

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

