

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 обновлялись 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-

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: НСКУ.

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.

ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА