного управления, как выплата дивидендов и приглашение независимых директоров в состав советов директоров, активной используются частными компаниями. ■

ПРЯМАЯ РЕЧЬ

Татьяна Долгопятава, главный научный сотрудник
института анализа предприятий и рынков ГУ-ВШЭ:

Компании среднего эшелона выходят на фондовые рынки через IPO или продажу части пакета акций крупных акционеров, что ведет к определенному распылению собственности и заставляет более внимательно относиться к соблюдению правил хорошего корпоративного управления.

нем по всем компаниям довольно значительна и составляет четверть (против трети у частных контролирующих инвесторов). При этом доля владения государства как контролирующего акционера в 31 компании в среднем достигает 59%, то есть и для АО с участием государства характерна высокая концентрация собственности.

Некоторые эмпирические данные говорят о том, что советы директоров в АО с участием государства демонстрируют лучшую практику организации своей работы. Если обратиться к данным опроса 822 АО, то компании с участием государства чаще проводили заседания совета директоров, при этом частота также положительно коррелировала с размером пакета акций в руках государства. В период 2001–2004 годов советы директоров обновились более чем в половине компаний, где государство обладает контрольным пакетом акций. Более заметная доля в советах директоров компаний с государственным участием принадлежит

ным, в пользу частных компаний (Standard & Poor's, 2007). Доля всех инсайдеров (в том числе и государства) в компаниях, контролируемых частными акционерами, — 64% голосов, а в контролируемых государством — 70%. Независимые директора имеют 11% голосов в контролируемых государством АО, а в контролируемых частными акционерами компаниях существенно больше — 26%, причем их доля росла в частных компаниях более быстрыми темпами, чем в государственных.

По данным обследования крупных и средних 822 АО, в компаниях с участием государства численность ревизионной комиссии была больше, она проводила заседания раз в квартал и чаще в 51–52% случаев. В частных АО ревизионная комиссия собиралась раз в квартал или чаще в 39% случаев, а в трети случаев — только один раз в год. Коллегиальный исполнительный орган и председатель совета директоров чаще меняются в компаниях с государ-

ВЫВОДЫ НАЦИОНАЛЬНОГО
ДОКЛАДА:

7. Продолжается ослабление позиций таких влиятельных участников (стейкхолдеров), как трудовые коллективы (профсоюз). Другие же участники никогда и не пользовались особым вниманием. Исключение составляют только региональные (местные) органы власти, по просьбам которых компании активно участвуют в жизни регионов. Такое уча-

стие — это не только результат осознания бизнесом своей социальной ответственности, но и просчитанный компромисс с органами власти по учету их интересов. 8. Стратегией многих компаний остается корпоративная интеграция, ориентация на рынок слияний и поглощений. Доля собственных средств в финансировании бизнеса постепенно падает, хотя остается весомой. Расширение возмож-

ностей долевого и долгового финансирования страдает перекосами. Можно предположить, что немалая часть крупного и среднего бизнеса использует прибыли своих российских компаний на дивидендные выплаты или покупку активов за рубежом, тогда как финансирование развития этих компаний поддерживается кредитованием. 9. Усиливается роль государства, особенно в лице феде-

ральных органов, как собственника и как непосредственного участника корпоративного управления, внутрикорпоративных процедур. Усиление этой роли проявляется также через иерархически организованную структуру владения в бизнес-группах, созданных с участием государства.

СТРУКТУРА СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ (В % К ОБЩЕМУ ЧИСЛУ ЧЛЕНОВ)

ПРЕДСТАВИТЕЛИ В СОВЕТЕ ДИРЕКТОРОВ	В ЦЕЛОМ	В АО С РАЗДЕЛЕННЫМ УПРАВЛЕНИЕМ И СОБСТВЕННОСТЬЮ	В АО С СОВМЕЩЕННЫМ УПРАВЛЕНИЕМ И СОБСТВЕННОСТЬЮ
МЕНЕДЖМЕНТ АО	46,7	26,3	54,4
СОТРУДНИКИ, ПРОФСОЮЗ	5	3,5	5,5
ФЕДЕРАЛЬНЫЕ ОРГАНЫ ВЛАСТИ	2,3	2,4	2,2
РЕГИОНАЛЬНЫЕ И МЕСТНЫЕ ОРГАНЫ ВЛАСТИ	3	3,4	2,8
КРУПНЫЕ ВНЕШНИЕ АКЦИОНЕРЫ	32,2	50,7	25,2
МЕЛКИЕ ВНЕШНИЕ АКЦИОНЕРЫ	4,3	3,8	4,5
НЕЗАВИСИМЫЕ ДИРЕКТОРА	6	8,8	4,9

источник: нсху.

ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

СИСТЕМА УПРАВЛЕНЧЕСКИХ ТЕХНОЛОГИЙ

«ВЫСШИЙ ПИЛОТАЖ» КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ — СОЗДАНИЕ И УПРАВЛЕНИЕ МНОГО-ПРОФИЛЬНЫМ ХОЛДИНГОМ, В СОСТАВЕ КОТОРОГО МЕНЕДЖМЕНТУ ПРИХОДИТСЯ УПРАВЛЯТЬ БИЗНЕСАМИ В ДЕСЯТКАХ СЕКТОРОВ ЭКОНОМИКИ И КООРДИНИРОВАТЬ РАБОТУ ДЕСЯТКОВ И СОТЕН БИЗНЕС-СТРУКТУР. О ТОМ, КАКИЕ ПРИНЦИПЫ ПОЛОЖЕНЫ В ОСНОВУ УПРАВЛЕНИЯ ОДНОГО ИЗ КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ ХОЛДИНГОВ — АФК «СИСТЕМА», В СТАТЬЕ, НАПИСАННОЙ ДЛЯ ВВ, РАССКАЗЫВАЕТ ВЛАДИМИР ЕВТУШЕНКОВ, ПРЕДСЕДАТЕЛЬ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ «СИСТЕМЫ».



ВЛАДИМИР ЕВТУШЕНКОВ,
ПРЕДСЕДАТЕЛЬ
СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
АФК «СИСТЕМА»

Построение современной и эффективной системы корпоративного управления всегда являлось одной из приоритетных задач для АФК «Система». Если мы оглянемся на историю создания компании, то АФК «Система» была организована в 1993 году в качестве холдинговой компании, направленной на активное развитие бизнеса в очень перспективном секторе услуг. На сегодняшний день в результате наших усилий АФК «Система» — одна из крупнейших российских компаний, объединяющих активно развивающиеся бизнесы в сервисных и производственных секторах экономики. В первую очередь это телекоммуникации, радиотехника, массмедиа, ритейл, туризм, строительство, банковский бизнес и платная медицина. В реальном секторе экономики это в первую очередь высокие технологии. Портфель бизнес-направлений АФК «Система» — один из наиболее диверсифицированных среди промышленно-финансовых групп России, а дочерние компании АФК предоставляют услуги более чем 80 млн потребителей в России, СНГ, Восточной и Западной Европе.

Не в самую последнюю очередь такой результат был достигнут благодаря своевременным инвестициям наших усилий в построение современной системы корпоративного управления в группе компаний.

АФК «Система» является публичной компанией. В начале 2005 года ОАО «АФК „Система“» провела первичное размещение 19% своих акций на Лондонской фондовой бирже в виде депозитарных расписок, что принесло корпорации более \$1,5 млрд. На тот момент это явилось крупнейшим IPO российской компании, и мы расцениваем это как наш большой успех. Сегодня, помимо Лондонской биржи, акции АФК «Система» также торгуются на российских площадках ММВБ, РТС, МФБ. Подготовка к выходу на мировой финансовый рынок стала для АФК «Система» основным катализатором активного развития системы корпоративного управления и своеобразным испытанием зрелости корпорации. В этот период у нас окончательно формируются основные принципы и элементы сегодняшней системы корпоративного управления АФК «Система». Эти принципы сформулированы в кодексе корпоративного поведения, который является публичным документом и доступен на сайте корпорации.

В первую очередь в основе нашей системы лежит уважение прав и интересов наших акционеров, инвесторов, партнеров. Высшим органом управления корпорации является общее собрание акционеров, которое функционирует в соответствии с законодательством; на практике мы

обеспечиваем максимальную прозрачность и доступность этого органа для всех наших акционеров. Информационная политика АФК «Система» содержит широкий список информации, которая доступна нашим акционерам и партнерам. Очень большое значение мы уделяем соблюдению всех законодательных норм и правил биржевых площадок по раскрытию информации, предотвращению инсайдерских операций, структуре и независимости органов управления, контролю и аудиту. Мы также создали специальное подразделение, которое обеспечивает оперативной информацией о работе компании, ее стратегии, результатах деятельности все инвестиционное сообщество.

Основным органом стратегического управления корпорацией является совет директоров «Системы». Совет собирается чуть реже, чем один раз в месяц. Мы поддерживаем сбалансированный состав совета с широким привлечением профессиональных независимых директоров. Так, например, для избрания в 2008 году мы выдвинули кандидатуру еще одного независимого директора Лорда Роберта Скидельского, в случае избрания которого в состав совета количество независимых директоров у нас возрастет до 40% от общего состава. На настоящий момент у нас три независимых директора: Александр Горбатовский, Рон Зоммер и Стивен Ньюхаус.

Основными областями деятельности совета директоров являются определение главных направлений деятельности корпорации, стратегическое и финансовое планирование, определение подходов к осуществлению инвестиций, оценка результатов деятельности менеджмента, оценка рисков, несомых АФК «Система». Заседания совета директоров проходят на плановой основе, план составляется на календарный год. В конце 2007 года совет принял новый регламент работы, который предполагает ряд нововведений. Такие, как более длительные заседания с углубленной предварительной проработкой материалов, ограничение числа приглашенных на заседания совета директоров, предварительное рассмотрение материалов совета директоров правлением общества, постоянный информационный поток между членами совета директоров и менеджментом в период между заседаниями.

При совете директоров постоянно работают пять комитетов, которые обеспечивают детальную проработку профильных вопросов перед их вынесением на рассмотрение совета директоров. Это комитеты по аудиту, стратегии, корпоративному поведению, по назначениям и вознаграждениям, по связям с инвесторами. Комитет по корпоративному поведению в этой структуре играет ведущую роль в развитии системы управления корпорации. При содействии департамента внутреннего контроля и аудита комитет по корпоративному поведению также исполняет надзорную функцию по практическому соблюдению норм кодекса деловой этики ОАО «АФК „Система“» всеми сотрудниками корпорации.

АФК «Система» — это группа компаний, и система корпоративного управления в такой диверсифицированной

группе имеет свои особенности и не ограничивается собственно юридическим лицом ОАО «АФК „Система“». В первую очередь это объясняется самой сутью построения бизнеса АФК «Система»: в центре его работает головная компания, чьи оперативные бизнес-процессы сосредоточены в дочерних компаниях, в которых головная компания имеет контрольный пакет акций, что позволяет ей активно участвовать в принятии основных стратегических решений, формулировать кадровую политику, финансовую политику и прочее.

Среди бизнес-направлений АФК «Система» имеются как публичные компании, такие, как МТС, «Комстар», «Система-Галс», «Ситроникс», так и непубличные быстроразвивающиеся компании, такие, как «Детский мир», «Интурист», МБПР, «Медси», что также требует взвешенного подхода к построению системы корпоративного управления в группе.

Управление дочерними компаниями в АФК «Система» построено строго на инструментарии, который предоставляется корпоративным законодательством. Совет директоров АФК «Система» — это центр принятия стратегических решений, которые транслируются в жизнь на уровне дочерних компаний посредством института представительства в советах директоров. Для этого ОАО «АФК „Система“», используя свои права акционера, обеспечивает избрание своих представителей в состав советов директоров дочерних компаний. При этом мы также стремимся избирать и независимых директоров в составы советов директоров компаний группы. Затем на основании стратегии развития группы и решений совета директоров АФК «Система» устанавливаются контрольные показатели для компаний группы, такие как, например, «совокупный доход акционеров» (total shareholder return), «рост выручки по отношению к росту рынка» (revenue growth versus market growth), «индекс поддержки потребителей» (net promoter score) и прочие. Эти контрольные показатели заносятся в контракт с первым лицом дочернего общества и на основании утвержденной стратегии АФК «Система» отслеживает развитие дочернего общества, не вмешиваясь непосредственно в оперативное управление, при этом сохраняя контроль над стратегическими моментами развития той или иной компании.

В этом процессе основную роль играет совет директоров АФК «Система», в компетенцию которого входит определение контрольных показателей и стратегии управляющих компаний бизнес-направлений. Совет директоров регулярно заслушивает отчеты о ходе реализации стратегии дочерних компаний корпорации и при необходимости принимает решение о корректировке контрольных показателей и бюджета, а также утверждает возможные необходимые инвестиции в конкретное бизнес-направление.

В этом процессе важным элементом системы корпоративного управления становится координация деятельности советов директоров материнской компании и дочерних компаний и система контроля над исполнением принятых решений. Эта цель достигается при помощи гармонизации основных процедур и положений уставов компаний группы, пла-

нирования работы советов директоров, следования общим высоким стандартам в области корпоративного управления.

Установка стандартов корпоративного управления для дочерних и зависимых обществ — сама по себе задача неоднозначная. В АФК «Система» составляется ежегодный внутренний рейтинг уровня корпоративного управления управляющих компаний бизнес-направлений. Так как АФК «Система» является публичной компанией, при составлении рейтинга мы исходили из того предположения, что общий набор требований, которые предъявляются к системе корпоративного управления бизнес-организации, являются общепринятыми. Эти требования базируются в первую очередь на законодательных требованиях, а также на положениях различных кодексов и принципах разумного построения систем корпоративного управления, сформировавшихся в экспертной среде. Компиляция такого общего подхода сформулирована в методиках, используемых для составления публичных рейтингов, таких, как S&P, Moody's, Fitch, «Эксперт-РА». Служба корпоративного секретаря проводит ежегодный мониторинг соответствия систем корпоративного управления компаний группы необходимым стандартам в форме внутреннего мониторинга компаний корпорации. Последний мониторинг уровня корпоративного управления в группе компаний АФК «Система» был проведен летом 2007 года. По его результатам были выявлены недостатки и сформулированы рекомендации по совершенствованию системы корпоративного управления каждой компании группы.

Помимо внутреннего рейтинга комитет по корпоративному поведению ОАО «АФК „Система“» также регулярно осуществляет мониторинг эффективности работы комитетов и советов директоров, состава и эффективности работы института независимых директоров в группе компаний, работы представителей в советах директоров дочерних компаний. Постоянно проводится мониторинг изменения законодательства и прочих требований к построению систем корпоративного управления в России и за рубежом. Таким образом, работа по совершенствованию этой системы продолжается.

Следует отметить, что наши усилия в области развития корпоративного управления по достоинству оценили наши инвесторы, которые демонстрируют стабильный интерес к акциям наших компаний. В период между первичным размещением и сегодняшним днем капитализация корпорации выросла с \$8,2 млрд до примерно \$16 млрд, что соответствует росту почти в 2 раза. Я убежден, что приверженность принципам хорошего корпоративного управления также помогла нам построить международную сеть партнерских отношений с компаниями — мировыми лидерами в своих областях деятельности, такими, как Siemens, Nokia, Deutsche Telekom, Allianz, Morgan Stanley. Высокий уровень корпоративного управления также является одним из элементов имиджа корпорации, что облегчает задачу международного развития бизнеса, что демонстрируют недавние успешные сделки АФК «Система» в Армении и Индии. ■

АФК «СИСТЕМА» ОТСЛЕЖИВАЕТ РАЗВИТИЕ ДОЧЕРНЕГО ОБЩЕСТВА, НЕ ВМЕШИВАЯСЬ НЕПОСРЕДСТВЕННО В ОПЕРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ, ПРИ ЭТОМ СОХРАНЯЯ КОНТРОЛЬ НАД СТРАТЕГИЧЕСКИМИ МОМЕНТАМИ РАЗВИТИЯ ТОЙ ИЛИ ИНОЙ КОМПАНИИ



ИНВЕСТИРОВАНИЕ — ЭТО НЕ АКТ ВЕРЫ

АКТ САРБЕЙНСА—ОКСЛИ, ПРИНЯТЫЙ В США В 2002 ГОДУ, СТАЛ СИМВОЛОМ УЖЕСТОЧЕНИЯ ПРАВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В США, СОБЫТИЕМ В ЭТОЙ ОБЛАСТИ НА ДЕСЯТИЛЕТИЯ ВПЕРЕД. В СТАТЬЕ* МАЙКЛ ОКСЛИ, ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ NASDAQ, ОДИН ИЗ ДВУХ ТИТУЛЬНЫХ АВТОРОВ НАШУМЕВШЕГО ЗАКОНА, ЭНЕРГИЧНО ДОКАЗЫВАЕТ, ПОЧЕМУ ИМЕННО ТАКОГО РОДА НОРМАТИВНЫЕ АКТЫ И ДОЛЖНЫ ЯВЛЯТЬСЯ БАЗОВЫМИ ДЛЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ НА РАЗВИТЫХ РЫНКАХ.



МАЙКЛ ОКСЛИ,
ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ
NASDAQ

Нет слов, которые могли бы утешить или смягчить страдания тех американцев, которые потеряли источник средств к существованию и свои пенсии после того, как в начале текущего десятилетия Enron, WorldCom и другие «разбойничьи» корпорации рухнули под тяжестью своих злодеяний и продажности. История, без сомнения, вынесет свой суровый приговор этим компаниям и их руководителям.

Но, как говорят, нет худя без добра. Мы извлекли серьезный урок, касающийся значения прозрачности в корпоративном управлении, и приступили к проведению кардинального реформирования, направленного на возрождение доверия к данной системе и на предотвращение подобных катастроф в будущем.

Данные корпоративные преступления стоили нашей экономике тысяч рабочих мест и около \$8 трлн рыночной капитализации. К счастью, все виновные в этом понесли наказание за свой обман и моральное разложение. Однако в более широком смысле в проблемах Enron и WorldCom отразился существенный кризис нашей системы корпоративного управления.

Это была система, которая целиком зависела от рыночной дисциплины, угрозы гражданской ответственности и системы наказаний, в некоторых случаях уголовного характера, направленной на сдерживание финансовой нечистоплотности. Мы исходили из предположения, что люди, стоящие на страже информационных потоков — юристы, аналитики, бухгалтеры, директора и руководители, — справятся с задачей обеспечения финансовой прозрачности. Теперь очевидно, что этого было недостаточно.

Мы часто думаем о деньгах как о средстве обращения, принятом в свободной рыночной системе, но на деле развитие или крах системы зависят от степени доверия к ней тех, кто инвестирует свои средства. Ведь они в своей деятельности исходят из понимания и знания рисков и возможного вознаграждения за риск. Таким образом, Enron и WorldCom стали примером и воплощением неработающей системы. Инвесторы испугались, поскольку они перестали полностью доверять всей поступающей к ним финансовой информации. Нам требовалась реформа, и в результате в 2002 году появился закон Сарбейнса—Оксли (SOX).

Закон Сарбейнса—Оксли восстановил доверие инвесторов, потому что благодаря ему удалось воссоздать и укрепить две наиболее мощные опоры корпоративного управления: прозрачность и финансовую отчетность. Оглядываясь назад, теперь отсутствие прозрачности в старой системе кажется очевидным. Я помню, как изучал на юридическом факультете, по каким причинам так трудно «пробиваться» сквозь корпоративную завесу». В основном это про-

исходило из-за того, что правовые нормы, по сути, весьма почитительно относились к корпорациям, и любому, кто попытался бы прорвать эту завесу, пришлось бы предъявлять в суде чрезвычайные аргументы, дающие на то основания. Именно такие нормы и существовали в период скандалов, связанных с компаниями Enron и WorldCom.

Корпорации вполне могли использовать в раскрываемой ими информации слово «прозрачность», однако требования к реальному соблюдению прозрачности не учитывали ряда действий, предпринимаемых корпоративным руководством и советами директоров. В результате инвесторы и аналитики не всегда были осведомлены о том, что происходит на самом деле. Во многих случаях те, кто стоял на страже информационных потоков, не имели желания или возможностей выполнять свою работу.

Например, по инсайдерским сделкам с акциями от компаний требовалось сообщать комиссии США по ценным бумагам и биржам (SEC) информацию о факте предоставления опционов через 45 дней после окончания финансового года, в котором эти опционы были предоставлены. В некоторых компаниях такие отсрочки с раскрытием информации использовались для датирования опционов задним числом, что приводило к нарушениям закона и злоупотреблениям. По закону Сарбейнса—Оксли, компании обязаны теперь сообщать об этом федеральным органам регулирования в течение двух дней, а также выкладывать информацию на своем веб-сайте. Пресса изобилует утверждениями о проведении сделок с опционами задним числом, но по большей части они произошли до принятия нашего закона. Благодаря новым требованиям к прозрачности этого больше не существует.

В соответствии с законом Сарбейнса—Оксли руководители корпораций уже не смогут воспользоваться отговоркой «я не знал» при возникновении проблем в будущем, поскольку закон предусматривает более жесткие требования к корпоративной отчетности. Отныне свои подписи под финансовыми документами должны ставить главные исполнительные директора и главные должностные лица по финансам. Это означает, что они будут нести всю полноту финансовой ответственности лично, а внутренние и внешние аудиторы должны подписывать все документы на каждой стадии их оформления. Такие рычаги внутреннего контроля дают инвесторам почти полную гарантию, что высшее руководство компании отвечает за опубликованные цифры и будет привлечено к ответственности, если данные окажутся сфабрикованными или неправильными.

Принятие закона Сарбейнса—Оксли в 2002 году привело к огромному всплеску в возрождении доверия инвесторов. Посыл к инвесторам заключается в том, что теперь наши рынки безопасны, а Соединенные Штаты создали «золотой стандарт» корпоративного управления и прозрачности. Когда президент США подписывал этот закон, индекс Доу-Джонса был чуть выше 7000. Сегодня, спустя почти пять лет, он превысил 12 000. Нет более логичного или объективного способа оценить последствия принятия закона Сарбейнса—Оксли, чем реакция рынка. Если бы, по

мнению инвесторов, наш закон не решил существующие проблемы, или SEC в достаточной мере не ликвидировала последствия скандалов с Enron и WorldCom, то рынок продолжил бы движение вниз. Вместо этого он резко пошел вверх. Причинно-следственная связь очевидна.

Много внимания уделялось американской реакции на коррупцию в бюджетной сфере. Но на самом деле потребность в восстановлении прозрачности и подотчетности руководства не имеет границ. Скандал с компанией Parmalat в Италии по своим масштабам и последствиям сопоставим со скандалами, связанными с Enron и WorldCom, и в результате во всей Европе растет движение за принятие реформ в духе закона Сарбейнса—Оксли. Ключевой момент состоит в том, чтобы законы каждой страны строились на последовательных стандартах и были обеспечены равные условия для иностранных инвестиций и трансграничной экономической деятельности.

Россия — особый случай, поскольку она является значимой экономической державой, но при этом ее финансовые учреждения и рынки находятся в стадии формирования и развития. Выбор, который сделает Россия сегодня, во многом определит ее шансы на будущее процветание и интеграцию в мировую экономику. Писатель Томас Фридман в книге «Лексус и оливковое дерево» привел очень важное наблюдение о том, что страны, принявшие четкие правовые нормы и обеспечившие высокую степень прозрачности, вызывают доверие, которое способствует привлечению капитала, позволяющего им успешно развиваться. Для России это означает перевод государственных предприятий на рыночный путь развития и установление общепринятых стандартов корпоративного управления во всех частных компаниях.

Сегодня в Америке инвесторы однозначно заявляют, что они не примут участия в размещении акций компании, не обладая всей полнотой информации, необходимой для принятия решения. Инвестирование — это не акт веры. Это рациональный процесс, основанный на оценке рисков и вознаграждений. Если инвесторы ощущают отсутствие искренности в предложении, то и реакция будет соответствующей. Совершенно очевидно, что данный урок может быть использован в международном масштабе. В итоге все возвращается к вопросу доверия со стороны инвестора. Каким образом у инвестора из США возникнет желание рисковать капиталом в России, если в системе отсутствуют прозрачность и финансовая ответственность вне зависимости от потенциальных доходов? Ведь в конце концов капитал ищет безопасные варианты для инвестирования, которые дают неплохой шанс получения прибыли.

Никто не сомневается в способности России к привлечению капитала и ее становлению в качестве крупного участника глобальной экономики. Но она должна сделать все возможное для создания системы корпоративного управления, которая обеспечивала бы доверие со стороны инвесторов. России необходимо осознать, что эффективное корпоративное управление не является игрой с нулевым результатом. До тех пор пока не произойдут перемены

и инвесторы не почувствуют себя комфортно и уверенно, экономический прогресс России будет ограничен. Безусловно, введение новых законов потребует от Госдумы значительных усилий, да и законы могут оказаться противоречивыми. Но в итоге, пока не установится верховенство закона и прозрачности, в Россию не пойдут прямые иностранные инвестиции в том объеме, который ей действительно нужен для следующего шага в экономическом развитии и дальнейшем процветании.

Учитывая наличие в стране мощных интересов, которые неизменно противодействуют проведению экономической реформы, для России очень важно, чтобы вопрос был вынесен на публичное обсуждение путем проведения слушаний, что позволило бы каждому оценить характер проблемы и предлагаемые решения. Деловые круги, ученые, потенциальные инвесторы, наемные работники, государственные служащие — все россияне должны понимать издержки отсутствия действий в этом направлении и преимущества российской системы, основанной на прозрачности и финансовой ответственности.

Конечно, новая система законов о корпоративном управлении зависит от наличия людей, которые смогут претворить их в жизнь. Это значит, Россия должна приступить к созданию собственных независимых аудиторских фирм. Думаю, что не имеет значения, будут ли эти фирмы созданы с внешней помощью или они естественным образом появятся в экономической системе, в любом случае через несколько лет мы увидим, что в российских институтах и университетах идет подготовка большого числа специалистов по бухгалтерскому учету, пользующихся значительным спросом. Без бухгалтеров, которые создавали бы достоверные и прозрачные финансовые отчеты, эффективность даже самых лучших норм корпоративного управления будет носить ограниченный характер.

Как и в любой другой стране, в России существует обеспокоенность, что по мере увеличения прозрачности и привлечения иностранных собственников страна начнет терять контроль над своими ресурсами. Но в долгосрочной перспективе ни одна страна не добивается процветания за счет закрытия границ для притока капитала и новых идей. В каждой крупной стране присутствуют иностранные инвесторы, и эти страны по-прежнему сохраняют способность контролировать свою экономическую судьбу, и в России будет так же. Например, Китай открылся миру и в настоящее время пожинает плоды в виде существенного увеличения объемов иностранных инвестиций.

Россия — страна, населенная талантливыми, образованными гражданами, должна сохранять уверенность в своей способности определять собственное будущее. То, что Россия делает сегодня для создания климата доверия со стороны инвесторов, будет иметь далеко идущие экономические последствия на протяжении многих лет.

** Впервые опубликовано в книге «Перемены мышления. Корпоративное управление и перспективы взаимных инвестиций России и США» (Москва, ИСКУ, 2007 г.).*

МЫ ЧАСТО ДУМАЕМ О ДЕНЬГАХ КАК О СРЕДСТВЕ ОБРАЩЕНИЯ, ПРИНЯТОМ В СВОБОДНОЙ РЫНОЧНОЙ СИСТЕМЕ, НО НА ДЕЛЕ РАЗВИТИЕ ИЛИ КРАХ СИСТЕМЫ ЗАВИСЯТ ОТ СТЕПЕНИ ДОВЕРИЯ К НЕЙ ТЕХ, КТО ИНВЕСТИРУЕТ СВОИ СРЕДСТВА



ЕДИНСТВО В РАЗНООБРАЗИИ

НЕСМОТРЯ НА РАЗНУЮ ИСТОРИЮ ИНСТИТУТОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ, СТРАНЫ БРИК — БРАЗИЛИЯ, РОССИЯ, ИНДИЯ И КИТАЙ — ИМЕЮТ МНОГО ОБЩЕГО И В ПРЕИМУЩЕСТВАХ, И В ИНФРАСТРУКТУРЕ ПРИНЦИПОВ РЕГУЛИРОВАНИЯ, ВО МНОГОМ ОБЕСПЕЧИВАЮЩИХ ИХ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ. ДЛЯ АДЕКВАТНОЙ ОЦЕНКИ РИСКОВ ПРИЗНАННЫХ ЛИДЕРОВ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ НЕОБХОДИМО ТОЧНОЕ ЗНАНИЕ ПРЕИМУЩЕСТВ И НЕДОСТАТКОВ ЭТОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ.

ОЛЕГ ШВЫРКОВ, ЕЛЕНА ПАСТУХОВА

Либерализация государственного регулирования и динамичный экономический рост в крупнейших развивающихся странах предопределяет их растущую значимость на международных финансовых рынках. В особенности эта тенденция относится к четверке БРИК — Бразилии, России, Индии и Китаю — странам, обладающих значительными потенциалом роста и потребностями в капитале, где либеральные реформы последних двух десятилетий облегчили национальным компаниям доступ к мировым рынкам капитала. Отражением растущей экономической значимости и зрелости этих стран служит тот факт, что с 30 апреля 2008 года, когда Standard & Poor’s объявило о повышении суверенного кредитного рейтинга Бразилии до уровня BBB–, все четыре страны БРИК относятся к эмитентам инвестиционного уровня.

Одним из сдерживающих факторов инвестиционной привлекательности компаний стран БРИК остаются риски корпоративного управления, особенно с позиций долгосрочных инвесторов в акционерный капитал. В глазах международных инвесторов проблема усугубляется тем, что оценка реальных рисков затруднена из-за нехватки объективной информации об инфраструктуре корпоративного управления в соответствующих юрисдикциях и практике корпоративного управления в отдельных компаниях. Подобный информационный дефицит зачастую приводит к ситуации, когда дисконт по акциям эмитентов из развивающихся стран определяется из максимально консервативной оценки рисков корпоративного управления, как правило, отражающей прецеденты грубого нарушения прав миноритарных акционеров в 90-е годы, и не учитывающей позитивную динамику последних лет.

Стремясь восполнить информационный пробел в отношении эмитентов из развивающихся стран, Служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor’s с 2000 года предлагает услуги по присвоению рейтингов корпоративного управления. В апреле 2008 года Standard & Poor’s запустило новый аналитический продукт по оценке рисков, представляющий собой балльную оценку — рейтинг под названием GAMMA (аббревиатура, образованная от английских слов *governance, accountability, management metrics and analysis* — анализ и оценка корпоративного управления, подотчетности и менеджмента). Рейтинг GAMMA отражает мнение Standard & Poor’s о риске потери акционерной стоимости или об упущенных возможностях создания стоимости вследствие недостатков в системе корпоративного управления. Аналитический продукт GAMMA нацелен на крупнейшие развивающиеся рынки, в первую очередь на четверку БРИК, и не предлагается в развитых странах.

Анализ национальной инфраструктуры корпоративного управления является отправной точкой для оценки рисков корпоративного управления в отдельных компаниях в рамках присвоения рейтинга GAMMA. Согласно методологии Standard & Poor’s, анализ страновой среды корпоративного управления включает четыре элемента:



РОССИЯ СЕЙЧАС УСТУПАЕТ ИНДИИ И БРАЗИЛИИ ПО ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ

- рыночная инфраструктура;
- правовая инфраструктура;
- регуляторная инфраструктура;
- информационная инфраструктура.

Применяя эту структуру анализа к странам БРИК, фактически конкурирующим за лимиты международных инвесторов по средствам, направляемым на развивающиеся рынки, в рамках настоящего исследования мы проводим сравнительный анализ и отмечаем основные достоинства и недостатки инфраструктуры корпоративного управления в России. В частности, мы приходим к выводу, что Россия имеет наиболее эффективную правовую инфраструктуру корпоративного управления. Тем не менее на фоне прочих стран БРИК рыночная инфраструктура России представляется умеренно эффективной ввиду значительного участия государства в собственности и узости финансовых рынков. Россия уступает Индии и Бразилии по эффективности инфраструктуры регулирования, поскольку регулирование корпоративного управления существенно затраги-

вает всего 22 компании из 320 публичных в сравнении со всеми 4985 публичными компаниями в Индии и 97 из 442 в Бразилии. Наконец, Россия уступает всем прочим странам БРИК с позиций информационной инфраструктуры ввиду существенных недостатков российских стандартов бухгалтерского учета и отдаленных перспектив перехода на МСФО. Китай принял стандарты отчетности, весьма близкие к МСФО в 2007 году, при этом Бразилия и Индия в настоящее время используют значительно более совершенные, чем в России, стандарты отчетности и готовятся к переходу на МСФО в 2010 и 2011 годах соответственно.

КОМПОНЕНТ 1. РЫНОЧНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА
Несмотря на бурный рост финансовых рынков в странах БРИК, ни в одной из стран четверки не сформировался рынок корпоративного контроля, играющий важную дисциплинирующую роль в традиционной англосаксонской модели корпоративного управления. Миноритарные акционеры и финансовые рынки в целом имеют ограниченное влияние на практику корпоративного управления в публичных компаниях. Отчасти это объясняется невысоким уровнем

активности миноритарных инвесторов, но основной причиной все же является преобладание высококонцентрированной собственности, препятствующей переходу контроля рыночным способом.

Финансовые рынки в странах БРИК развивались с начала 90-х годов благодаря приватизационным программам, ставших возможными вследствие оттепели в Китае (1980–1990), падения военной диктатуры в Бразилии (1985), проведения демократических реформ в Советском Союзе и России (1986–1991) и разгосударствления экономики в Индии (1992). За этот период капитализация рынка акций выросла с нуля в России и материковом Китае и менее 10% ВВП в Бразилии до 100% ВВП и выше (таблица 1). По данным Международного валютного фонда, с 1997 по 2006 год накопленный объем портфельных иностранных инвестиций в акционерный капитал компаний стран БРИК вырос с \$70 млрд до \$697 млрд. Однако наиболее заметный всплеск активности компаний из стран БРИК на международных рынках капитала пришелся на 2006–2007 годы. За два года 87 компаний из Бразилии, 43 из России, 173 из Индии и 402 из Китая провели IPO на национальных и крупнейших мировых биржах и привлекли \$204,6 млрд, по сравнению с \$54,7 млрд за 2004–2005 годы (данные отчетов Ernst & Young Global IPO Survey 2006, Global IPO Trends 2007 и пресс-релиза от 17 декабря 2007 года).

ОДНИМ ИЗ СДЕРЖИВАЮЩИХ ФАКТОРОВ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ СТРАН БРИК ОСТАЮТСЯ РИСКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ, ОСОБЕННО С ПОЗИЦИЙ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ В АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ

ИЗБРАННЫЕ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ СТРАН БРИК				
	РОССИЯ	КИТАЙ	БРАЗИЛИЯ	ИНДИЯ
НАСЕЛЕНИЕ НА СЕРЕДИНУ 2007 ГОДА (МЛН) INTERNATIONAL DATA BASE, HTTP://WWW.CENSUS.GOV/IPC/WWW/IDB/SUMMARIES.HTML	141,4	1321,9	190,0	1129,9
ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЙ ВВП 2007 ГОДА, (\$ МЛРД) МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД, HTTP://WWW.IMF.ORG/EXTERNAL/PUBS/FT/WEQ/2008/01/WEQDATA/WEQSELGR.ASPX	1289,6	3250,8	1313,6	1098,9
ВВП 2007 ГОДА ПОДШЕВОЙ, С ПОПРАВКОЙ НА ПОКУПАТЕЛЬНУЮ СПОСОБНОСТЬ (\$) ОТЧЕТЫ STANDARD & POOR'S ПО СУВЕРЕННЫМ КРЕДИТНЫМ РЕЙТИНГАМ	9 000	2390	6098	935
СРЕДНИЕ ТЕМПЫ РОСТА ЭКОНОМИКИ ЗА 2003–2007 ГОДЫ (%) ОТЧЕТЫ STANDARD & POOR'S ПО СУВЕРЕННЫМ КРЕДИТНЫМ РЕЙТИНГАМ	6,9	10,4	3,9	8,6
ИНДЕКС КОРРУПЦИИ, 2007 ГОД (ЗНАЧЕНИЯ НИЖЕ 5 СООТВЕТСТВУЮТ ВЫСОКОМУ УРОВНЮ КОРРУПЦИИ; МАКСИМУМ — 10) CORRUPTION PERCEPTION INDEX, TRANSPARENCY INTERNATIONAL, 2007	2,3	3,5	3,5	3,5
КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ	BBB+/-			
POSITIVE/A-2	A/			
POSITIVE/A-1	BBB-/			
STABLE/A-3	BBB-/ STABLE/A-3			

При сопоставимых показателях относительной капитализации фондового рынка четырех стран интересно отметить, во-первых, значительные отличия в активности торгов и, во-вторых, различия в среднем размере публичных компаний. Среднедневной объем торгов составляет около 2,5% капитализации рынка в Бразилии, 3,5% — в России, 4,7% — в Индии и около 7,5% — в Китае. Профиль публичных компаний также сильно отличается: если российский ликвидный рынок фактически представляет собой несколько десятков крупных компаний (цифра 320, приведенная в таблице 2, включает более 200 низколиквидных компаний, не входящих в котируемые листы), в Бразилии и Китае сопоставимые значения капитализации складываются из сотен, а в Индии — из тысяч компаний.

Структура собственности публичных компаний четверки БРИК отмечена высокой степенью концентрации. Согласно Исследованию информационной прозрачности российских компаний, проведенному Standard & Poor's в 2007 году, из 80 крупнейших публичных компаний 71% были контролируемы, в том числе 30% — государством, еще 21% имели блокирующих акционеров, в том числе 10% — в лице государства. Лишь шесть компаний имели рас-средоточенную структуру собственности, однако и в их случае нельзя исключить наличия скрытых консолидированных пакетов или акционерных соглашений.

Доминирующая роль государства во многих публичных компаниях, включая самые крупные в стране «стратегические предприятия», в сочетании с административным под-ходом бюрократического аппарата к управлению госком-паниями и высоким уровнем коррупции в государственных структурах фактически тормозят развитие механизмов корпоративного управления в ряде отраслей.

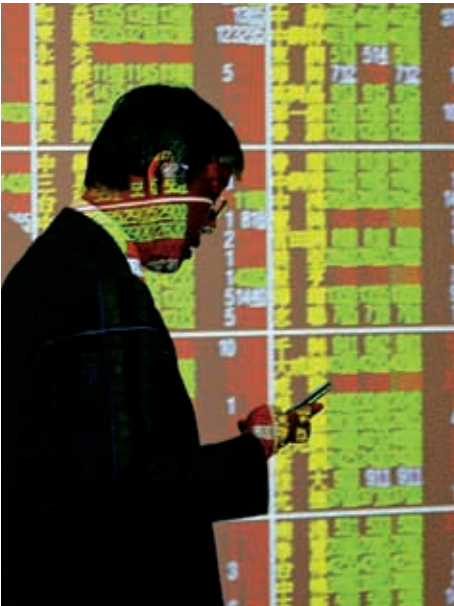
В Индии из 50 крупнейших публичных компаний, вхо-дящих в индекс Nifty Fifty, согласно исследованию, про-веденному в 2007 году агентством Crisil, дочерним обще-ством Standard & Poor's, лишь две имеют распыленную структуру собственности. Согласно исследованию Deutsche Bank, 54% крупнейших компаний контролируются семьями предпринимателей, 16% — иностранными инве-сторами, 20% — государством. В большинстве случаев контроль над индийскими компаниями осуществляется при владении 12–20% голосующих акций, что потенциа-льно открывает возможности для функционирования рынка корпоративного контроля. Тем не менее случаев враждеб-ных поглощений за всю историю рынка не отмечалось. Проблемы корпоративного управления, связанные с пре-обладанием семейной собственности, исторически вклю-чали как непрофессиональный подход к управлению в от-сутствие внешних дисциплинирующих механизмов, так прямое злоупотребление правами миноритарных инвесто-ров в виде нерыночных сделок с заинтересованностью.

Среди компаний с листингом на бирже Рио-де-Жаней-ро (BOVESPA) 77,3% контролируются единственным круп-ным акционером, владеющим более 50% голосующих ак-ций. Лишь у 7% компаний нет акционера, владеющего бо-лее 20%. Основные акционеры в случае 53% контролиру-емых компаний представляют собой семьи предприни-мателей, в 18% — иностранных инвесторов, в 8% — го-сударство Aldrichi, D. M. and A. de Oliviera. The Influence of Ownership and Control Structures on the Firm Performance: Evidence from Brazil. Working Paper, Universidade de Sao Pa-olo, 2008.. При этом до 90% объема торгов на бирже при-ходится на неголосующие привилегированные акции, в среднем составляющие 54% капитала Leal, R and A. L. Car-valho-da-Silva. Corporate Governance and Value in Brazil and in Chile. Working paper. The Coppead Graduate School of Bu-siness at the Federal University of Rio de Janeiro. 2005.. Пре-обладание неголосующих привилегированных акций в ка-питале и распространенность пирамидальных структур приводят к ситуации, когда большинство компаний нахо-дятся под абсолютным контролем, при том что контроли-

НЕСМОТЯ НА БУРНЫЙ РОСТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В СТРАНАХ БРИК, НИ В ОДНОЙ ИЗ СТРАН ЧЕТВЕРКИ НЕ СФОРМИРОВАЛСЯ РЫНОК КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ, ИГРАЮЩИЙ ВАЖНУЮ ДИСЦИПЛИНИРУЮЩУЮ РОЛЬ В ТРАДИЦИОННОЙ АНГЛОСАКСОНСКОЙ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ



КОНКУРЕНТЫ



ОКОЛО 70% ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ КИТАЯ КОНТРОЛИРУЮТСЯ ГОСУДАРСТВОМ, 15% — КРУПНЫМИ ЧАСТНЫМИ ИНВЕСТОРАМИ

рующий акционер имеет непропорционально скромное экономическое участие. Большинство миноритарных ак-ционеров владеют привилегированными акциями и во многом ограничены в правах и не имеют возможности по-влиять на действия и состав исполнительного руководства.

По нашим предварительным оценкам, полученным в ходе работы по исследованию прозрачности публичных компаний материкового Китая, около 70% таких компаний контролируются государством, около 15% — крупными частными инвесторами и лишь 15% имеют распыленную структуру собственности. В большинстве случаев конт-роль осуществляется при мажоритарном участии в капи-тале. Преобладание государственной собственности в публичных компаниях привносит особую специфику в ры-ночную инфраструктуру китайских компаний, в целом пе-рекликающуюся с проблематикой российских госкомпа-ний, однако, как правило, принимающую более мягкие формы ввиду меньшей коррумпированности и большей предпримчивости госструктур. Последнему обстоятель-ству также способствует тот факт, что большинство го-сударственных компаний управляются региональными, а не централь-ными органами власти.

КОМПОНЕНТ 2. ПРАВОВАЯ ИНФРАСТРУКТУРА

Из стран БРИК российское законодательство наиболее широко определяет права миноритарных акционеров бла-годаря низкому порогу владения, позволяющему номини-ровать кандидатов в совет директоров, ежегодному пере-избранию всего состава совета и обязательному примене-нию процедур кумулятивного голосования. Изменения в российском законодательстве, внесенные в конце 90-х и начале 2000-х годов, фактически устранили тот норматив-ный дефицит, который сделал возможными грубейшие на-рушения прав миноритарных акционеров в 90-е годы. Тем не менее к сохраняющимся недостаткам относятся поздне-ее проведение годовых собраний, длительный срок вып-латы дивидендов, сомнительная независимость регист-раторов акций, а также отсутствие обязательства для акци-онеров раскрывать косвенное владение крупными пакета-ми, создающее риски образования консолидированных пакетов без ведома компании и миноритарных акционеров.

Существенным недостатком бразильских правовых норм, регулирующих механизмы корпоративного управ-ления, является высокий лимит участия в капитале него-лосующих привилегированных акций с плавающим диви-

дендом (до 67%). Это приводит к ситуации, когда значи-тельная часть акционеров получает доход, зависящий от показателей деятельности компаний, имея ничтожные возможности участвовать в управлении. За привилегиро-ванными акционерами закреплено право совместно избира-ть всего лишь одного члена совета директоров и одно-го члена ревизионной комиссии. В то же время единствен-ной существенной финансовой компенсацией привилеги-рованных акционеров является право получать дивиден-ды на акцию в размере 110% от дивидендов на каждую обыкновенную акцию. В России привычным соотноше-нием является 300% (хотя эта норма, как правило, закреп-ляется в уставах российских компаний и не гарантирова-на законодательно). К прочим недостаткам бразиль-ской правовой инфраструктуры относятся ограничения по заочному голосованию на общих собраниях и предостав-ляемая компаниям возможность закрепить в уставе иск-лючения из преимущественного права выкупа акций до-полнительной эмиссии (например, при размещении на бирже или допэмиссии в целях поглощения с оплатой ак-циями). На привилегированных акционеров в большинст-ве случаев не распространяется обязательное предложе-ние при смене контроля. Наконец судебная система из-вестна своей неэффективностью, особенно в отношении акционерных коммерческих конфликтов.

Индийская правовая инфраструктура значительно бли-же к англосаксонской традиции, чем к континентальной си-стеме права, служащей в ее романском подвиде моделью бразильской правовой инфраструктуры, и в германском — моделью российской и китайской правовых систем. Ин-дийское законодательство достаточно узко определяет права миноритарных акционеров, главным образом в пла-не процедур избрания совета директоров (признается только мажоритарное голосование) и длительного срока полномочий (до 5 лет для исполнительных директоров). Допускается членство в совете представителей номиналь-ных акционеров, на которых не распространяется фидуци-арная ответственность. К достоинствам индийской пра-вовой инфраструктуры относится ограничение на присут-ствие исполнительных директоров в совете (не более тре-ти), обязательное наличие комитета по аудиту с большин-ством из неисполнительных директоров. Плюсом также является четкое определение финансовых прав акционе-ров: закон о компаниях предусматривает трехлетний срок тюремного заключения для членов органов управления, виновных в невыплате дивидендов в течение месяца с мо-мента их объявления.

Правовая инфраструктура Китая гарантирует равенст-во прав голоса на общих собраниях (акции типа А, В и Н име-ют равные права голоса) и обеспечивает существенные ме-ханизмы защиты миноритарных инвесторов в виде преим-ущественного права выкупа допэмиссии и обязательного предложения при образовании крупного пакета (свыше 30% капитала). В остальном законодательство предъявляет до-статочно мягкие требования к механизмам корпоративно-го управления, устанавливая довольно высокий порог вла-дения, позволяющий номинировать кандидатов в совет (10%), трехлетний срок полномочий совета и фактически ос-тавляя использование процедур кумулятивного голосова-ния на усмотрение основного акционера. Законодательство не предписывает формирование какого-либо органа надзо-ра над механизмами контроля и аудита.

КОМПОНЕНТ 3. ИНФРАСТРУКТУРА РЕГУЛИРОВАНИЯ

В рамках четверки БРИК индийская инфраструктура ре-гулирования представляется наиболее эффективной как с точки зрения масштаба влияния на механизмы корпо-ративного управления в отдельных компаниях, так и с точки зрения охвата: регулирующие нормы в отношении корпо-ративного управления распространяются на все 4985 пуб-

личных компаний. В Бразилии наиболее жесткие и эффек-тивные требования к стандартам корпоративного регули-рование распространяются на 97 компаний из 442 публич-ных, к 19 применимы более мягкие требования. В России достаточно эффективные положения Кодекса корпоратив-ного поведения являются обязательными всего для 22 компаний, входящих в первичные котируемые листы. Наконец, в Китае дополнительные обязательства, возни-кающие при прохождении процедуры листинга, являются достаточно мягкими.

В России положения Кодекса корпоративного управле-ния ФСФР имеют рекомендательный статус для всех ак-ционерных обществ. Эти рекомендации включают ряд норм относительно присутствия независимых директо-ров в совете (не менее четверти состава, но в любом слу-чае не менее трех человек), наличия и состава комитетов при совете директоров (так, комитеты по аудиту и по кад-рам и вознаграждениям должны формироваться пол-ностью из независимых директоров), процедур общих соб-раний, независимости регистратора, механизмов внутрен-него контроля и раскрытия информации. При этом бир-жи, согласно рекомендации Постановления ФКЦБ № 03-1169/р, требуют от компаний, входящих в основные коти-руемые списки, соблюдать определенные положения кодекса и ежеквартально отчитываться о его соблюдении. Так, РТС и ММВБ требуют соблюдения ряда положений ко-декса (включая требование о наличии трех независимых директоров) от эмитентов, включенных в котируемые листы «А1» и «А2». Более мягкие требования (например, о наличии одного независимого директора) предъявляют-ся к эмитентам их котируемого листа «В» и эмитентам облигаций, входящих в котируемые листы «А1» и «А2». Хотя кодекс не содержит требований по подготовке и раскрытию финансовой отчетности по МСФО, такие тре-бования входят в критерии включения в котируемые листы «А1» и «А2». Эти требования распространяются на 22 российские компании.

Влияние кодекса на практику корпоративного управле-ния в публичных российских компаниях ограничено его ре-комендательным характером и лишь частичным контролем над соответствием его принципов и норм в отношении ком-паний, входящих в основные биржевые списки. К прочим не-достаткам практики регулирования относится сомнительная эффективность требований к независимости совета дирек-торов. Используемые критерии независимости основаны на формальных признаках, а не на принципе фактической за-интересованности: так, в советы ряда госкомпаний в каче-стве независимых входят члены исполнительного руковод-ства других контролируемых государством организаций, яв-но зависящие от государства в своей основной деятельно-сти, но тем не менее отвечающие формальным требовани-ям кодекса в отношении независимости. Эти же огрехи рас-пространяются на независимость регистраторов, в большин-стве случаев косвенно аффилированных с крупными акци-онерами, независимость внутренних аудиторов и т. п. Так-же вызывает сомнения эффективность регулирования ин-сайдерской торговли в отношении исполнительного руко-водства и совета директоров.

В Бразилии основные положения эффективного кор-поративного управления зафиксированы в «Принципах лучшей практики» (*Cartilha*) Комиссии по ценным бумагам и биржам. Все публичные компании обязаны раскрывать информацию о соблюдении этих принципов, однако фор-мального обязательства следовать им не существует. На-иболее важную роль в продвижении передовых стандар-тов корпоративного управления играют правила листинга на бирже Рио-де-Жанейро (BOVESPA). Биржа разработа-ла свой собственный свод критериев корпоративного уп-равления, которые подразделяют допускаемых к листин-гу эмитентов на компании двух уровней. Первый (низший) уровень должен соответствовать некоторым в целом необ-



КОНКУРЕНТЫ

ременительным критериям прозрачности и ликвидности. Компании второго уровня, более высокого с позиций корпоративного управления, должны предоставлять отчетность по МСФО или ОПБУ США, а также зафиксировать в уставе процедуры обязательного предложения при смене контроля таким образом, чтобы они распространялись на привилегированные акции (с дисконтом, не превышающим 30%). Компании второго уровня также обязаны ограничить срок полномочий директоров одним годом и предусмотреть для владельцев привилегированных акций право голоса на общих собраниях по ряду ключевых вопросов, включая утверждение сделок с заинтересованностью. Наконец, критерии включения в котировальный лист Novo Mercado предъявляют наиболее высокие требования к корпоративному управлению, включая отсутствие в структуре капитала неголосующих (привилегированных) акций, наличие не менее 25% капитала в свободном обращении и наличие не менее 20% независимых директоров в совете. По состоянию на конец апреля 2008 года в котировальном листе Novo Mercado числилось 97 компаний, в листе компаний второго уровня — 19 компаний.

Положительной чертой биржевого регулирования Бразилии является его фокус на тех элементах прав инвесторов, которые достаточно слабо защищены в рамках законодательства — в первую очередь это касается прав держателей привилегированных акций. Тем не менее требования к составу совета директоров и комитетов (главным образом, комитета по аудиту/ревизионной комиссии) достаточно мягкие. Критерии корпоративного управления BOVESPA также не затрагивают ряда проблем, связанных с неопределенностью процедур общих собраний в рамках бразильского законодательства.

Основной механизм регулирования стандартов корпоративного управления в Индии обеспечивается так называемым Положением 49 (*Clause 49*) условий листинга, идентичных для всех бирж страны. Положение включает нормы кодекса, подготовленного в 2000 году комитетом по корпоративному управлению совета по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Board of India, SEBI) под председательством Кумара Мангалама Бирлы и обновленного в 2004 году комитетом под председательством Нараяна Муртхи. Новая редакция Положения 49 вступила в силу с 2006 года.

Положение 49 предъявляет ряд достаточно жестких требований к составу совета директоров: независимые директора должны составлять не менее трети состава совета в случае, если председатель совета является неисполнительным директором, и не менее половины состава, если председатель участвует в исполнительных функциях. Положение предписывает создание двух комитетов при совете директоров — комитета по аудиту и комитета по рассмотрению жалоб акционеров (Shareholder Grievances committee). Комитет по аудиту должен состоять как минимум на две трети из независимых директоров, один из которых должен быть экспертом в области финансов и аудита. Положение также содержит ряд требований по раскрытию информации о практике корпоративного управления в компании, включая информацию о размере вознаграждения неисполнительных директоров.

Параллельно с инициативами биржевых регуляторов Министерство финансов выпустило рекомендации по организации и регулированию аудиторского процесса (отчет комитета Нареша Чандры), во многом перекликающиеся с законом Сарбейнса—Оксли 2002 года в США. Однако в настоящее время этот документ имеет рекомендательный статус.

В целом политика регулирования практики корпоративного управления в Индии гармонично дополняет нормы законодательства и предъявляет наиболее жесткие требования в области состава органов управления среди аналогичных норм в странах четверки БРИК, распространяясь при этом на все 4895 публичных компаний.

РОССИЯ МЕДЛЕННЕЕ ДРУГИХ СТРАН ДВИЖЕТСЯ К ПЕРЕХОДУ НА МСФО, ПРИ ТОМ ЧТО РОССИЙСКИЕ СТАНДАРТЫ ОТЧЕТНОСТИ В НАИМЕНЬШЕЙ СТЕПЕНИ ОТВЕЧАЮТ ИНТЕРЕСАМ ИНВЕСТОРОВ

Кодекс корпоративного поведения для публичных компаний, выпущенный комиссией по ценным бумагам и биржам Китая, вводит важную норму об обязательном использовании процедур кумулятивного голосования для публичных компаний, в которых крупнейший акционер владеет более 30% капитала. Кодекс также предусматривает ряд норм в отношении прозрачности структуры собственности. Тем не менее все положения кодекса в отношении состава совета директоров, наличия и состава комитетов носят рекомендательный характер. Кодекс не содержит предписаний или рекомендаций снизить порог участия, позволяющий миноритарным акционерам номинировать кандидатов в совет директоров, он также не содержит рекомендаций в отношении предоставления отчетности по МСФО. Все эти обстоятельства снижают практическую значимость кодекса и рыночного регулирования корпоративного управления в целом.

КОМПОНЕНТ 4. ИНФОРМАЦИОННАЯ ИНФРАСТРУКТУРА

Информационная инфраструктура российских компаний представляется наименее эффективной в рамках четверки БРИК. Россия медленнее других стран движется к переходу на МСФО, при том что российские стандарты отчетности в наименьшей степени отвечают интересам инвесторов. Китай перешел на весьма близкие к МСФО стандарты отчетности с 2007 года, в Бразилии и Индии используются отличные от МСФО, но в целом адекватно отражающие экономическую деятельность системы учета, при этом существуют планы по переходу на МСФО в 2010 и 2011 годах соответственно.

Прозрачность российских публичных компаний опирается главным образом на требования по раскрытию информации, предъявляемые биржами (в том числе и к эмитентам долговых инструментов). Требования по предоставлению отчетности по МСФО или ОПБУ США распространяются только на те 22 компании, чьи акции включены в котировальные листы «А» российских бирж. Требования по раскрытию информации, предъявляемые ко всем российским эмитентам, определяются обязательной отчетностью ФСФР, составляемой в установленном формате (к банкам предъявляются дополнительные требования со стороны Банка России), при этом наиболее важным документом обязательной отчетности является ежеквартальный отчет эмитента. К существенным недостаткам обязательной отчетности относится принцип юридического владения, а не фактического контроля, ограничивающий качество информации о структуре собственности и сделках с заинтересованностью, а также использование российских стандартов бухгалтерского учета (РСБУ) для отражения экономических показателей эмитента.

РСБУ не предполагают консолидации и существенно отличаются от МСФО по ряду принципов учета. Помимо этого, бухгалтерская отчетность по РСБУ является основой для налогообложения, что создает у менеджмента стимулы к систематическому занижению финансовых показателей. Финансируемый программой Европейского союза TACIS проект по совершенствованию стандартов бухгалтерской отчетности в России предполагает постепенное приближение РСБУ к МСФО и параллельное введение обязательства по предоставлению отчетности по МСФО для поэтапно расширяющегося круга компаний, согласно критериям публичности и размера активов. Однако существенных изменений в РСБУ и распространения МСФО до 2011–2012 годов не ожидается.

Большинство крупных публичных компаний привлекают основные международные аудиторские фирмы для аудита отчетности по МСФО/ОПБУ США, что обеспечивает до-



КОМПАНИИ БРАЗИЛИИ ОБЯЗАНЫ РАСКРЫВАТЬ ДАННЫЕ О СОБЛЮДЕНИИ «ПРИНЦИПОВ ЛУЧШЕЙ ПРАКТИКИ», НО НЕ ОБЯЗАНЫ ИМ СЛЕДОВАТЬ

статочно высокое качество аудита. Тем не менее из-за дефицита профильных специалистов в компаниях и в отсутствие соответствующих ограничений со стороны законодательства и регулирующих органов многие крупные компании привлекают внешних аудиторов для оказания консалтинговых услуг по подготовке отчетности по МСФО или ОПБУ США, вплоть до фактического делегирования аудиторского процесса перекладки. Значительный объем консалтинговых услуг, как правило, не раскрываемых, отрицательно сказывается на независимости аудитора, особенно в той ситуации, когда аудитор имеет договорные отношения одновременно с несколькими дочерними компаниями холдинга.

В Бразилии обязательство предоставлять отчетность по МСФО/ОПБУ США распространяется на 97 компаний, включенных в котировальный лист Novo Mercado на BOVESPA. До 2010 года, когда все крупные компании должны будут перейти на МСФО, бразильские компании, не подпадающие под требования листинга на Novo Mercado и зарубежных бирж, будут обязаны отчитываться по бразильским стандартам, близким к ОПБУ США и в целом адекватно характеризующим экономическую деятельность компаний. Обязательная отчетность доступна на веб-сайтах регулирующих органов и BOVESPA. Наиболее серьезным недостатком является отсутствие в отчетности по бразильским стандартам обязательного отчета о движении капитала и сегментной отчетности.

Как и бразильские стандарты учета, индийские стандарты бухгалтерской отчетности отличаются от МСФО, однако не столь существенно, как РСБУ. Тяготее к ОПБУ США, индийские стандарты представляют в целом адекватную характеристику экономической деятельности компаний. Процесс адаптации индийских стандартов к МСФО фактически начался в 2000 году, когда основной регулирующий орган — Совет по стандартам учета (Accounting Standards Board) при Институте сертифицированных аудиторов (Institute of Chartered Accountants of India, ICAI) — регламентировал введение 12 стандартов, приблизившим индийскую отчетность к МСФО. Тем не менее сохраняющиеся различия достаточно существенны и в ряде случаев не могут быть устранены без внесения изменений в законодательство: напри-

мер, индийский закон о компаниях определяет понятие контроля как владение большинством акций или большинством голосов в совете. Определение, приведенное в IAS 27, предполагает более широкую трактовку контроля.

Согласно выпущенному в октябре 2007 года циркуляру ICAI, полный переход на МСФО предполагается завершить к 1 апреля 2011 года. Так, полное соответствие с МСФО будет регламентировано в отношении «компаний, представляющих общественный интерес», то есть эмитентов ценных бумаг, находящихся в свободном обращении, крупных компаний и финансовых организаций. К остальным компаниям будут применяться соответствующие международные стандарты для малых и средних предприятий.

Большинство крупных публичных индийских компаний привлекают международные аудиторские компании для аудита финансовой отчетности (многие также ведут либо параллельный учет по МСФО/ОПБУ США, либо представляют трансформацию данных отчетности на эти стандарты). Остальные компании привлекают индийские аудиторские фирмы, которые в большей степени подвержены рискам зависимости от крупного клиента. Независимость аудиторского процесса достаточно эффективно регламентируется кодексом Нареша Чандры, однако статус этого документа остается рекомендательным.

Благодаря активной политике правительства и регулирующих органов Китая прозрачность публичных китайских компаний проделала огромный путь за последние десять лет и в значительной степени сблизилась со стандартами, принятыми в развитых экономиках. Наиболее существенную роль сыграло совершенствование национальных стандартов отчетности, прошедшее несколько этапов и закончившееся принятием стандартов отчетности для коммерческих предприятий (Accounting Standards for Business Enterprises, ASBE) с января 2007 года. Новые стандарты формировались при участии международных организаций и консультантов, что позволило достичь стандартов, весьма близких к МСФО (China's New Accounting Standards: A Comparison with Current PRC GAAP and IFRS. Deloitte. August, 2006).

Сохраняющиеся отличия носят в целом второстепенный характер и относятся к области учета сделок с заинтересованностью в госкомпаниях, оценки основных средств, аренды земельных участков и т. п. Признавая прогресс национальных стандартов отчетности в Китае, отдельные эксперты отмечают существенные риски внедрения, связанные с масштабом изменений, произошедших в краткие сроки. Способность китайских компании оперативно перестроить системы отчетности, обучить сотрудников и освоить логику принятия решений об оптимальном методе учета в тех случаях, когда стандарты предоставляют выбор, будет в значительной степени определять качество и надежность отчетности, особенно в первые несколько лет с внедрения новых стандартов (PRC Accounting Standards Convergence Commentary — «Best or Worst of Times?»). PricewaterhouseCoopers. Beijing, 16 February 2006). Недостатком же с точки зрения регулирования аудиторского процесса является отсутствие требований к наличию органов независимого надзора над аудиторским процессом, ограничений на оказание неаудиторских услуг и обязательств по раскрытию стоимости услуг аудитора. ■

Олег Швырков — заместитель директора, служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's;
Елена Пастухова — аналитик, служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's

ОСОБЕННОСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ В КОРПОРАТИВНЫЙ КАПИТАЛ В КОМПАНИЯХ СТРАН БРИК				
	РОССИЯ	БРАЗИЛИЯ	ИНДИЯ	КИТАЙ
МАКСИМАЛЬНАЯ ДОЛЯ В КАПИТАЛЕ АКЦИЙ С ОСОБЫМ ПРАВОМ ГОЛОСА И НЕФИКСИРОВАННЫМ ДИВИДЕНДОМ	25% (НЕГОЛОСУЮЩИЕ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ АКЦИИ)	50%; 67% ДЛЯ КОМПАНИЙ, РАЗМЕСТИВШИХ АКЦИИ ДО 2001 ГОДА (НЕГОЛОСУЮЩИЕ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ АКЦИИ)	25% (ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ С РАСШИРЕННЫМ ИЛИ УСЕЧЕННЫМ ПРАВОМ ГОЛОСА)	0%
КУМУЛЯТИВНОЕ ГОЛОСОВАНИЕ ПРИ ИЗБРАНИИ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ	ЯВЛЯЕТСЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫМ	ПРИЗНАЕТСЯ. ПРИМЕНЯЕТСЯ В БОЛЬШИНСТВЕ КОМПАНИЙ	НЕ ПРИЗНАЕТСЯ. ИСПОЛЬЗУЕТСЯ МАЖОРИТАРНОЕ	ПРИЗНАЕТСЯ
МИНИМАЛЬНЫЙ ПОРОГ ВЛАДЕНИЯ, ПОЗВОЛЯЮЩИЙ НОМИНИРОВАТЬ КАНДИДАТОВ В СОВЕТ ДИРЕКТОРОВ	2%	10% (МИНОРИТАРНЫЕ И ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ АКЦИОНЕРЫ ИМЕЮТ ПРАВО НАЗНАЧИТЬ ПО ОДНОМУ ДИРЕКТОРУ	НОМИНИРОВАТЬСЯ МОЖЕТ ЛЮБОЙ ЖЕЛАЮЩИЙ. МЕЛКИЕ АКЦИОНЕРЫ СОВМЕСТНО НАЗНАЧАЮТ ОДНОГО ДИРЕКТОРА	10%
ПРЕИМУЩЕСТВЕННОЕ ПРАВО ВЫКУПА ДОПМИССИИ	ДА	ДА, ОДНАКО УСТАВОМ МОГУТ БЫТЬ ПРЕДУСМОТРЕНЫ ИСКЛЮЧЕНИЯ	ДА	ДА
ТРЕБОВАНИЯ ПО СОЗДАНИЮ АУДИТОРСКОГО ИЛИ РЕВИЗИОННОГО ОРГАНА	РЕВИЗИОННАЯ КОМИССИЯ, ИЗБИРАЕМАЯ МАЖОРИТАРНЫМ ГОЛОСОВАНИЕМ. НЕ МОЖЕТ ВКЛЮЧАТЬ ЧЛЕНОВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ КОМПАНИИ	РЕВИЗИОННАЯ КОМИССИЯ (CONSEJO FISCAL). СОЗДАЕТСЯ ПО ИНИЦИАТИВЕ АКЦИОНЕРОВ. МОЖЕТ ВКЛЮЧАТЬ ЧЛЕНОВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ	КОМИТЕТ ПО АУДИТУ, ИЗБИРАЕМЫЙ СОВЕТОМ ДИРЕКТОРОВ. НЕ МЕНЕЕ ДВУХ ТРЕТЕЙ ЕГО ЧЛЕНОВ ДОЛЖНЫ БЫТЬ НЕИСПОЛНИТЕЛЬНЫМИ ДИРЕКТОРАМИ	НЕТ
МАКСИМАЛЬНОЕ КОЛИЧЕСТВО ИСПОЛНИТЕЛЬНЫХ ДИРЕКТОРОВ В СОВЕТЕ	НЕ БОЛЕЕ 25% (УЧИТЫВАЮТСЯ ТОЛЬКО ЧЛЕНЫ ПРАВЛЕНИЯ)	НЕТ	НЕ БОЛЕЕ ОДНОЙ ТРЕТИ СОСТАВА	ДВЕ ТРЕТИ СОСТАВА
МАКСИМАЛЬНЫЙ СРОК ПОЛНОМОЧИЙ ДИРЕКТОРА	1 ГОД	3 ГОДА	5 ЛЕТ ДЛЯ ИСПОЛНИТЕЛЬНЫХ, 3 ГОДА ДЛЯ НЕИСПОЛНИТЕЛЬНЫХ ДИРЕКТОРОВ	3 ГОДА



КОНКУРЕНТЫ

КОРПОРАТИВНЫЙ ПРОЦЕСС ПОШЕЛ

ПО ЗАКАЗУ НАЦИОНАЛЬНОГО СОВЕТА ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ НЕЗАВИСИМЫЙ ФОНД «ЦЕНТР ПОЛИТИЧЕСКИХ ТЕХНОЛОГИЙ» ПРОВЕЛ ИССЛЕДОВАНИЕ НА ТЕМУ «КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ: ОПЫТ И ПЕРСПЕКТИВЫ», ДАННЫЕ КОТОРОГО СТАЛИ ДОСТУПНЫ В ДЕКАБРЕ 2007 ГОДА. РЕЗУЛЬТАТЫ БАЗИРУЮТСЯ НА ДАННЫХ ОПРОСА 50 ЭКСПЕРТОВ, ПРОВЕДЕННОГО В 2007 ГОДУ С ПРЕДСТАВИТЕЛЯМИ ДЕЛОВОГО СООБЩЕСТВА, АССОЦИАЦИЙ И ФОНДОВЫХ БИРЖ, ПРЕДСТАВИТЕЛЯМИ ОРГАНОВ ЗАКОНОДАТЕЛЬНОЙ И ИСПОЛНИТЕЛЬНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ВЛАСТИ.

ОБЩАЯ ОЦЕНКА СИТУАЦИИ По сравнению с ситуацией 1990-х или даже начала 2000-х годов в развитии российского корпоративного управления наблюдается явный прогресс. Отмечаются позитивные изменения по многим направлениям: улучшение законодательства, повышение прозрачности компаний, введение ими внешне-го аудита, переход на международные стандарты финансовой отчетности, изменение роли советов директоров с приглашением в их состав независимых директоров, улучшение защиты прав миноритариев и уточнение прав мажоритарных акционеров и многое другое. Произошла *первичная институционализация* корпоративного управления и в бизнес-сообществе, и на государственном уровне. Процесс идет хотя и медленно (по российским меркам), но при этом поступательно и фронтально, регресса в последние годы ни по каким сколь-либо существенным направлениям не отмечает никто.

Но если сравнивать с международными стандартами, ситуация еще крайне далека от идеальной. По-настоящему *серьезные сдвиги ограничены*, они касаются сравнительно небольшого числа публичных компаний; нововведения в ряде случаев имеют формальный характер, не поддерживаясь пока реальными изменениями в механизмах управления; практики правоприменения сильно отстают от буквы закона; степень прозрачности большинства компаний оставляет желать лучшего. Добавим, что если в части отношений с инвестиционным сообществом наблюдается более явный прогресс, то в части перестройки отношений основных акционеров с менеджментом, прежде всего в отделении собственности от управления, сдвиги куда более скромные.

МОТИВЫ ИЗМЕНЕНИЙ К изменениям в сфере корпоративного управления ведущие российские компании подталкивает прежде всего потребность в дополнительных финансовых ресурсах, оценке и наращивании стоимости компании. Они происходят параллельно с развитием российского фондового рынка. Сегодня экспертами отмечается его относительная слабость, зависимость от международных финансовых рынков и сильная спекулятивная составляющая. Но он быстро растет, чему способствует возникшая «мода на IPO», которая, в свою очередь, напрямую связана с необходимостью вводить современные стандарты корпоративного управления.

Но основополагающая причина растущего интереса к корпоративному управлению кроется в более широком процессе встраивания ведущих российских компаний в международное деловое сообщество: с одной стороны, в качестве объектов для инвестиций на международных финансовых рынках, с другой стороны, как стратегических инвесторов, которые все чаще приобретают активы за рубежом.

Именно с этой целью первоначально вводится формальная атрибутика корпоративного управления, предназначенная для внешних инвесторов, привыкших к опреде-

ленным стандартам. А затем, чтобы поддерживать доверие инвесторов, приходится производить и более глубокие содержательные изменения в системе управления.

КОРПОРАТИВНОЕ ПРАВО И ПРАКТИКИ ПРАВОПРИМЕНЕНИЯ С начала нового столетия российское законодательство в области корпоративного права значительно улучшилось. Работа над ним продолжается в соответствии с принятой правительством России концепцией развития корпоративного законодательства на период до 2008 года. Но хотя в этом отношении еще немало предстоит сделать, разработка и принятие новых законов (и поправок к этим законам) в российских условиях уже не является наиболее принципиальным моментом. Таким моментом выступает совершенствование практик правоприменения. Дело в том, что российские хозяйственные агенты рассматривают законы не как безусловные предписания, обязательные для соблюдения, а как правила, подвергаемые частичной деформализации, а нередко и как инструмент для прямой реализации частных интересов. В этих условиях реализация самых прогрессивных законов может не соответствовать их содержательному замыслу, не защищая интересов тех, на кого должно быть направлено их действие. В качестве примера отмечается, что законодательные нормы в отношении миноритариев в России вполне достаточны, но их права все равно продолжают ущемляться.

Особо болезненной проблемой, по мнению большинства экспертов, является практика работы судов — и в части отсутствия единой практики правоприменения, и в результате низкой эффективности исполнения решений, и, конечно, в силу коррупции и подверженности влиянию «телефонного права». Эксперты также обращают внимание на необходимость развития практики досудебного урегулирования споров с опорой на прецедентные случаи. Немало говорится и о внесудебном разрешении внутрикорпоративных и межкупоративных конфликтов через третейские суды, хотя к перспективам такого рода институтов отношение довольно скептическое.

Подчеркивается позитивное значение принятого в 2002 году Федеральной комиссией по ценным бумагам весьма обширного и детального кодекса корпоративного поведения, который сегодня находится в процессе доработки и призван послужить общим ориентиром для выработки более развитых и специфичных внутрикорпоративных нормативных документов.

ИНФОРМАЦИОННАЯ ОТКРЫТОСТЬ Транспарентность и информационная открытость компаний — важнейший элемент корпоративного управления. В этом отношении в 2000-е годы наблюдаются явные позитивные сдвиги. Тем не менее прогресс в данном случае относительно скромнен. А некоторые эксперты считают, что он в последние годы даже за-

медлился. И если публикация основных финансовых показателей деятельности распространена достаточно широко, то, например, с раскрытием реальных собственников дела обстоят намного хуже.

Информационная открытость требует значительных трансакционных издержек. Но главная проблема заключается не в них. Многие по-прежнему считают, что повышение прозрачности создает дополнительные риски по снижению конкурентоспособности и общей безопасности бизнеса. К причинам сохранения невысокого уровня открытости относятся: решение деликатных проблем налоговой оптимизации; боязнь недружественных поглощений; значительные политические риски, возросшие с началом «борьбы с олигархическим капиталом»; отсутствие соответствующей корпоративной культуры.

В целом можно сказать, что, как правило, требования информационной прозрачности соблюдаются по минимуму и делается это довольно формально — в соответствии с буквой закона. При этом открытость понимают предельно узко и инструментально — как открытость перед лицом инвесторов и акционеров, а не общества в целом.

ЗАЩИТА ПРАВ СОБСТВЕННОСТИ Состояние корпоративного управления во многом зависит от того, в какой мере защищены права собственников. Известно, что собственность российских компаний характеризуется в настоящее время высоким уровнем концентрации. Более того, указывается на тенденцию к дальнейшему ее укрупнению. Учащающийся выход крупных компаний на IPO не меняет ситуации кардинальным образом. Ибо владельцы готовы расстаться лишь с небольшой частью активов, но совершенно не готовы поступиться своим контролем над предприятиями (в противном случае они продают бизнес стратегическому инвестору). Децентрализация собственности имеет, таким образом, периферийный характер и служит инструментом для повышения стоимости компании в интересах основного акционера, а также рассматривается как инструмент защиты от недружественных поглощений и передела собственности государством.

Несмотря на развернувшуюся борьбу, сохраняются практики рейдерства, в том числе и с использованием полузаконных методов, хотя масштабы его снизились. Это связано с несколькими обстоятельствами. Во-первых, многие привлекательные куски собственности уже переделены. Во-вторых, компании научились лучше защищаться против агрессоров, появились специальные агентства, которые предлагают услуги по такой защите. В-третьих, предприняты дальнейшие усилия по совершенствованию законодательства.

В итоге в деле захвата собственности в 2000-е годы силовые методы уступили свое место юридическим манипуляциям. Это связано в том числе со снижением по сравнению с 1990-ми годами роли криминальных группировок. Но если криминальные действия, связанные с применением

ем физического насилия, совершаются сегодня намного реже, криминал, связанный с коррупцией, напротив, не только никуда не исчез, но, по свидетельствам экспертов, заметно вырос.

Одна из распространенных болезней российского корпоративного управления, которая порождает и, по всей видимости, будет порождать корпоративные конфликты, связана с деятельностью инсайдеров — лиц, имеющих доступ к конфиденциальной информации, обнародование которой способно повлиять на стоимость акций компании на фондовом рынке. Все эксперты сетуют на отсутствие ответственного российского законодательства и фактически незащищенность от недобросовестных действий инсайдеров, которые сегодня не несут за них никакой ответственности.

В целом уровень защиты собственности повышается, но происходит это довольно медленно. Фундаментальная проблема, на наш взгляд, заключается в том, что крупная собственность в России так и не обрела полной легитимности — ни с точки зрения государства, которое способно спустя много лет пересмотреть результаты приватизации, ни с точки зрения общественного мнения, которое по-прежнему расценивает крупную собственность как результат разворовывания общенародного достояния.

ЗАЩИТА ПРАВ МИНОРИТАРИЕВ Одним из ключевых элементов корпоративного управления и индикаторов его относительной зрелости является соблюдение прав миноритариев. В предшествующие периоды права мелких и средних акционеров систематически нарушались. В результате использования теневых и полутеневых схем размывалась собственность, информирование акционеров носило формальный характер, не всегда было оперативным и полным, а право на продажу акций сдерживалось их низкой или нулевой ликвидностью, поскольку акции не котировались на фондовом рынке. Таким образом, принципиальное право мелкого собственника, связанное с возможностью «проголосовать ногами», отсутствовало. Дивиденды в большинстве компаний не выплачивались вовсе, а косвенное представительство миноритариев в руководящих органах было в лучшем случае номинальным.

На первых порах российское законодательство дискриминировало миноритариев. Но в 2000-е годы ситуация изменилась, и законодательные нормы были в существенной мере повернуты в сторону миноритарных акционеров. Причем наряду с несомненно позитивными моментами это привело и к ряду злоупотреблений предоставленными правами. И большинство экспертов отмечают, что эффективного баланса между правами мажоритарных и миноритарных акционеров пока достичь не удалось.

В качестве ключевого направления в данном отношении сейчас видится не столько наращивание прав миноритарных акционеров, сколько увеличение числа портфельных

инвесторов (что достигается вместе с ростом фондового рынка) и повышение уровня грамотности и экономической культуры мелких акционеров, который пока не слишком высок. Отмечается растущая роль таких формальных институтов, как собрание акционеров и совет директоров, но при этом делается заключение, что для действительного соблюдения прав всех акционеров должна сформироваться реальная заинтересованность в этом у доминирующего собственника, который перестанет рассматривать остальных собственников как досадное обременение.

По поводу частоты корпоративных конфликтов мнения экспертов разделились примерно поровну. Одна половина считает, что число конфликтов снижается и чуть ли не сходит на нет, другая, — наоборот, что число корпоративных конфликтов возрастает. При этом выражается надежда, что в будущем эти конфликты в меньшей степени будут связаны со злоупотреблениями и попытками вывода активов, а в большей степени — с проблемами ответственности за принятие недостаточно эффективных решений.

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА Отношение к миноритарным акционерам во многом проявляется через проводимую дивидендную политику. В 1990-е годы вопрос о выплате дивидендов фактически не стоял. В настоящее время все больше компаний выплачивают дивиденды. Наблюдается также тенденция к росту объема этих выплат. Хотя российские компании в большей степени нацелены на рост капитализации, и сегодня большинство экспертов не прогнозируют заметного увеличения доли прибыли, направляемой на дивиденды.

Несмотря на то, что дружественная дивидендная политика считается желательной для повышения лояльности всех собственников, отказ компании от выплаты дивидендов на определенном этапе рассматривается как совершенно нормальное явление, особенно если речь идет о периодах роста рынка. По крайней мере законодательное регулирование данного вопроса считается неуместным. Хотя при этом многие эксперты благожелательно относятся к фиксации минимального уровня дивидендных выплат, они считают это индивидуальным делом самих компаний. Главный вопрос видится в ином: необходима прозрачность и долгосрочность дивидендной политики эмитента.

СОВЕТЫ ДИРЕКТОРОВ В настоящий период серьезно повышается реальная роль советов директоров, которые призваны обеспечивать необходимое взаимодействие между собственниками и менеджерами, разрешать возникающие между ними противоречия. Первоначально советы директоров создавались потому, что так предписано законом об акционерных обществах. Но затем их деятельность становилась все менее формальной, из номинального органа они превращаются в орган, принимающий стратегические решения. Все активнее работают создаваемые при них комитеты.

Заметно увеличивается в советах директоров крупнейших российских компаний представительство независимых директоров, которые не принадлежат ни к числу собственников, ни к числу менеджеров. В первую очередь независимые директора приглашаются из статусных сообществ (то есть приглашают тех, кому будут доверять инвесторы), во вторую — для интеллектуальной подпитки. Особую роль среди независимых директоров играют иностранцы. Сформировалось мнение, что они, с одной стороны, обладают международным опытом, которого недостает большинству российских специалистов, а с другой стороны, максимально независимы.

По поводу того, какова степень реальной независимости независимых директоров от менеджмента, мнения заметно расходятся. И главный вывод в этом отношении таков: все зависит преимущественно от личных качеств кандидата. В целом считается, что законодательство уже пре-

доставляет директорам достаточно прав, вопрос в том, чтобы их реализовывать. На повестке же сегодняшнего дня стоит вопрос о законодательном закреплении ответственности директоров за принятые решения и понесенные компанией убытки, которая побудит их в том числе к повышению собственной активности.

Формы вознаграждения, выплачиваемого членам советов директоров (если оно вообще выплачивается), бывают разными и зависят от компании, здесь никакой четкой закономерности не выявлено. Но отмечается перспективная тенденция к переходу от фиксированных вознаграждений к более гибким системам их мотивации, когда это вознаграждение ставится в зависимость от результатов работы компании.

Наконец, по мнению многих экспертов, пока советы директоров перегружены управленческими функциями, в то время как их основной функцией должен быть контроль над действиями менеджеров. Речь идет о том, чтобы оставить в ведении советов директоров только вопросы стратегического порядка и всячески освобождать их от рутины оперативного управления.

ДЕЛЕГИРОВАНИЕ ПОЛНОМОЧИЙ МЕНЕДЖМЕНТУ Растущие масштабы и сложность бизнеса, постепенное физическое старение отцов-основателей и появление на рынке труда высококвалифицированных специалистов, в том числе с западными дипломами, подталкивает собственников к делегированию своих полномочий топ-менеджерам. Тем не менее, по наблюдению большинства экспертов, процесс делегирования полномочий наемному менеджменту идет не только медленно, но и весьма болезненно. Первая причина связана с боязнью того, что это приведет к утрате контроля и откровенному воровству. Вторая причина заключается в том, что управление в фирме в течение многих лет было «заточено» под конкретного человека, на которого завязано большинство контактов и договоренностей. И, наконец, третья причина связана с высокой степенью личной идентификации владельцев с созданным ими делом, то есть с факторами психологического порядка. Так что даже при делегировании существенной части полномочий собственники, как правило, не отказываются от достаточно плотного контроля над менеджерами. И при наличии доминирующего собственника самостоятельность топ-менеджеров сильно ограничена, а их зависимость от собственника остается высокой. Передаче полномочий должны способствовать в том числе недостаточно отработанные пока механизмы внутреннего контроля, опирающегося на деятельность ревизионных комиссий, специальных комитетов при советах директоров, корпоративных секретарей, практику независимого внешнего аудита.

Важно и то, как ведет себя сам собственник — опирается ли он на привычное «телефонное право», диктуя топ-менеджеру свои распоряжения и оставаясь при этом в тени, или прибегает к более прозрачным практикам корпоративного управления. К сожалению, традиции «телефонного права» в России по-прежнему очень сильны.

По существу главной проблемной точкой в отношениях владельцев и менеджеров является не недостаток квалификации, а дефицит доверия. Именно поэтому подбор менеджеров чаще всего производится «среди своих»; а топ-менеджеры и собственники по-прежнему интегрированы в одну команду. Этот командный (или «партнерский») принцип организации бизнеса, компенсируя недостаток доверия, в свою очередь, порождает новые проблемы, препятствуя эффективному перераспределению полномочий в пользу менеджеров среднего звена.

Для российских компаний характерен авторитарный стиль управления — в этом отношении особых изменений по сравнению с советским временем не произошло. Авторитаризм в одних случаях может принимать патерналист-

скую форму, когда руководитель, обладая харизматическими чертами, выступает в роли хозяина и строит отношения с подчиненными по подобию семейных принципов, придавая большое значение неформальным связям. В других случаях управление более бюрократично, опирается на тщательно прописанные процедуры и регламенты, более или менее четкое распределение функциональных обязанностей. Но в любом случае авторитаризм как фундаментальная характеристика стиля управления чаще всего сохраняется. И коллегиальные формы управления, по мнению опрошенных экспертов, развиваются слабо, если вообще имеют место.

РОЛЬ ГОСУДАРСТВА Все эксперты без малейшего исключения отмечают, что роль государства в российской экономике сегодня возрастает, хотя, похоже, это никого не радует. Дело в том, что в решении проблем консолидации собственности и обеспечения национальной конкурентоспособности российское государство пошло наиболее простым для себя путем — прямой национализацией. Большинство экспертов считают, что краткосрочный выигрыш от такого решения обернется будущими потерями. Все убеждены, что государство не является самым эффективным собственником, а многие открыто сомневаются в его эффективности в принципе. Отмечается также сильная перегруженность государства этой собственностью, частое присутствие в качестве миноритария в излишнем числе компаний.

Присутствие государственных представителей в советах крупных компаний еще более весомо, нежели доля государства в акционерном капитале. Признается, что их появление первоначально подталкивает процессы внедрения корпоративного управления. Но их практическое участие, как правило, оценивается негативно. Проблема в том, что государственные чиновники, делегируемые в советы директоров, голосуют по директивам, что, во-первых, означает их несамостоятельность, во-вторых, часто затягивает принятие решений, поскольку указанные директивы нуждаются в согласованиях, и, в-третьих, снижает реальную роль советов директоров. Кроме того, государственные представители совмещают разные должности и в силу этого не могут уделять вопросам корпоративного управления в отдельной компании достаточное количество времени. Одним из предложений в этой связи является создание института профессиональных представителей государства, занимающихся корпоративным управлением в течение длительного времени и получающих за это целевое вознаграждение.

В то же время многие государственные представители успешно работают как лоббисты компании. И отмечается, что в отношении государственных компаний или компаний с государственным участием бюджетные ограничения отнюдь не ужесточились. Но эта деятельность по мобилизации административного ресурса не связана непосредственно с процессами корпоративного управления и прекрасно существовала до его появления.

В ПОИСКАХ НАЦИОНАЛЬНОЙ МОДЕЛИ

Сегодняшняя российская модель корпоративного управления не укладывается полностью ни в одну из известных классических моделей. Ее специфика обусловлена историей возникновения российских корпораций в результате массовой приватизации и последующего перераспределения собственности, которое привело к высокому уровню ее концентрации и низкому уровню отделения собственности от управления.

В этом отношении российская модель весьма далека от англосаксонской модели с распыленной собственностью и хорошо отстроенными механизмами взаимодействия акционеров и менеджмента. Хотя первоначально российское корпоративное законодательство (напри-

мер, закон об акционерных обществах) создавалось по образу и подобию англосаксонской модели.

Повышенная роль государства и тесные отношения крупных корпораций с органами государственной власти порождают некоторые сходства с азиатской моделью. В то же время в России нет столь тесного перекрестного владения акциями крупных корпораций, как, например, в Японии, а существующие холдинговые связи между компаниями часто имеют скрытый характер. Далека российская действительность и от патерналистской японской модели в построении трудовых отношений.

Многим кажется, что российские практики ближе всего к модели континентальной Европы (например, Германии). Отмечается, что в 2000-е годы, примеряясь к российской практике, законодательство корректируется в направлении континентальной модели, где нередко стратегические инвесторы имеют крупные блокирующие пакеты акций. Но, впрочем, среди этих инвесторов, владеющих акциями крупных предприятий, в России куда менее явно просматриваются банковские структуры. А главное, следует признать, что в отношении учета интересов широкого круга стейкхолдеров (работников, потребителей, местного сообщества) успехи в России пока намного более скромные.

Несомненно, в российской практике и далее будут заимствоваться элементы из разных моделей. Но при этом большинство экспертов сегодня признает, что Россия скорее всего сохранит свое своеобразие. Хотя все же в большей степени она будет эволюционировать в направлении континентальной (стейкхолдерской) модели корпоративного управления, для которой характерны попытки сложного балансирования позиций самых разных заинтересованных групп. Таким образом, речь пойдет о создании механизмов реального обеспечения интересов куда более широкого, нежели сегодня, круга стейкхолдеров и достижении на этой основе множественных компромиссов.

ДАЛЬНЕЙШИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ РЕФОРМЫ Существует два принципиальных способа выращивания новых хозяйственных институтов. При первом способе новые правила вырастают из повседневных неформальных практик, а затем формально закрепляются в законах и кодексах. Этот способ можно назвать облагораживанием неформальных институтов — по образу и подобию облагораживания дикорастущих растений и выращивания на их основе более приемлемых домашних видов.

Другой способ прямо противоположен. Он начинается с введения «сверху» новых формальных правил, после чего следует работа по их укоренению и вращанию в повседневные практики. Этот способ уместно назвать культивированием формальных правил. Это означает, что новая модель «цивилизованных» отношений импортируется и переносится на другую местную почву, а затем предпринимаются усилия по ее встраиванию в ранее сложившуюся систему институтов.

Выращивание институтов может осуществляться обоими способами. Но в случае с развитием российского корпоративного управления мы имеем в явном виде вариант культивирования новых формальных правил. Это означает, что первоначально новые формы вводятся номинально (например, независимые директора, которые на деле не обладают реальной независимостью). А затем постепенно эти формы начинают под воздействием других участников рынка и государственных регуляторов наполняться реальным содержанием. Со временем будет укрепляться понимание того, что высокие стандарты корпоративного управления нужны не только для инвесторов или регулятора, но и для самих себя, или как выразился один из руководителей крупной компании: «Корпоративное управление — зрение и слух собственника». ■

СО ВРЕМЕНЕМ БУДЕТ УКРЕПЛЯТЬСЯ ПОНИМАНИЕ ТОГО, ЧТО ВЫСОКИЕ СТАНДАРТЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НУЖНЫ НЕ ТОЛЬКО ДЛЯ ИНВЕСТИРОВ ИЛИ РЕГУЛЯТОРА, НО И ДЛЯ САМИХ СЕБЯ



ВЛАСТЬ ПО ПРИГЛАШЕНИЮ

ВОПРОС О РЕАЛЬНОМ СТАТУСЕ НЕЗАВИСИМЫХ ДИРЕКТОРОВ В КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ СТАНОВИТСЯ ВСЕ МЕНЕЕ ТЕОРЕТИЧЕСКИМ С РОСТОМ ЧИСЛА КОМПАНИЙ, ПРОХОДЯЩИХ ЛИСТИНГ НА МЕЖДУНАРОДНЫХ ПЛОЩАДКАХ. НЕЗАВИСИМЫЙ ДИРЕКТОР В СОВЕТЕ ДИРЕКТОРОВ ЛУКОЙЛА РИЧАРД МАТЦКЕ УТВЕРЖДАЕТ, ЧТО ИНСТИТУТ НЕЗАВИСИМЫХ ДИРЕКТОРОВ РОССИИ УЖЕ НЕ МОЖЕТ РАССМАТРИВАТЬСЯ КАК ПРОСТОЕ ИСПОЛНЕНИЕ ФОРМАЛЬНЫХ ТРЕБОВАНИЙ: ДЛЯ НИХ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ ДАВНО УЖЕ ЕСТЬ СОДЕРЖАТЕЛЬНАЯ РАБОТА И РЕАЛЬНАЯ ВЛАСТЬ.



РИЧАРД МАТЦКЕ,
ЧЛЕН СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
ОАО «ЛУКОЙЛ»

НЕЗАВИСИМЫЕ ЛИ РОССИЙСКИЕ НЕЗАВИСИМЫЕ ДИРЕКТОРА?

Как показывает мировой опыт, инвесторы все большее внимание уделяют «качеству» управления компаниями и готовы инвестировать более охотно туда, где уровень раскрытия информации, взаимоотношений с акционерами, прозрачности и, безусловно, эффективности и действенности совета директоров отвечает лучшей мировой практике. Одним из необходимых и весьма востребованных факторов результативной работы совета директоров является его независимость или, иными словами, наличие в его составе независимых директоров. Данное положение является де-факто стандартом в западных странах, подобная тенденция присутствует и в России.

Главные вопросы, на которые необходимо ответить, говоря о независимых директорах, как иностранных (с точки зрения российского рынка), так и российских: «Что включается в понятие независимого директора и какие полномочия и функции владельцы компании готовы передать ему/ей на рассмотрение?» Конечно, при этом нельзя забывать, что существуют нормативные акты, предписывающие и предусматривающие процесс формирования совета директоров, его количественный состав, часть функций и полномочий, ряд иных положений.

Исходя из своего опыта, идею независимости директора считаю возможным сформулировать следующим образом: независимый директор — это лицо, которое не имеет финансовых или иных личных связей с компанией, включая ее владельцев или их аффилированных лиц. Вместе с тем, вероятно, необходимо привести некоторые критерии независимости директоров с учетом существующих в разных юрисдикциях подходов к признанию того или иного директора в качестве независимого.

Будучи российской компанией, имеющей первичный листинг своих ценных бумаг на ведущих российских торговых площадках — РТС и ММВБ, — ОАО «ЛУКОЙЛ» руководствуется кодексом корпоративного поведения, рекомендованным акционерным сообществам к применению распоряжением Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг РФ в апреле 2002 года. Данный документ носит рекомендательный характер, однако следует учитывать, что правила листинга для включения и поддержания акций эмитента в котировальных списках высшего уровня на этих биржах предполагают регулярную отчетность компаний о соблюдении норм корпоративного поведения, которые во многом идентичны положениям Кодекса корпоративного поведения. Для независимых директоров кодексом предусмат-

ривается ограничение на срок исполнения своих обязанностей, отсутствие аффилированности с обществом и его должностными лицами, определяются финансово-хозяйственные отношения, которые не позволяют директору считаться независимым, а также вводится ряд других ограничений. В соответствии с кодексом корпоративного поведения на сегодняшний день 6 из 11 членов совета директоров ОАО «ЛУКОЙЛ» могут считаться независимыми.

НЕЗАВИСИМЫЕ ДИРЕКТОРА В МИРОВОЙ КВАЛИФИКАЦИИ

Несмотря на наличие достаточно большого количества формально изложенных критериев независимости, часто бывает достаточно трудно однозначно толковать реальный статус того или иного директора или оценить применимость некоторых критериев к конкретному лицу. Но эта проблема в большей или меньшей степени присуща и многим другим странам.

Ни для кого не является секретом тот факт, что мировые стандарты в области корпоративного управления превосходят обязательные требования российского рынка, а в 2002 году, когда ЛУКОЙЛ получил полный вторичный листинг на Лондонской фондовой бирже, процесс формирования стандартов корпоративного управления в России находился в начальной стадии. Но совершенно очевидно, что после получения листинга на ЛФБ компания стала более прозрачной для инвесторов и акционеров, так как ЛУКОЙЛ стремился привести управленческие процессы в соответствие с лучшей международной практикой и сделать их максимально эффективными.

В том же 2002 году в состав совета директоров впервые вошел иностранный независимый директор, представляющий интересы миноритарных акционеров, — Марк Мобилус (годом ранее в состав совета директоров компании был избран первый российский независимый директор — Олег Кутафин). А в августе 2003 года были созданы комитеты совета директоров: комитет по стратегии и инвестициям, комитет по кадрам и вознаграждениям и комитет по аудиту.

Если рассматривать независимость совета директоров ОАО «ЛУКОЙЛ» с точки зрения критериев Общего кодекса корпоративного поведения, разработанного советом по финансовой отчетности Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии (Financial Reporting Council) — объединенный независимый регулятор, среди основных функций которого — повышение качества корпоративного управления в Соединенном Королевстве. Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии («Общий кодекс»), то на настоящий момент 4 из 11 директоров компании являются независимыми. Основными принципами Общего кодекса в отношении директоров компании являются: эффективность совета директоров, который несет коллективную ответственность за деятельность компании; четкое распределение обязанностей между председателем совета директоров

и президентом компании; количественный баланс между исполнительными и неисполнительными директорами.

В США принципы корпоративного управления носят более жесткий характер по сравнению с принципами корпоративного управления во многих других странах: более того, они закреплены законодательно — законом Сарбейнса—Оксли, принятым в 2002 году. Все компании, имеющие листинг на биржах США, обязаны выполнять требования данного законодательного акта. Если сравнивать особенности советов директоров в США и Великобритании, то можно отметить, что в американских компаниях в составе совета директоров преобладают неисполнительные директора, а должности председателя и президента зачастую совмещены (так называемое понятие star CEO). Комитет по назначениям в США абсолютно независим от руководства компании. Помимо этого, в США также более ярко выражена активность акционеров, особенно со стороны публичных пенсионных фондов, а также наблюдается более терпимое отношение к высокому уровню вознаграждений, выплачиваемых членам советов директоров.

Несмотря на некоторые национальные особенности в принципах корпоративного управления США и Великобритании, можно выделить следующие общие закономерности: тенденция к большому количеству неисполнительных директоров в составе совета директоров; высокие стандарты информационной прозрачности и открытости; четкое понимание обязанностей перед акционерами компании.

НЕЗАВИСИМОЕ БОЛЬШИНСТВО

По моему мнению, роль независимого директора в первую очередь обусловлена тем, насколько он или она сможет сочетать в своей работе основополагающие принципы соблюдения прав всех акционеров и процветания компании, насколько он свободен в отстаивании своей позиции в рамках фидуциарной ответственности и способен противостоять действиям менеджмента, нарушающим права собственников компании.

Имея достаточно уникальную позицию в компании, по своей сути не связанную с исполнением управленческих функций, независимый директор должен видеть деятельность организации не только изнутри, но в значительной мере охватывать внешние факторы, влияющие на деятельность компании, участвовать в формировании стратегических планов и контролировать процесс их выполнения. Стоит подчеркнуть важную роль комитетов совета директоров, через которые и должна строиться основная деятельность независимых директоров, особенно учитывая, что в соответствии с требованиями, предъявляемыми к компаниям, таким, как ЛУКОЙЛ, многие комитеты должны возглавляться независимыми директорами.

Вопросы, связанные с корпоративным управлением, получили особую актуальность в последнее время. После разразившихся в начале 2000-х годов нескольких корпоративных скандалов, обнаживших слабости корпоративного управления в ряде крупнейших международных кор-

пораций, многие компании стали предпринимать серьезные усилия для повышения эффективности и качества работы своих советов директоров.

Говоря о российских компаниях, необходимо отметить еще один фактор, с которым необходимо считаться и который необходимо учитывать. Практика показывает, что российские компании значительно недооценены по сравнению с аналогичными западными. При анализе IPO российских обществ на иностранных торговых площадках видно, что объемы привлеченных средств на 20–40% ниже по сравнению с близкими по показателям иностранными эмитентами. Например, капитализация ЛУКОЙЛа на баррель доказанных запасов нефтяного эквивалента составляет около \$4, в то время как данный показатель у ConocoPhillips или Chevron превышает \$13.

Одним из объяснений данного феномена можно назвать сформированный имидж российских компаний как недостаточно прозрачных, в которых, в частности, отсутствует система защиты интересов всех акционеров или, другими словами, эффективная система корпоративного управления. Также инвесторы всегда оценивают опыт предыдущей работы членов исполнительных органов компании и совета директоров. В данной ситуации совет директоров ЛУКОЙЛа очень серьезное внимание уделяет повышению уровня корпоративного управления. В компании создана одна из самых лучших в России систем корпоративного управления, в соответствии с международной практикой процессы принятия решений становятся все более прозрачными, усиливается роль независимых директоров. Компания одна из первых среди российских эмитентов раскрыла сведения о бенефициарном владении крупнейших акционеров.

Я стал членом совета директоров ЛУКОЙЛа накануне получения компанией листинга на Лондонской фондовой бирже в августе 2002 года. Опираясь на мой опыт работы в ЛУКОЙЛе, я убежден, что привлечение иностранных независимых директоров к управлению российскими компаниями позволяет не только лучше позиционировать обществу себя в момент предложения ценных бумаг, но и дает существенные долговременные преимущества, в первую очередь в сфере улучшения корпоративного управления (и как следствие — снижение стоимости заемного капитала и сокращение операционных затрат) и развития международной деятельности.

Думаю, что по мере улучшения практики корпоративного управления в России интерес иностранных топ-менеджеров к участию в руководстве российских компаний также будет расти, как и потребность российского бизнеса в независимых директорах. Это абсолютно объективный процесс. Уже сейчас, по данным агентства Standard & Poor's, за 2007 год доля независимых директоров в компаниях, акции которых учитываются в расчете индекса FTSE 100, составляет 56%, в то время как в России этот показатель для 75 ведущих компаний только 20%.

Так что перемены неизбежны. ■

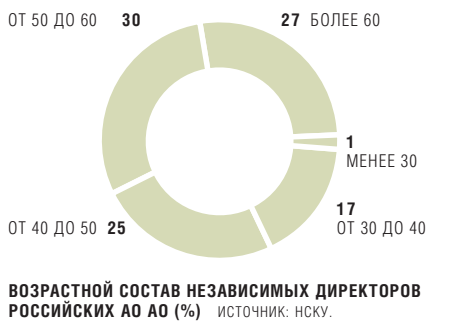
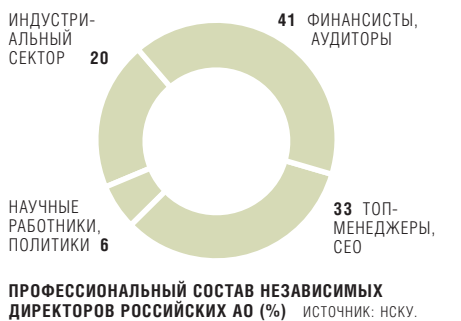
«НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОКЛАД ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ» О НЕЗАВИСИМЫХ ДИРЕКТОРАХ

В российских компаниях независимые директора зачастую приглашаются в совет по настоянию инвестиционного банка — консультанта, готовящего компанию к IPO. При этом особенно подчеркивается международная известность и репутация кандидата. Такое требование ничуть не мешает известному человеку быть профессионалом и заботиться о том, чтобы его репутация не пострадала от непродуманных решений совета директоров, куда его пригласили работать. Как правило, именно забота о своей репутации и профессионализм помогают ему очень серьезно относиться к работе в совете директоров, соблюдать принципы отсутствия конфликта интересов и тщательно изучать материалы и принимать взвешенные решения при голосовании на заседаниях совета директоров.

НЕСМОТЯ НА НАЛИЧИЕ ДОСТАТОЧНО БОЛЬШОГО КОЛИЧЕСТВА ФОРМАЛЬНО ИЗЛОЖЕННЫХ КРИТЕРИЕВ НЕЗАВИСИМОСТИ, ЧАСТО БЫВАЕТ ДОВОЛЬНО ТРУДНО ОДНОЗНАЧНО ТОЛКОВАТЬ РЕАЛЬНЫЙ СТАТУС ТОГО ИЛИ ИНОГО ДИРЕКТОРА ИЛИ ОЦЕНИТЬ ПРИМЕНИМОСТЬ НЕКОТОРЫХ КРИТЕРИЕВ К КОНКРЕТНОМУ ЛИЦУ



СМЕЖНИКИ



ЖЕСТКОСТЬ ПРИБЫЛИ

ВОЗМОЖНОСТИ ФОНДОВЫХ ПЛОЩАДОК В РОССИИ, ВЕЛИКОБРИТАНИИ, ЕС, АЗИИ СДЕЛАЛИ ЧИСЛО КОМПАНИЙ, ПОДДЕРЖИВАЮЩИХ ОБРАЩЕНИЕ СВОИХ АКЦИЙ В ОДНОМ ИЗ ГЛАВНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ЦЕНТРОВ МИРА — НЬЮ-ЙОРКЕ — ЕДИНИЧНЫМИ. ОБ ОСОБЕННОСТЯХ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ РОССИЙСКИМ ЭМИТЕНТОМ В УСЛОВИЯХ ОДНОГО ИЗ НАИБОЛЕЕ ЖЕСТКИХ И КОНКУРЕНТНОГО РЫНКА МИРА BG РАССКАЗАЛ ПРЕЗИДЕНТ ОАО МТС ЛЕОНИД МЕЛАМЕД.



ЛЕОНИД МЕЛАМЕД,
ПРЕЗИДЕНТ ОАО МТС

О ПРИОРИТЕТНОСТИ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ УПРАВЛЕНЧЕСКОГО РЕСУРСА Когда имеешь дело с управленческими процессами, главная инвестиция — управленческое время. Ценность этой инвестиции переоценить нельзя, особенно в условиях динамичного развития экономики. В бизнесе порой приходится отказываться от потенциально интересных проектов по банальной

причине — отсутствия необходимого для реализации этих проектов управленческого ресурса.

Так вот, если поставить перед собой задачу постоянного совершенствования системы корпоративного управления, значит эту задачу надо «встраивать» в матрицу приоритетов управленческой команды: стратегию, бизнес-процессы, наконец, систему КПЭ менеджмента и бюджет. Допустим, в ходе консультаций с агентством Standard & Poor's по обновлению нашего рейтинга корпоративного управления мы взяли на себя обязательство по ускорению сроков раскрытия финансовых результатов компании для инвестиционного сообщества. А эта задача требует значительной концентрации сил, перестройки большого количества управленческих процессов, изменения внутренних регламентов, ужесточения процедур, постановки новых КПЭ перед сотрудниками блока финансов и инвестиций. Зачем? Чтобы соответствовать лучшей мировой практике и поддерживать высокий рейтинг управления.

Но у нас в МТС превалирует монетаристский подход — каждая инвестиция, в том числе инвестиция управленческого ресурса, должна приносить прогнозируемый доход, ведь главный ориентир нашей стратегии «3+2», нашего «основного обещания» акционерам — поддержание показателя ROIC на уровне не менее 25%. А как посчитать возврат инвестиций в корпоративное управление?

ИНВЕСТИЦИИ В КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ — КАК ПРОВЕРИТЬ ОТДАЧУ? МТС — не просто публичная компания, котируемая на Нью-Йоркской и Московской международной валютной биржах. У нас самый большой free float среди российских компаний — более 47% при капитализации более \$30 млрд. Значит, мы самым активным образом конкурируем за привлечение капитала как с другими российскими «голубыми фишками» (внутри, например, страновых фондов), так и с международными компаниями сектора TMT, прежде всего мобильными операторами (в рамках глобальных или региональных телекоммуникационных фондов).

Естественно, мы задаем себе вопрос, по каким критериям потенциальные инвесторы оценивают объекты сво-

ЛУЧШИЙ ПОКАЗАТЕЛЬ ТОГО, ЧТО У НАС ВСЕ НОРМАЛЬНО С КОРПОРАТИВНЫМ УПРАВЛЕНИЕМ — ИНВЕСТОРЫ НАМ ПЕРЕСТАЛИ ЗАДАВАТЬ ВОПРОСЫ ПО ТЕМАТИКЕ РОСТА ПРОДАЖ И ПРИБЫЛЬНОСТИ, ЕСТЬ ПРЕЗУМПЦИЯ, ЧТО В ЭТОЙ ОБЛАСТИ В МТС ВСЕ НОРМАЛЬНО

их инвестиций. Можем ли мы и инвесторам предложить unique selling proposition (уникальное предложение продавца) точно так же, как мы стремимся предложить его и своим потребителям?

Для определения такой системы координат мы пользуемся как публичными исследованиями, так и специально под наш заказ сделанными по изучению предпочтений наших инвесторов (perception study). Все они свидетельствуют о том, что для компаний развивающихся стран фактор качественного корпоративного управления является одним из ключевых в принятии инвестиционного решения. Значит, если ты хочешь выделиться, ты должен заниматься корпоративным управлением. И главным критерием становится рост курсовой стоимости.

Мы уже несколько лет признаемся лидерами в России по уровню прозрачности (по версии агентства Standard & Poor's) и вторыми по композиционному индексу корпоративного управления (по той же версии), вслед за уважаемой компанией «Вимм-Билль-Данн». За прошлый год стоимость наших акций выросла более чем вдвое — корреляция налицо. Как раз на этой неделе мы обсуждали вопрос о корпоративном управлении на совете директоров: что мы должны сделать еще? Кстати, именно в данном вопросе очень ценен вклад независимых директоров, которые, с одной стороны, имеют обширный

опыт лучших мировых практик, с другой — имеют возможность посмотреть на нашу компанию со стороны.

И есть еще один важный аспект — общение с инвесторами. Это как sales talk: у тебя есть, скажем, 10 минут, чтобы убедить потенциального покупателя купить у тебя товар. И ты должен использовать это время максимально эффективно, сконцентрироваться как раз на тех самых уникальных характеристиках твоего товара. Так вот, все-таки наше основное unique selling proposition — устойчивый рост при поддержании высокого уровня прибыльности, именно про него нам и следует говорить прежде всего. Лучший показатель, что у нас все нормально с корпоративным управлением — инвесторы нам перестали задавать вопросы по этой тематике, презумпция, что в этой области в МТС все нормально.

О ПОЛЬЗЕ ЗАКОНА САРБЕЙНСА—ОКСЛИ ДЛЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ Такое заявление звучит крамоллой — введение этого закона обернулось для всех котируемых в США публичных компаний значительными финансовыми расходами, вызвало массовый делистинг в США, переход на биржи другой юрисдикции.

Но когда закон вводился в США в 2002 году, крупные российские компании находились на самом пике строи-

тельства корпоративной инфраструктуры. И закон повысил планку требований к этому процессу, причем в довольно жесткой форме: либо ты их выполнишь, либо серьезные материальные недостатки (material weaknesses), обнаруженные в твоей системе контроля, неизбежно привлекут внимание биржи и поставят под угрозу твой листинг. А так как система контроля — важнейший элемент корпоративной структуры, то и все другие ее элементы должны соответствовать высокому стандарту в этой области.

Необходимо подчеркнуть, что внедрение закона Сарбейнса—Оксли в России поставило очень высокую планку управления рисками. Когда для западных компаний этот закон стал лишь очередной надстройкой в системе отчетности и необходимостью менять годами и десятилетиями выстраиваемые процессы, для российских компаний он задал изначально высокие требования по построению системы корпоративного управления. Корпоративное управление в большинстве российских компаний до сих пор находится в младенческом состоянии, тем проще его выстраивать по самым высоким стандартам, нежели ломать утвердившиеся структуры и процессы.

Я часто общаюсь с руководителями других российских компаний — по их решительному настрою можно сделать вывод, что в области корпоративного управления Россия в ближайшее время сделает значительный шаг вперед. ■



ДМИТРИЙ ДУХАНИН

«НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОКЛАД ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ» ОБ ИНФОРМАЦИОННОЙ ПРОЗРАЧНОСТИ ЭМИТЕНТОВ Как показывают исследования S&P, степень открытости компании тесно связана с выходом российских компаний на международные рынки капитала. На повышение прозрачности влияет проведенное или планируемое IPO. Другой фактор, существенно влияющий на степень открытости компаний, — включенность их в листинги основных российских и международных бирж. Это во многом связано с различиями в требованиях к раскрытию информации, сопутствующих соответствующему листингу. Самые строгие требования предъявляются к компаниям, акции которых котируются в США. Средний показатель прозрачности российских компаний, имеющих листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже, составляет 76%. У компаний, акции которых котируются на Лондонской фондовой бирже, где требования мягче, но все же достаточно строги, этот показатель равен 60%. В то же время исследователи S&P отмечают, что требования бирж и желание получить листинг — не единственный фактор, определяющий уровень прозрачности. Исследования S&P не выявили существенных различий в информационной прозрачности государственных и частных компаний. С одной стороны, наиболее прозрачными компаниями в рейтинге S&P являются частные компании. С другой стороны, ряд государственных компаний показал в 2007 году заметный рост прозрачности. То есть в принципе государственные компании, особенно выпускающие долговые инструменты или акции на открытом рынке, могут быть не менее прозрачными, чем частные. Традиционно в государственных компаниях выше уровень раскрытия информации о структуре собственности. Так, 31 компания, в которых государство владело более чем 25% акций (выборка 2006 года), раскрывали эту информацию. Исследования S&P касаются только крупнейших российских компаний. Можно предположить, что ситуация с раскрытием информации менее крупными компаниями, не котирующимися на биржах, значительно хуже. Беглый взгляд на сайты средних компаний подтверждает это. Многие из них реально открывают только операционную информацию. Такая ситуация подтверждает предположение, что основными стимулами раскрытия информации являются требования регуляторов и международных инвесторов. Если компания не планирует выход на международные финансовые рынки, то и существенные стимулы к раскрытию любой неоперационной информации у нее фактически отсутствуют. Если говорить о перспективах информационной прозрачности российских компаний, то представляется, что в ближайшие годы сохранится основная тенденция: постепенный незначительный рост их прозрачности за счет подтягивания аутсайдеров. Рост будет происходить до определенного уровня, отвечающего требованиям регулирующих органов и приемлемого для международных инвесторов. Вряд ли стоит ожидать существенного роста прозрачности по наиболее закрытым в настоящее время компонентам, прежде всего по деятельности и вознаграждению членов совета директоров и высшего руководства.

НИКЕЛИРОВАННЫЕ РЫЧАГИ УПРАВЛЕНИЯ

ОПЫТ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В «НОРИЛЬСКОМ НИКЕЛЕ», СОБЫТИЯ В КОТОРОМ В 2007 ГОДУ СТАЛИ ГЛАВНОЙ НОВОСТЬЮ И ПРЕДМЕТОМ ДИСКУССИИ В ЭТОЙ ОБЛАСТИ, УНИКАЛЕН. О ТОМ, КАК ВЫСТРАИВАЮТ КОРПОРАТИВНЫЕ ОТНОШЕНИЯ В КОМПАНИИ С МИРОВЫМ ИМЕНЕМ, КОНТРОЛЬ В КОТОРОЙ ЯВЛЯЕТСЯ ПРЕДМЕТОМ ПЕРЕГОВОРОВ КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЕЙ, ПРЕЖДЕ ВСЕГО «ИНТЕРРОСА» И ГРУППЫ ОНЭКСИМ, ВГ РАССКАЗЫВАЕТ ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР АО «ГМК „НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ“» ДЕНИС МОРОЗОВ.



ДЕНИС МОРОЗОВ,
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР
АО «ГМК „НОРИЛЬСКИЙ
НИКЕЛЬ“»

ЧЕТЫРЕ ОСНОВАНИЯ УПРАВЛЕНЧЕСКИХ ТЕХНОЛОГИЙ Корпоративное управление — это защита миноритарных акционеров от возможных агрессивных действий их мажоритарных коллег? Или это защита и тех и других от всесильного менеджмента? А может, нужно подумать о том, как в некоторых ситуациях предотвратить давление со стороны различных групп акционеров, чтобы менеджмент смог продолжать

выполнять свои фидуциарные обязанности в отношении компании с учетом интересов остальных акционеров? Очевидно, что все эти вопросы должны быть четко урегулированы, если не на законодательном уровне, то на уровне рекомендаций профессиональных организаций, объединений предпринимателей и т. д. Акценты в российском корпоративном управлении за последние несколько лет постепенно смещаются от таких простых требований, как своевременное и полное раскрытие информации, к более сложным, связанным с регулированием отношений между акционерами, а также между акционерами и менеджментом. Существует много различных параметров, после анализа которых можно высказать мнение о качестве корпоративного управления в той или иной компании. К сожалению, подобный «технический» анализ деятельности и модели управления компанией не всегда дает верный ответ на вопрос инвесторов о величине рисков, связанных с инвестициями в акции публичных компаний. Это подтверждает целая серия корпоративных скандалов, произошедших за последние несколько лет с публичными компаниями в США и странах Западной Европы. В тех странах, где инвестиционное сообщество, казалось бы, давно было уверено в высоких стандартах корпоративного управления, защищающих права миноритарных акционеров и инвесторов. Очевидно, что требования бирж и различных регуляторов, которые применяются к публичным компаниям и призваны защищать права собственников, должны регулярно, по мере развития практики корпоративного управления, критически пересматриваться и отражать современную действительность.

Не существует единой модели корпоративного управления, которая работала бы во всех странах и во всех компаниях в силу существующих различий в законодательствах, практиках делового оборота и структурах управления. Поэтому целесообразно опираться на базовые принципы корпоративного управления, которые в свое время были определены консультационной группой коммерческого сектора по корпоративному управлению, работающей при ОЭСР. К ним относятся: честность, прозрачность, подотчетность, от-

ветственность. Эти же принципы могут быть использованы как основа для универсальной оценки качества корпоративного управления любой отдельно взятой компании.

Мы все уже давно знаем ответ на вопрос — для чего нужно оценивать качество корпоративного управления и работать над его улучшением? Ясно, что инвестиционное сообщество пытается минимизировать риски инвестиций и стремится инвестировать в компании с понятной операционной деятельностью и структурой собственности, прозрачными механизмами принятия управленческих решений, профессиональным менеджментом, имеющим опыт создания акционерной стоимости. Логическая цепочка «высокое качество корпоративного управления — высокий интерес со стороны инвесторов — рост рыночной капитализации», безусловно, работает и в наши дни.

НОРИЛЬСКИЙ ОПЫТ ПРОЗРАЧНОСТИ На пути повышения информационной прозрачности «Норильскому никелю» пришлось несколько сложнее, чем многим другим компаниям: мы были вынуждены добиваться разрешения государства на раскрытие данных и снятие грифа секретности по целому ряду показателей операционной деятельности. В первую очередь это касается производства и реализации металлов, запасов руды и т. д. Только в 2004 году, после получения соответствующего разрешения правительства, ГМК «Норильский никель» начала раскрывать информацию о физических объемах производства, продаж и резервах цветных металлов. В годовом отчете за 2004 год впервые в истории были представлены результаты аудита запасов золота, подготовленные независимыми консультантами. В феврале 2006 года ГМК «Норильский никель» впервые раскрыла информацию о содержании металлов платиновой группы в разрабатываемых запасах руды и полезных ископаемых на Таймырском полуострове. Все эти данные были подготовлены независимыми консультантами согласно принципам кодекса JORC.

Среди последних изменений в области корпоративного управления ГМК «Норильский никель» стоит отметить следующие события. Для защиты интересов миноритарных акционеров в декабре 2007 года при совете директоров компании создан специальный комитет независимых директоров. Его членами могут быть избраны только независимые члены совета директоров. При этом для определения независимости компания использует самые консервативные критерии. Основной целью создания комитета независимых директоров является содействие совету директоров в изучении и оценке влияния сделок с акциями компании, совершаемых крупными акционерами ГМК «Норильский никель», на интересы и права миноритарных акционеров.

В феврале 2008 года совет директоров рассмотрел и одобрил предложения менеджмента по получению дополнительного листинга депозитарных расписок, удостоверяющих права на акции компании, на Лондонской фондовой бирже в течение 2008 года. Листинг позволит увеличить ликвид-

ность депозитарных расписок ГМК «Норильский никель», расширить базу акционеров, а также повысить международный статус компании. Помимо этого, было принято решение осуществить дробление депозитарных расписок с коэффициентом 1:10 по сравнению с коэффициентом 1:1, что также должно способствовать увеличению ликвидности и расширению акционерной базы компании.

В апреле 2008 года совет директоров ОАО «ГМК „Норильский никель“» утвердил условия реализации программы долгосрочного вознаграждения менеджмента ГМК «Норильский никель». Участниками программы являются более 60 высших руководителей ГМК «Норильский никель» и основных производственных подразделений. Ключевыми факторами при определении размера выплаты будут динамика изменения рыночной капитализации компании за соответствующий период, а также соотношение между динамикой роста рыночной капитализации ГМК «Норильский никель» и изменением индекса рыночной капитализации сопоставимых международных горнодобывающих компаний. Таким образом, интересы участников программы объединяются с интересами акционеров компании, направленными на повышение капитализации ГМК «Норильский никель».

Все эти изменения на первый взгляд могут показаться простыми и понятными, но в то же время требуется много сил и времени, чтобы при принятии решений правильно учесть специфику корпоративного управления в стране, отрасли, нашей компании.

ЗАПАДНЫЕ ОЦЕНКИ РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКИ

Интересно посмотреть на эволюцию практики корпоративного управления в России. В 90-е годы во время приватизации и формирования крупных компаний никто всерьез не задумывался о корпоративном управлении. Действительно, а зачем? Привлечь деньги на Западе на приобретение российских активов было практически невозможно, внутренний фондовый рынок только начинал формироваться и, конечно же, не был способен предоставить какой-либо существенный капитал.

Но завершился процесс перераспределения собственности, появились новые отрасли, новые компании, ориентированные на растущий внутренний спрос на товары и услуги массового потребления. В этих условиях контролирующе-акционеры, исчерпав внутренние ресурсы компаний, обратили свой взор на Запад. Так началась эра IPO. Десятки компаний устремились на западные фондовые биржи, пытаясь привлечь денежные средства и/или реализовать свой бизнес путем продажи акций стратегическим инвесторам. Формальные требования по подготовке финансовой отчетности и раскрытию информации практически не вызывали каких-либо существенных препятствий на этом пути. Интерес был столь огромен и ликвидность на западных рынках настолько велика, что практически никто не задавался целым рядом важных вопросов. Например, действительно ли все комитеты при советах директоров являются рабочими органами

управления компанией, насколько независимы независимые директора, существуют ли реальные механизмы защиты прав миноритарных акционеров?

Кризис на мировых фондовых рынках и рынках капитала существенно снизил динамику IPO и дополнительных размещений. Многие компании, планировавшие листинг на западных биржах, перенесли или отложили свои планы. В силу сложившихся обстоятельств частные компании, желающие стать публичными, стали искать возможности объединения с публичными компаниями, пытаясь, таким образом упростить себе задачу по получению рыночной оценки своего бизнеса. Очевидно, что любая такая комбинация по объединению должна быть интересна и должна создавать дополнительную стоимость для акционеров обеих компаний.

ЧАСТНЫЕ И ПУБЛИЧНЫЕ КОМПАНИИ В ОЦЕНКЕ РЫНКА

Не вызывает особых вопросов, как оценить публичную компанию. Конечно, фондовый рынок подвержен влиянию множества факторов, в том числе не имеющих ничего общего с бизнесом компании. Тем не менее фондовый рынок, приняв во внимание все перспективы и риски развития бизнеса, каждый день формирует баланс спроса и предложения — рыночную цену публичной компании. А как справедливо оценить частную компанию? Как правило, акционеры частных компаний невольно завышают рыночные ориентиры при сравнении с аналогичными публичными компаниями.

Проведение тщательного независимого финансового и юридического анализа позволяет определить возможный диапазон стоимости компании, который, вполне вероятно, либо не устроит акционеров частной компании, либо разочарует миноритарных акционеров и вызовет обвинения в адрес менеджмента в предвзятости проведенного анализа. Остается только одно простое решение — несмотря на не самую благоприятную ситуацию на фондовом рынке частной компании, пройти процедуру листинга на западной бирже и получить рыночную оценку своего бизнеса. После этого обе компании, рассматривающие возможность объединения, окажутся в одинаковых условиях, поскольку их стоимость будет определена на одних и тех же принципах. Будет ли интересна транзакция акционерам бывшей частной компании после получения публичной рыночной оценки на бирже? Возможны любые варианты.

Листинг, раскрытие информации, постоянное публичное освещение практически любого управленческого решения, регулярное общение с акционерами на все темы, начиная от ремонта взлетно-посадочной полосы в городе за полярным кругом и заканчивая последними перестановками в правительстве, — должно ли это все приниматься во внимание при оценке бизнеса и заслуживать премию по сравнению с оценкой частной компании в той же отрасли? Как человек, проработавший последние десять лет в публичной компании — беспорном лидере горно-металлургической отрасли России, — отвечу: должно. ■

А МОЖЕТ, НУЖНО ПОДУМАТЬ О ТОМ, КАК В НЕКОТОРЫХ СИТУАЦИЯХ ПРЕДОТВРАТИТЬ ДАВЛЕНИЕ СО СТОРОНЫ РАЗЛИЧНЫХ ГРУПП АКЦИОНЕРОВ, ЧТОБЫ МЕНЕДЖМЕНТ СМОГ ПРОДОЛЖАТЬ ВЫПОЛНЯТЬ СВОИ ОБЯЗАННОСТИ В ОТНОШЕНИИ КОМПАНИИ С УЧЕТОМ ИНТЕРЕСОВ ОСТАЛЬНЫХ АКЦИОНЕРОВ?



ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА

«НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОКЛАД ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ» О ТЕНДЕНЦИЯХ В УПРАВЛЕНИИ КРУПНЫМ БИЗНЕСОМ Исторически в сфере корпоративного управления проявилось наследие отчасти социализма, отчасти уже и переходного периода — незащищенность и неуважение к правам собственности, стремление к переделу собственности, в том

числе противоправному, хотя сами отношения корпоративного управления в их узком понимании начали развиваться уже в ходе трансформации. Обозначенные факторы в сочетании с зависимой и/или коррумпированной судебной и правоохранительной системой, слаборазвитым финансовым рынком создают благоприятную среду для корпоративных войн и корпоративных захватов. Высокая концентрация собствен-

ности, тенденция к выстраиванию практически любого бизнеса (вне зависимости от размера) первоначально как частного бизнеса с жесткой централизацией решений и авторитарным стилем управления, слабым делегированием полномочий — характерные черты, важные для понимания особенностей корпоративного управления в России начала XXI века. Необходимо выделить и такие важные особенности ситуации в корпоративном управлении, как высокая доля государства в экономике, в том числе в структуре собственности компаний; недооценка интересов миноритарных акционеров со стороны мажоритариев и декларируемая в законодательстве защита прав инвесторов как противовес.

Вместе с тем в последние два-три года произошли определенные изменения. Налицо повышение «цивилизованности» крупного бизнеса, его готов-

ность играть «по правилам», уменьшение доли силовых пределов собственности. Особенно это видно на примере крупных компаний. Продолжается процесс активного выстраивания крупных холдингов, интегрированных бизнес-структур, для чего необходимо обеспечение качественных технологий менеджмента. В этой связи можно отметить следующие тенденции: повышение внимания к корпоративному управле-

нию как для формирования благоприятного мнения зарубежных инвесторов, так и в целях роста эффективности функционирования бизнеса; усиление роли фондового рынка как источника инвестиций для компаний, его влияния на качество корпоративного управления и прозрачность бизнеса; смещение баланса между мажоритарными и миноритарными акционерами в корпоративном законодательстве в сторону мажоритариев.

ПРИВИВКА ЛИДЕРСТВА — ВСЕМ НАЧАЛЬНИКАМ

СОЗДАНИЕ ОАО «РОССИЙСКИЕ ЖЕЛЕЗНЫЕ ДОРОГИ» (РЖД) — САМЫЙ СВЕЖИЙ В РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКЕ ПРИМЕР УСПЕШНОЙ ТРАНСФОРМАЦИИ МИНИСТЕРСТВА В АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО. КАК ОНА ПРОИСХОДИЛА, В ЧЕМ БЫЛИ ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ, КАК ОНИ РЕШАЛИСЬ И ЧТО ЕЩЕ ПРЕДСТОИТ СДЕЛАТЬ, ВГ РАССКАЗАЛ СТАРШИЙ ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ ОАО РЖД БОРИС ЛАПИДУС.



БОРИС ЛАПИДУС,	
СТАРШИЙ	
ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ	
ОАО РЖД	

кажется недостаточно радикальным. Но практика показала, что эволюционный подход к таким крупным социально-экономическим преобразованиям является не только приемлемым, но и наиболее эффективным. Еще в рамках МПС мы начали концентрировать хозяйственную деятельность во все более крупных структурах — от депо, станций к отделениям и далее к железным дорогам. Формировали системы бюджетирования, отработывали механизмы управления экономикой филиалов и подразделений в рамках не только прежних директивных, но и новых корпоративных методов. Переходили на новую структуру бухгалтерского учета, внедряли информационные системы управления.

ВГ: В чем основное отличие ОАО РЖД от МПС?

Б. Л.: Прежде всего одной из причин реформирования была недопустимость совмещения функций госрегулирования и хозяйственной деятельности. В результате недостаточно эффективным было и то, и другое. Мы сосредотачивались на повышении эффективности именно хозяйственной деятельности. Речь шла об управлении тремя аспектами — финансами, ресурсами и результатом. Формирование структуры управления у нас было подчинено четкому разделению по этим направлениям.

Вопросы, связанные с управлением финансами, экономическим результатом, совершенствование корпоративных процедур, сейчас являются, наверное, более частыми при обсуждении на правлении, советах директоров, совещаниях, чем технологические вопросы, и это существенное отличие от МПС. Финансовый результат был для министерства важен, но не на первом плане. В работе МПС были периоды с убыточными результатами. Сейчас это не представляется возможным.

ВГ: Какие возникли проблемы в процессе реорганизации?

Б. Л.: Преобразование министерства в ОАО РЖД сразу же потребовало формирования холдинговой структуры, сочетающей как дочерние общества под управлением головной компании, так и систему ее филиалов. Причем дочерние общества во многом работали уже на конкурентном или потенциально конкурентном рынке. Необходимо было формировать более 100 бюджетов, а затем объединять их в единую систему, то есть разделить ресурсы и консолидировать результат. Формирование органов управления — тоже непро-

стая задача. Многие дочерние общества, которые находятся в потенциально конкурентном рынке, на первых этапах сохраняют в значительной степени обслуживание ОАО РЖД. Прямые директивные методы управления, к которым мы привыкли в МПС, здесь уже, по закону об АО, не работали. Пришлось формировать новую идеологию повышения эффективности через советы директоров, нормативную базу, экономические договоры, в том числе с дочерними обществами, через кадровую политику. Это требует изменения не просто психологии руководителей, но и получения новых знаний. Одно дело, когда ты можешь снять трубку и приказать, другое дело — провести то же самое решение в отдельном юридическом лице со своим бюджетом и договорами.

ВГ: Трудно было принять новую систему взаимодействия?

Б. Л.: Нелегко, до сих пор учимся. Ведь железная дорога действительно была полувоенной организацией, к корпоративным методам управления ее руководители не привыкли. Поэтому нам пришлось даже не обучать менеджмент, а делать из начальников лидеров.

ВГ: Вы взяли готовое решение или разрабатывали собственную систему?

Б. Л.: Мы доказали консультантам, что ни одна из действующих систем менеджмента ОАО РЖД напрямую не подходит, поскольку в компании уникальное сочетание масштаба бизнеса, его распределенности и не всегда очевидной экономической эффективности многих видов деятельности. Готового рецепта нет, мы все приемы трансформируем с учетом условий, которые минимизировали бы риски.

ВГ: В чем суть вашей программы?

Б. Л.: Мы разделили менеджмент ОАО РЖД на шесть уровней. Первый — идеологи качества — президент и вице-президенты. Дальше руководители качества — начальники департаментов и крупных филиалов, в том числе железных дорог. Третий — директора качества — замначальников дорог, которые отвечают за конкретные направления деятельности. Четвертый — менеджеры качества — начальники отделений. Пятый — мастера качества — начальники линейных предприятий. Шестой — инспекторы качества — сотрудники, которые будут на предприятиях проводниками идеологии качества на рабочих местах. Эта система охватывает абсолютно всех руководителей.

Каждый этап обучения заканчивается проектом улучшения деятельности своего направления, который менеджер разрабатывает на основе полученных знаний и защищает на серьезной комиссии. Эти проекты становятся ячейками общей программы преобразований в компании. Мы делаем прививку лидерства всем начальникам. Показываем, что лидер — это человек, который знает не только технологию, но и психологию, и экономику, и методы прогнозирования и анализа, что очень важно.

ВГ: И что, каждый начальник над стрелочниками теперь знает методы прогнозирования и анализа?

Б. Л.: Есть три принципа повышения качества — прорывные решения, постоянные улучшения и принцип соответствия. Это не мы придумали, это мировой опыт. Так вот, в нашем видении преобразований идеологи качества обеспечивают разработку прорывных решений, директора и менеджеры качества отвечают за постоянные улучшения

в сфере своей ответственности. И, наконец, на более низком уровне, который вы обобщенно назвали руководством стрелочниками, обеспечивается соответствие стандартам качества и технологическим процессам.

ВГ: Какие-то результаты внедрения системы уже видны?

Б. Л.: Результаты есть. Они выражаются, например, в том, что в условиях резкого роста цен на ресурсы, который мы испытываем второй год, компании удается удерживать рост себестоимости ниже уровня инфляции. Работая по старой (министерской) системе, мы бы не выдержали. А ведь программа реализована только на 25–30%. Идеология еще не дошла до рядовых сотрудников. Есть пилотные проекты на Куйбышевской, Октябрьской и Свердловской железных дорогах. Там на отдельных объектах система отработывается комплексно, вплоть до последнего уровня. Там улучшается качество более ощутимо, его можно выразить в конкретных производственных показателях. В целом сейчас идет четвертый каскад обучения, идеология сформирована, разрабатываются проекты улучшений, стандарты качества для производственных процессов, есть уверенность, что мы успешно в течение двух лет внедрим новую систему. И вы увидите, что люди очень сильно изменятся.

ВГ: Где еще происходят изменения?

Б. Л.: Мы меняем систему управления перевозками, логистическим хозяйством и вагонным, отделяем эксплуатацию от ремонта, делаем серьезные акценты на конкретных видах деятельности. Это позволяет построить конфликт интересов между разными производственными структурами, что приводит к росту качества. Если раньше эксплуатационно-ремонтные проблемы гасились внутри одного подразделения, чтобы сор из избы не выносить, то сегодня это не удается.

ВГ: С какими проблемами пока не удалось справиться?

Б. Л.: Появились совершенно неожиданные проблемы, связанные с финансовой эффективностью перевозок. У частных компаний она существенно выше, потому что они могут выбирать контракты, а ОАО РЖД — нет. Есть проблема обременения имущества. Когда компания создавалась, риски потери управляемости страховались с большим запасом, и с этим слегка переборщили — почти любое действие требует решения правительства. Перечень обремененного имущества мог бы быть существенно меньше. Кроме того, имущество от МПС к ОАО РЖД в основном передавалось комплексами. Например, целая сортировочная станция. Но в ней есть столовая, грузовой двор, гараж и прочее. Каждый из этих объектов должен управляться по-своему, но у нас он отсутствует, как таковой. И в соответствии с программой реформы и рыночной логикой приходится разукрупнять комплексы и заново регистрировать, уже по-объектно, имущество. А это не только время, но и деньги. Ну и, наконец, все еще не хватает знаний о современных методах корпоративного управления.

ВГ: Что надо было сохранить из системы МПС?

Б. Л.: Достаточно много. Прежде всего управляемость технологическими процессами. Способность из центра управлять системой, в которой постоянно движется около 10 тыс. поездов. Это отработанные регламенты, алгоритмы действий в нештатных ситуациях, а они происходят каждый день.

ВГ: Каких управленческих ресурсов не хватало ОАО РЖД сразу после реорганизации?

Б. Л.: Главным образом потребовались менеджеры, которые имеют опыт в управлении финансами, формировании корпоративных структур.

ВГ: Много специалистов пришлось привлечь со стороны?

Б. Л.: Если говорить про центральный аппарат — около 30%, и процесс продолжается.

ВГ: Насколько эффективно может работать в ОАО РЖД не железнодорожник?

Б. Л.: Практика показывает, что может. Особенно в области экономики, финансов, правовой защиты. Один из привлеченных топ-менеджеров недавно в разговоре отмечал, что самое сложное было — разобраться, как технологически устроена компания. Потому что управлять финансами нельзя без понимания производственного процесса, который в железнодорожной компании уникален. Но не менее сложная проблема и для железнодорожников — настроиться на знание современных принципов менеджмента и управления финансами.

ВГ: Компания как-то помогала?

Б. Л.: На первом этапе обучения как системы практически не было, его заменяли самообразование, обучения на семинарах и конференциях, командировки на дороги, предприятия, совещания и работа над документами. Но сейчас, помимо каскадного обучения, мы создаем корпоративный университет, чтобы ликвидировать дефицит знаний у обеих групп менеджеров, т. е. у штатных железнодорожников есть существенная необходимость углублять свои знания в области корпоративного управления, финансов, экономики. Кроме того, обе группы менеджеров нуждаются в повышении знаний в области корпоративной стратегии и корпоративной культуры компании. Нужно отметить, что проблема в менеджерах высокого уровня, которые способны возглавить дочерние общества и структурные подразделения компании, для ОАО РЖД существует, и она довольно серьезная.

ВГ: Кто вас консультирует?

Б. Л.: Я бы не хотел никому делать рекламу. Это и отечественные компании, и иностранные, в том числе из «большой четверки».

ВГ: В чем основной принцип системы корпоративного управления, которую вы хотите построить?

Б. Л.: В развитии ОАО РЖД как холдинга. Долгосрочную производственную стратегию развития мы уже построили и получили одобрение в правительстве. Теперь разрабатываем стратегию корпоративного развития за горизонтом 2010 года. Она должна помочь построить эффективную систему управления, избавиться от дублирования функций, четко определить на основе процессного подхода ответственность и мотивацию, интегрировать территориальные и функциональные элементы управления, что потребует, возможно, нового статуса менеджеров и, самое главное, быть направленной на прорывы и инновации. Мы рассчитываем закончить работу над стратегией до конца года. По срокам она ориентирована до 2015 года с видением перспектив до 2030 года и основных направлений развития.

Интервью взяла РЕНАТА ЯМБАЕВА

«ОДИН ИЗ ПРИВЛЕЧЕННЫХ ТОП-МЕНЕДЖЕРОВ НЕДАВНО ОТМЕЧАЛ, ЧТО САМОЕ СЛОЖНОЕ БЫЛО — РАЗОБРАТЬСЯ, КАК ТЕХНОЛОГИЧЕСКИ УСТРОЕНА КОМПАНИЯ. УПРАВЛЯТЬ ФИНАНСАМИ НЕЛЬЗЯ БЕЗ ПОНИМАНИЯ ПРОИЗВОДСТВЕННОГО ПРОЦЕССА, КОТОРЫЙ В ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНОЙ КОМПАНИИ УНИКАЛЕН»



ПОЛНОМОЧИЯ С ПРИВЛЕЧЕНИЕМ

В ИЮНЕ ПРАВИТЕЛЬСТВО РОССИИ НАМЕРЕНО НАЧАТЬ РЕШЕНИЕ ОДНОГО ИЗ ВАЖНЫХ ВОПРОСОВ В СФЕРЕ КОРПОРАТИВНО-ГО УПРАВЛЕНИЯ — РАЗГРАНИЧЕНИЯ И УСТАНОВЛЕНИЯ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ТОП-МЕНЕДЖМЕНТА И СОВЕТОВ ДИРЕКТОРОВ КОМПАНИЙ ЗА ИХ ДЕЙСТВИЯ ПЕРЕД АКЦИОНЕРАМИ. БАЛАНС ОТВЕТСТВЕННОСТИ И ПОЛНОМОЧИЙ МЕНЕДЖМЕНТА, СЛОЖИВШИЙСЯ НА РЫНКЕ ЗА ПОСЛЕДНИЕ 15 ЛЕТ, МОЖЕТ БЫТЬ ИЗМЕНЕН. ПРАКТИЧЕСКИ ВСЕ УЧАСТНИКИ ЭТОГО РЫНКА ПОЛАГАЮТ, ЧТО ЗАМЕНА «СТИХИЙНО» СКЛАДЫВАВШИХСЯ ПРАВ ВСЕХ СТОРОН НА ЗАКОННЫЕ ОБОСНОВАНА.

ДМИТРИЙ БУТРИН

РОССИЙСКИЙ «САРБЕЙНС—ОКСЛИ» О том, что рано или поздно правительство России займется вопросом регулирования ответственности должностных лиц компаний, было известно еще в июне 2006 года — некоторые достаточно абстрактные на то время соображения на этот счет были внесены в стратегию развития финансового рынка на 2006–2008 годы. Впрочем, лишь в мае 2008 года появились новости о том, что может включать в себя законопроект, который еще до его появления начали называть «русским актом Сарбейнса—Оксли» — по аналогии с законом США 2002 года, помимо прочего предполагавшим ужесточение ответственности менеджмента компаний за их действия перед инвесторами.

Разумеется, об ужесточении в российской практике речи не шло и не могло идти; дело в том, что парадоксальным образом при создании российского корпоративного права, стандартным образом заимствовавшего нормы из законодательства США, Германии и ряда других стран, норм об ответственности отчего-то заимствовано не было. Вместо этого в законах об АО и ООО (статьи 71 и 44 соответственно) было закреплено лишь общее право подачи исков: в АО иск может подавать владелец не менее 1% обыкновенных акций, в любом хозяйственном обществе — и акционер, и само общество. Однако бремя доказательств того, что менеджер или совет директоров нанесли кому-либо ущерб, причем нарушив какие-либо нормы закона (специфических норм в законе не описано), было возложено на истца. Упрощенно говоря, иски мог подавать кто угодно и по каким угодно поводам, но именно ему и следовало доказывать необходимость кого-либо компенсировать ему убытки, наличие убытков, причастность к его убыткам именно менеджмента и ответственность менеджмента. Закон всего лишь гласил, что советы директоров должны действовать при своей работе «добросовестно и разумно» (статья 53 Гражданского кодекса), смысл терминов «добросовестность» и «разумность» в них, увы, не раскрывался.

В этой ситуации иски к советам директоров компаний и генеральным директорам со стороны акционеров не были особенной редкостью, но рассматривались сообществом скорее по категории «безопасность», а не «корпоративное управление». Пик такого рода исков пришелся на 1999–2002 годы — они были второстепенной составляющей корпоративных войн: такого рода исками менеджмент, как правило, просто пугали все недовольные — от миноритариев до гринмэйлеров. Пугались плохо: в документах, представленных ФСФР на комиссии по законотворческой деятельности правительства России в мае 2008 года, констатировалось, что случаи реального привлечения к ответственности по таким искам единичны.

Тем временем правительство добралось наконец до разработки документа, который исправил бы ситуацию. Уже в июле 2008 года поправки на эту тему в Гражданский кодекс, Трудовой кодекс, Арбитражный процессуальный кодекс, законы об АО и ООО, «О рынке ценных бумаг» и «Об испол-



ДМИТРИЙ АЗАРОВ

нительном производстве» могут быть рассмотрены правительством России, а в августе, согласно проекту техзадания на законопроект, он может попасть в Госдуму. Таким образом, уже к осени 2008 года вопрос о том, кто в структурах управления и при каких обстоятельствах должен нести ответственность перед владельцами компании и при каких действиях, предполагается решить — и в условиях правового вакуума пакет законопроектов действительно может стать «русским актом Сарбейнса—Оксли».

ШИРОКИЙ КРУГ ПОТЕНЦИАЛЬНО ОТВЕТСТВЕННЫХ Концепция законопроекта, имеющаяся в распоряжении ВГ, предполагает достаточно существенные изменения правил определения ответственности после принятия закона. От сегодняшнего «свободного» принципа определения ответственности (все, по сути, решает суд на свое усмотрение, ориентируясь на представленные истцом доказательства) планируется переход к концепции «фидуциарных отношений». В рамках этой концепции, которая применяется в нынешних формулировках Гражданского кодекса лишь частично, «добросовестность» действий менеджмента трактуется так же, как и в законодательстве ФРГ — это обязанность «действовать заботливо» и «проявлять лояльность к компании». Под первым подразумевается, что член управляющего органа компании в своем действии основывался на достаточной информированности в вопросе, который он решал, под вторым — отсутствие конфликта интересов при вынесении решения. Если оба условия соблюдены, в отношении действий управляющего предполагается объявить презумпцию соблюдения правил статьи 53 Граждан-

ского кодекса. Такую же презумпцию добросовестности предполагается объявить и в том случае, если не доказан конфликт интересов в совершении сделки.

В отношении «добросовестно» и «разумно» действующих менеджеров, как и ранее, можно подавать иски — но в рамках существующих норм: пока не доказано, что действия члена совета директоров, менеджера и т. д. не являются таковыми, иск не может быть удовлетворен. А вот в отношении сделок с заинтересованностью такой презумпции нет: правительство намерено установить открытый перечень ситуаций, в которых презумпция не действует, и обязать потенциального ответчика по иску информировать о конфликте интересов компанию. В любом случае наличие такого конфликта отменяет презумпцию невиновности — и, таким образом, менеджер при подаче иска обязан доказывать свою невинность наравне с истцом.

Еще одна предполагаемая новация — определение списка менеджеров, к которым могут быть предъявлены иски. Прежде всего закон может распространить ответственность на бывших менеджеров. Кроме того, список может быть расширен на членов временного коллегиального органа, исполняющего обязанности единоличного исполнительного органа, на ликвидационные комиссии. Из текста концепции ФСФР следует, что список может вообще быть открытым — в нем упоминаются «высокопоставленные менеджеры, которые принимают решения от имени компании, не занимая при этом должность директора или члена исполнительного органа». Кроме того, предусмотренная законом защита менеджеров и членов совета директоров, принимающих решения в силу директив на голосование и тому подобных обязывающих распоряжений,

может распространить ответственность по «русскому акту Сарбейнса—Оксли» на третьих лиц — в крайне широкой трактовке. И наконец, ответственность может быть распространена на менеджеров и за убытки дочернего общества, а также на действия управляющей организации.

Основным механизмом защиты менеджмента от исков правительство предполагает сделать страхование ответственности в специализированной форме — сейчас страховые компании делают это, основываясь на лицензиях «ответственность за убытки, причиненные третьим лицам», что является достаточно общей формулировкой. ФСФР также предлагает снять ряд норм, регулирующих ответственность менеджмента в рамках Трудового кодекса, и перевести ответственность в рамки гражданско-правовых отношений. Открывающиеся для акционеров возможности подавать иски в суды общей юрисдикции правительство намерено полностью закрыть — все иски такого рода предполагается определить подсудными лишь арбитражным судам.

ОТКРЫТЫЕ ВОРОТА В СУД Пока ряд вопросов будущих нововведений в законы, существенно изменяющих правовое поле, ведомствами не решен. Так, Минфин в лице замминистра Сергея Шаталова настаивает на закрытом или, по крайней мере, определенном критериями списке лиц, попадающих под регулирование нововведений в законодательстве, и критерии «основания возникновения ответственности». Департамент экономики и финансов правительства России предлагает открыть возможность подачи так называемых «косвенных исков» миноритарными акционерами — согласно действующей концепции они в случае проигрыша дела сами оплачивают судебные издержки, тогда как «косвенный иск» к менеджменту подается в интересах самой компании — в этом его смысл. Но в целом концепция ФСФР не вызвала существенных нареканий в Белом доме — исходя из этого, новый режим регулирования исков к менеджменту компаний может появиться уже осенью.

На деле, разумеется, появление возможности еще не означает немедленного перехода корпоративного мира России к подаче взаимных исков уже с сентября 2008 года. Очень многое будет зависеть от судебной практики по подобным делам — как правило, арбитражные суды крайне аккуратно относятся к подобным искам, имея в виду риски гринмэйла по отношению к компаниям со стороны миноритариев. Тем не менее концепция закона сейчас в основном опирается на защиту прав именно миноритариев: очевидно, в Белом доме считают, что «стихийный» порядок в этом разделе корпоративного права предоставлял в последние годы явное преимущество топ-менеджменту компаний-эмитентов. Вопрос же, как быстро будет скорректирован баланс, остается открытым: пока неизвестно, в какой степени инвесторы на российском рынке готовы судиться с менеджментом не в рамках борьбы за собственность и не в схемах «корпоративного шантажа», а по существу. ■

ОСНОВНЫМ МЕХАНИЗМОМ ЗАЩИТЫ МЕНЕДЖМЕНТА ОТ ИСКОВ ПРАВИТЕЛЬСТВО ПРЕДПОЛАГАЕТ СДЕЛАТЬ СТРАХОВАНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ В СПЕЦИАЛИЗИРОВАННОЙ ФОРМЕ

«НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОКЛАД ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ» О РАЗВИТИИ ИНСТИТУТА СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ «Кухня» работы совета директоров является одной из наиболее закрытых тем корпоративного управления даже в известных публичных компаниях. Об этом красноречиво свидетельствуют результаты исследования информационной прозрачности российских ком-

паний, проведенного агентством Standard & Poor's в 2006 году. В частности, компании внедрили у себя в среднем 44% видимых механизмов и процедур, которые используются в лучших с точки зрения корпоративного управления международных компаниях. Права акционеров определены действующим законодательством и защищаются достаточно хорошо: средний балл по данному компоненту анализа —

67%. Однако структура совета директоров и его процедуры оцениваются как относительно слабые по международным меркам. Средняя оценка — 34%. Растет популярность таких механизмов корпоративного управления, как комитеты при советах директоров. Вместе с тем лишь немногие владельцы крупных пакетов акций решились внедрить подход, предполагающий их меньшую вовлеченность в управление и

большее делегирование принятия решений представителям миноритариев и независимым директорам. О повышении статуса советов директоров в управлении деятельностью компаний свидетельствует факт их создания в компаниях, в которых они не обязаны создаваться, а также экспертные данные о повышении уровня вознаграждения членов совета директоров. Так, например, в исследовании ЦЗ-

ФИР, проведенном по заказу АНД и МФК в 2005 году, отмечается, что в компаниях с числом акционеров менее 50 человек совет директоров встречается в 95% случаев. Однако если сравнивать ситуацию с 2002 годом, то имеет место улучшение практики корпоративного управления по всем категориям в целом, за исключением эффективной деятельности совета директоров, где ситуация в основном осталась без изме-

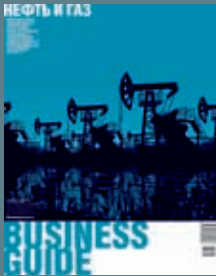
нений. Косвенно о возрастании роли советов директоров в публичных компаниях может свидетельствовать повышение доли неаффилированных директоров в составе совета.



www.kommersant.ru

ТЕМАТИЧЕСКИЕ
СТРАНИЦЫ
ГАЗЕТЫ

Коммерсантъ



**ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА
ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА
СМЕЖНИКИ
ИНВЕСТОРЫ
КОНКУРЕНТЫ
АДМИНИСТРАТИВНЫЙ РЕСУРС**



**BUSINESS
GUIDE**