

Национальный совет  
по корпоративному управлению

# КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ: ОПЫТ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Исследование подготовлено  
Независимым фондом «Центр политических технологий»

Москва, 2007

*Автор итогового текста:*

В.В. Радаев.

*Редакционный совет:*

И.М. Бунин,

А.Г. Ивахник,

С.А. Поршаков,

Т.А. Становая.

**Корпоративное управление  
в современной России:  
опыт и перспективы**

Москва, 2007. 100 с.

ISBN 978-5-9900781-9-2

© Национальный совет  
по корпоративному управлению,  
2007

Исследование основано на результатах экспертных интервью с руководителями компаний, бизнес-ассоциаций, органов власти, исследовательских центров. В работе анализируются современное состояние и изменения в российской практике корпоративного управления, а также факторы, которые стимулируют и, напротив, тормозят утверждение современных стандартов корпоративного управления.

## СОДЕРЖАНИЕ

### Раздел I

#### ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ИССЛЕДОВАНИЯ (5)

### Раздел II

#### ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ (12)

Общее состояние корпоративного управления	13
Развитие корпоративного права и практик правоприменения	20
Информационная открытость компаний	25
Защита собственности и корпоративное управление	30
Защита интересов миноритарных акционеров	42
Дружественная и недружественная дивидендная политика	49
Роль совета директоров и независимые директора	52
Тенденции в развитии менеджмента компаний	59
Роль государства в корпоративном управлении	66

### Раздел III

#### В ПОИСКАХ НАЦИОНАЛЬНОЙ МОДЕЛИ (71)

#### SUMMARY (81)

### Приложение

#### СПИСОК РЕСПОНДЕНТОВ (93)

# Раздел I

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ИССЛЕДОВАНИЯ

**По заказу Национального совета по корпоративному управлению Независимый фонд «Центр политических технологий» провел исследование на тему «Корпоративное управление в современной России: опыт и перспективы».**

(6)

## **ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМЫ**

Корпоративное управление превратилось в актуальную тему, активно обсуждаемую в бизнес-сообществе и органах государственной власти. В последнее пятилетие произошли важные изменения в российском законодательстве, началось активное внедрение основных институциональных форм корпоративного права. В то же время многие процессы протекают медленно и крайне неравномерно. И для выработки адекватной политики необходимо определить, что сдерживает эти процессы и что следует предпринять, чтобы их интенсифицировать; каких целей можно реально достичь в краткосрочной и среднесрочной перспективе, а что потребует более длительного времени или окажется нереалистичным. Необходимо понять общие тенденции развития корпоративного управления в России и на этой основе выявить векторы перспективных преобразований. Чтобы решить эти проблемы, крайне важно знать, как ориентировано в этом отношении сообщество ведущих практиков и экспертов, насколько солидарны или, наоборот, противоречивы их мнения и оценки по поводу направленности, глубины и перспектив происходящих изменений.

## **ЦЕЛЬ ИССЛЕДОВАНИЯ**

Основной целью исследования является анализ состояния корпоративного управления в России и определение наиболее острых потребностей его дальнейшего развития в среднесрочный период на основе обобщения квалифицированных оценок ведущих практиков и экспертов.

## **ЗАДАЧИ ИССЛЕДОВАНИЯ**

1. Обобщить российский опыт и зафиксировать основные тенденции в развитии ключевых областей корпоративного управления в 2000-е годы.

2. Выявить основные факторы, которые стимулируют и, напротив, тормозят утверждение современных стандартов корпоративного управления в российских компаниях. (7)

3. Сопоставить оценки практиков и экспертов, представляющих разные группы профессионального сообщества, по наиболее проблемным зонам развития корпоративного управления.

4. Определить траектории наиболее вероятного продвижения в данной области на среднесрочную перспективу.

## **МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ И ИСТОЧНИКИ ДАННЫХ**

Специфика данного исследования заключается в сопоставлении и обобщении взглядов членов экспертного сообщества, представляющих разные сферы практической и аналитической деятельности и способных оценить ситуацию с разных точек зрения. В работе сделана попытка интегрировать эти точки зрения там, где это возможно, и соотнести их в тех случаях, где консенсуса пока не наблюдается. Речь, таким образом, идет не об открытии каких-то новых фактов и производстве новых количественных данных, а об обобщении существующих разнородных взглядов на состояние и тенденции развития корпоративного управления в современной России.

Российскими и зарубежными экономистами уже выполнен ряд специальных исследований, базирующихся в том числе на опросах руководителей компаний. Мы

будем ссылаться на некоторые из этих исследований, позволяющих выявлять основные тенденции и придавать им количественную определенность. Но задача данной работы несколько иная. В ней эти тенденции рассматриваются через призму основных участников процесса – руководителей компаний, менеджеров, непосредственно занимающихся вопросами корпоративного управления, представителей законодательной и исполнительной государственной власти, аналитиков и экспертов, включая исследователей научных экономических центров и профессиональных журналистов, представляющих специализированные медиа.

(8)

Соответственно основным источником данных является специально организованная серия структурированных экспертных интервью с ведущими практиками и экспертами, профессионально занимающимися вопросами корпоративного управления и права и представляющими разные сферы компетенции в этой области. Их высказывания также будут использоваться как содержательные иллюстрации к формулируемым выводам.

Интервью с экспертами проводилось по единому вопроснику, где фиксировались в том числе:

- общая оценка состояния корпоративного управления в России;
- оценка изменений в законодательстве и соответствующих практиках корпоративного управления;
- уровень информационной открытости российских компаний;
- степень защищенности прав собственности;
- защита интересов миноритарных акционеров и дивидендная политика;
- роль советов директоров и привлечение независимых директоров;
- делегирование управленческих полномочий топ-менеджерам;
- роль государства в развитии корпоративного управления.

Кроме того, каждой группе экспертов задавались дополнительные вопросы, связанные со сферой их непосредственной компетенции.

## ХАРАКТЕРИСТИКИ ВЫБОРКИ

Были опрошены шесть групп респондентов, включая:

- руководителей крупных компаний и деловых ассоциаций;
- руководителей профильных подразделений крупных бизнес-структур и фондовых бирж (управлений, департаментов, отделов);
- представителей органов законодательной и исполнительной государственной власти;
- топ-менеджеров международных организаций;
- руководителей исследовательских и консультативных центров;
- руководителей и аналитиков специализированных медиа.

(9)

Всего летом 2007 года было записано 50 таких интервью. Список респондентов дается в Приложении.

## ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ИСТОЧНИКИ ИНФОРМАЦИИ

В исследовании использовались дополнительные источники информации. В их числе следует назвать специальные исследования современных процессов корпоративного управления российскими институциональными экономистами, преимущественно аналитиками Государственного университета – Высшей школы экономики и Института экономики переходного периода<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Среди последних работ см.: Авдашева С. Российские холдинги: новые эмпирические свидетельства // Вопросы экономики. 2007. № 1. С. 98–111; Внешние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы. М.: Институт экономики переходного периода, 2007; Долгопятова Т. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирические свидетельства) // Вопросы экономики. 2007. № 1. С. 84–97; Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. М.: Институт экономики переходного периода, 2003; Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления. М.: Институт экономики переходного периода, 2004; Яковлев А.А. Корпоративное управление и реструктуризация предприятий в России: формальные институты и неформальные интересы собственников // Экономический журнал ВШЭ. 2003. Том 7. № 2. С. 221–230; Яковлев А. Российская корпорация и региональные власти: модели взаимоотношений и их эволюция // Вопросы экономики. 2007. № 1. С. 124–139.



Мнения ведущих практиков и экспертов уже излагались в деловых изданиях. С этой точки зрения были крайне полезны последние издания Национального совета по корпоративному управлению<sup>1</sup>. Их материал также используется нами при анализе и формулировании выводов.

Существует множество данных, фиксирующих отдельные факты в области корпоративного управления в крупнейших компаниях. В частности, такие данные были почерпнуты из ежеквартального обзора «Важнейшие события в области корпоративного управления в России», выпускаемого Управлением корпоративных программ ХК «Интеррос».

(10)

### **ИСПОЛНИТЕЛИ ПРОЕКТА**

Основным исполнителем исследования является Независимый фонд «Центр политических технологий» (руководитель – И.М. Бунин).

Автор итогового текста – В.В. Радаев (Государственный университет – Высшая школа экономики).

Подготовка инструментария – В.В. Радаев, Т.А. Становая при участии С.А. Поршакова и А.Г. Ивахника. Организация интервью – Т.А. Становая.

### **ВЫРАЖЕНИЕ БЛАГОДАРНОСТИ**

Мы благодарим всех представителей компаний и экспертов, принявших участие в исследовании, за плодотворное сотрудничество.

---

<sup>1</sup> Корпоративное управление – гармонизация стандартов России и ЕС. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2006; Перемены в мышлении: корпоративное управление и перспективы взаимных инвестиций России и США. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2007. Использована также стенограмма российско-американского круглого стола «Корпоративное управление и взаимные инвестиции Россия – США», 21 мая 2007, Нью-Йорк (организаторы – Нью-Йоркская фондовая биржа и Национальный совет по корпоративному управлению).

## **ПРАВИЛА КОНФИДЕНЦИАЛЬНОСТИ**

Исследовательский коллектив соблюдает принятые правила конфиденциальности. Все полученные сведения о деятельности конкретных фирм, первичные материалы (записи интервью и письменные ответы на вопросы) не подлежат передаче и распространению. Выдержки из интервью даются со ссылкой на экспертную группу, к которой принадлежит данный респондент.

(II)

## Раздел II

# ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

## ОБЩЕЕ СОСТОЯНИЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Перед тем как переходить к анализу отдельных вопросов, посмотрим, как оценивается сегодня общее состояние корпоративного управления в России. Нужно сказать, что по этому поводу мнения экспертного сообщества совершенно единодушны: *по сравнению с тем, что было в 1990-е годы или даже в начале 2000-х годов, налицо явный прогресс, но если сравнивать с международными стандартами, ситуация еще крайне далека от идеальной*. Или, как выразил это в своем интервью один из представителей органов государственной власти: «Все познается в сравнении... если сравнивать с международными практиками, качество корпоративного управления [можно оценить] на 50%; если же сравнивать с тем, что было здесь 5 лет назад, сейчас все нормально».

(13)

Эксперты отмечают позитивные продвижения в развитии корпоративного управления по многим направлениям: улучшение законодательства, повышение прозрачности компаний, введение ими реального внешнего 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. Эти направления будут рассмотрены более подробно в соответствующих разделах.

Все без исключения респонденты отмечают растущий интерес к совершенствованию корпоративного управления среди крупных российских компаний, за которыми постепенно тянется и средний бизнес. Ведь еще на рубеже нового столетия данная тема почти не звучала. По данным опросов, руководители большинства российских компаний не были осведомлены о принципах корпоративного управления<sup>1</sup>. И даже среди ведущих компаний их важность осознавали менее, чем 20% руководителей. А сегодня она признается большинством этих руководителей. Заявлен выраженный интерес к этой проблеме со стороны бизнес-сообщества (создание в 2003 году. Наци-

<sup>1</sup> Перемены в мышлении: корпоративное управление и перспективы взаимных инвестиций России и США. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2007. С. 14.

онального совета по корпоративному управлению – лишь один из примеров; другой пример – работа по развитию корпоративного управления, проводимая РСПП).

Проблема также вынесена на государственный уровень. Принят ряд новых важных законов и поправок к ранее принятым законам. В 2002 году Федеральной комиссией по ценным бумагам РФ был одобрен и рекомендован к внедрению Кодекс корпоративного поведения. В 2006 году Правительством Российской Федерации была утверждена Концепция развития корпоративного законодательства на период до 2008 года, разработанная Министерством экономического развития и торговли России. Правительством была также принята Стратегия развития финансового рынка России на 2006–2008 годы. Словом, можно считать, что *первичная институционализация корпоративного управления в России произошла*.

(14)

В то же время в развитии корпоративного управления отмечаются серьезные недостатки и ограничения – по-настоящему серьезные сдвиги касаются сравнительно небольшого числа 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.

Заметим, что более критичны в своих оценках нынешнего состояния западные эксперты и представители работающих в России западных компаний (видимо, в силу того, что они лучше знакомы с международным опытом и стандартами корпоративного управления). А несколько более оптимистично оценивают картину руководители ведущих российских компаний.

В целом процесс развития корпоративного управления оценивается экспертами как относительно медленный (по российским меркам), эволюционный, но при этом как поступательный и фронтальный – *регресса в последние годы ни по каким сколь-либо существенным направлениям не отмечает никто*.

Но если в оценках вектора изменений все эксперты, безусловно, единодушны, то скорость и глубина изменений порой оцениваются по-разному. Во многом это свя-

зано с тем, что **процесс развития корпоративного управления в сильной степени неравномерен**. Прежде всего отметим, что корпоративное управление по определению включает в себя два рода отношений – отношения с инвесторами (нынешними и потенциальными) и отношения с менеджментом компании. И по их поводу оценки произошедших изменений довольно сильно различаются. **В части отношений с инвестиционным сообществом наблюдается явный прогресс**, здесь изменения происходят более быстрыми темпами. В части же перестройки отношений основных акционеров с менеджментом, прежде всего **в отделении собственности от управления, сдвиги оцениваются как более скромные, умеренные**. Ниже эти вопросы будут рассмотрены достаточно детально.

(15)

Неравномерен процесс развития корпоративного управления и с точки зрения российских компаний, которые делятся на несколько групп. Первая включает до полусотни компаний-лидеров, которые уже приближаются по многим параметрам к международным стандартам корпоративного управления. За ними следует вторая группа из нескольких сотен (до одной тысячи) компаний, которые начали двигаться в данном направлении. Основная же масса компаний из более чем 180 тыс. российских акционерных обществ образует третью группу. Они хотя и числятся формально акционерными обществами, в отношении корпоративного управления пока не слишком продвинулись, ограничиваясь в основном декларациями и по минимуму соблюдая требования закона. Таким образом, когда мы говорим о серьезных сдвигах в корпоративном управлении, **речь идет о сравнительно небольшом числе публичных компаний**. Или, как образно выразился руководитель одного из исследовательских центров, «*корпоративным управлением охвачена только вершина айсберга*»<sup>1</sup>.

1 «Большой разрыв между тем, как поставлено корпоративное управление в ведущих 3–4 десятках компаний и следующими 150–200, и подавляющим большинством других компаний. В первых 3–4 десятках оно сопоставимо с мировым корпоративным управлением. В следующих (полутора-двух сотнях) оно находится на стадии формирования, созданы основные институты. У остальных есть примерное понимание, что такое корпоративное управление, но пока общей системы нет» (топ-менеджер международной компании).

Процесс внедрения корпоративного управления в ведущих российских компаниях может быть поделен на два условных этапа. Первый этап начался в 2001–2002 годах. К этому времени произошли первые выходы на международные финансовые рынки и сформировались исходные институциональные формы новой системы корпоративного управления, как выразился один из крупных бизнесменов, была создана своего рода «оболочка» этой системы.

Вслед за первым всплеском интереса к корпоративному управлению вновь последовало определенное затишье. И некоторое оживление процесса возникло уже на втором этапе, наступившем в 2005–2006 годах, когда процесс выхода на IPO приобрел массовый характер. Прошли «народные» IPO «Сбербанка», «Внешторгбанка» и «Роснефти». В 2006 году около 170 компаний заявили о планах разместить свои акции на фондовом рынке и стать публичными. Растут объемы и число эмитентов корпоративных облигаций, что также способствует повышению открытости компаний. Происходит и постепенное выстраивание процессов «вглубь». Ведущие компании развернули качественную перестройку механизмов корпоративного управления в соответствии с новыми институциональными формами. В отраслевом разрезе наиболее серьезные сдвиги наблюдаются в банковском секторе, электроэнергетике, металлургии, пищевой промышленности, ритейле, сфере услуг.

(16)

В чем заключается причина (или причины) активизации процессов развития корпоративного управления в России в начале нового столетия? Идет ли речь о внешнем давлении со стороны инвесторов, или о настойчивом побуждении к изменениям со стороны государственных регуляторов? Или, может быть, руководители компаний осознали внутреннюю потребность в перестройке сложившихся в 1990-е годы управленческих механизмов. Мнений на этот счет высказывается довольно много. Но в целом позиция экспертов относительно едина и может быть обобщена следующим образом. *К изменениям компании подталкивают, прежде всего, потребности в дополнительных финансовых ресурсах, оценке и наращивании стоимости*

**компаний.** Цель их владельцев – продать часть компании через фондовый рынок или продать бизнес целиком стратегическому инвестору.

Многие эксперты отмечают, что **корпоративное управление в России развивается параллельно с тем, как крепнет российский фондовый рынок.** Конечно, этот рынок еще слишком молодой и узкий, его динамика в сильной степени зависит от десятка «голубых фишек». К тому же отмечается его относительная слабость, зависимость от международных финансовых рынков и повышенная спекулятивная составляющая, подверженность манипуляциям, которая подкрепляется отсутствием всяческого законодательства об инсайдерской торговле. Зависимость же ведущих компаний от фондового рынка пока ограничена. Даже в крупных публичных компаниях доля свободно обращающихся акций пока не настолько велика, чтобы можно было говорить о его принципиальной роли в финансировании их деятельности.

(17)

Однако российский фондовый рынок быстро растет, на него выходит все больше инвесторов (в том числе мелких); число клиентов в последние два года ежегодно удваивается; увеличивается число нерезидентов, привлеченных повышенной доходностью операций. Создана базовая инфраструктура этого рынка, и он становится все более важным фактором в управлении стоимостью компаний. Особенно этому способствует **возникшая «мода на IPO»<sup>1</sup>**. Ее главными причинами являются:

- потребность в привлечении безвозвратных ресурсов – для инвестиций, вознаграждения собственников или направления средств на развитие других бизнесов;
- оценка стоимости компании, в том числе для ее возможной продажи;

---

<sup>1</sup> «Большое число компаний одновременно созрели к реализации своей стоимости, к выходу на публичный рынок. Многие компании подошли к пределу использования заемного капитала для развития, то есть увидели, что развиваться в качестве публичных компаний легче и быстрее» (руководитель подразделения крупной компании).



- защита компании от недружественных поглощений и захватов;
- формирование более благоприятного корпоративного имиджа<sup>1</sup>.

Первичное размещение акций напрямую связано с необходимостью вводить корпоративное управление. Конечно, бывают случаи, когда компания просто хочет привлечь деньги посредством IPO и после такого размещения «успокаивается», не уделяя корпоративному управлению особого внимания, рассматривая его как единовременную акцию. Но оказывается, что после получения статуса публичной компании обратной дороги уже нет, и приходится волей-неволей совершенствоваться в своей работе с инвесторами<sup>2</sup>. И пусть пока фондовый рынок наказывает компании скорее за ухудшение финансовых показателей (приведем пример розничной сети «Пятерочка» в 2006 году), а не за уровень корпоративного управления, со временем он станет более чувствитель-

(18)

1 «В основном крупные и средние компании проводят IPO, чтобы привлечь дополнительные финансовые ресурсы. Но и имиджевая составляющая имеет значение. Выходить на IPO, становиться публичной компанией стало модно» (представитель органов государственного управления). Более подробно причины выхода на IPO анализируются в следующем высказывании: «Бум IPO связан с тем, что все-таки это дешевле – привлечь деньги на рынке для развития бизнеса, чем банковский кредит. Если это все правильно делается, то в итоге это дешевле. Это раз. Два: в некоторых случаях крупные акционеры, мажоритарии хотят часть акций продать на рынок, расплыть среди большого количества акционеров, чтобы показать свою капитализацию реальную (она будет тогда видна сразу – сколько стоит компания) и чтобы в некоторых случаях как-то защититься от недружественного поглощения – такой, вроде бы, парадоксальный инструмент, но на самом деле так: если тебя поглощает государство, то иногда это может помочь... И люди иногда просто хотят получить деньги, крупные акционеры хотят продать, потому что им нужны деньги для каких-то других целей. Продают часть своей собственности и эти деньги используют для другого бизнеса, для каких-то потребительских задач» (руководитель крупной компании).

2 «IPO рассматривается часто как разовое мероприятие, после которого компании можно и расслабиться. Но от фазы первоначальной «эйфории» и последующей «усталости» компании все чаще переходят к третьей (фазе) – эффективной работе с инвесторами» (руководитель специализированного СМИ).

ным к большому числу параметров и, таким образом, начнет интенсивнее подтягивать этот уровень, выполняя дисциплинирующую и стимулирующую функции. Чем больше открываются компании, тем большее число факторов способно повлиять на изменение их стоимости. Это означает, что нужно держать под контролем возрастающее число разных параметров. Именно для этого и выстраиваются модели корпоративного управления. Так что влияние фондового рынка на развитие корпоративного управления в дальнейшем будет только возрастать.

Российские фондовые биржи (ММВБ, РТС) используют дифференцированный подход к требованиям в отношении корпоративного управления в зависимости от уровня листинга и финансовых инструментов. Помимо реализации своих прямых функций, они также помогают выстраивать своего рода промежуточные ступени к выходу на международные рынки с более высоким уровнем требований и более явным воздействием на процессы корпоративного управления. Это особенно важно, *ибо 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 со стороны международных финансовых рынков, с другой стороны, как стратегических инвесторов, которые все более активно приобретают активы за рубежом. Заметим, что первый фактор отмечается практически всеми экспертами, в то время как второй многими не упоминается. Между тем и для привлечения иностранных инвестиций, и для экспансии на глобальных рынках требуются информационная прозрачность и инструменты корпоративного управления в целом.

Российские государственные регуляторы в данном отношении тоже играют определенную стимулирующую роль, подталкивая компании вводить и совершенствовать корпоративное управление, но эту роль в данном случае эксперты советуют не преувеличивать. Она касается лишь некоторого минимума базовых требований (что, конечно, тоже важно). Но без осознания руководителями компаний внутренних потребностей в перестройке управленческих механизмов дело слишком далеко не продвинется.

(19)

Что же касается интересов владельцев компаний, то им удалось за период 1990-х годов консолидировать собственность в весьма значительных масштабах, что, безусловно, способствовало трансформации этих интересов и расширению горизонтов стратегического планирования. Но все же их заинтересованность во внедрении корпоративного управления порождена не внутренними потребностями, она производна от внешних требований, предъявляемых инвестиционным (прежде всего, западным) сообществом. Именно вызовы глобализации приводят к необходимости выработки новых стратегий, связанных с интернационализацией деятельности<sup>1</sup>.

(20)

Итак, потребность в корпоративном управлении в России в сильной степени формируется вследствие потребностей выхода на международный рынок. Для этого сначала вводится формальная атрибутика корпоративного управления, видимая внешними инвесторами, привыкшими к определенным стандартам. Но внешней атрибутикой дело уже не ограничивается. Ибо для того, чтобы поддерживать доверие инвесторов, особенно когда выход на фондовый рынок уже состоялся, приходится производить более глубокие изменения. А утратить доверие западных инвесторов не сложно, поскольку к российским компаниям они первоначально относятся с осторожностью. Не случайны неоднократные примеры падения стоимости российских компаний после первичного размещения акций. Через такой опыт (в том числе и негативный) приходит понимание того, что корпоративное управление связано не только с привлечением инвестиций и формированием благоприятного имиджа компании, но также с введением новых, более эффективных моделей управления.

## РАЗВИТИЕ КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА И ПРАКТИК ПРАВОПРИМЕНЕНИЯ

За период с принятия в 1995 году Федерального закона «Об акционерных обществах» *российское законодательство в области корпоративного права значи-*

---

<sup>1</sup> «Для многих компаний корпоративное управление является не осознанной необходимостью, а платой за возможность размещать акции в Лондоне» (руководитель специализированного СМИ).

*тельно улучшилось* – в этом у экспертов нет никаких сомнений. В 2000-е годы был принят целый ряд позитивно оцениваемых поправок в законы об акционерных обществах и о рынке ценных бумаг. Произошел существенный сдвиг в деле защиты прав миноритариев. В 2002 году появилась третья версия закона о банкротстве, которая позволяет в большей мере защищать права компании.

И хотя еще предстоит большая законодательная работа, касающаяся таких вопросов, как предотвращение рейдерства, борьба с инсайдерской торговлей, введение ответственности советов директоров, не устранена еще практика принятия законодательных поправок в частных интересах и даже в интересах одной крупной сделки, в целом к середине первого десятилетия 2000-х годов корпоративное законодательство в России уже вышло на весьма продвинутый уровень. По мнению руководителя одной из международных компаний: *«В России – самое лучшее корпоративное законодательство по сравнению со всеми развивающимися странами»*.

(21)

Но, как часто случается в российской хозяйственной жизни, **главная проблема заключается не в характере принятых законов, а в реальных практиках правоприменения**. Многие эксперты даже высказываются в том духе, что законов принято уже достаточно, надо только более четко их соблюдать. Дело в том, что вполне прогрессивная законодательная норма часто прикрывает хозяйственные практики, которые не соответствуют ее содержанию. Сплошь и рядом происходит деформализация формальных правил, возникают процессы извращения и подрыва институтов, когда законодательные нормы используются в частных интересах и в сильном несоответствии с первоначально заложенной в них идеей<sup>1</sup>. Ярким примером может послужить практика, порожденная вторым законом о банкротстве, принятым в 1998

---

<sup>1</sup> О деформализации формальных институтов см.: Радаев В.В. Деформализация правил и уход от налогов в российской хозяйственной деятельности // Вопросы экономики. 2001. № 6. С. 60–79; Радаев В.В. Социология рынков: к формированию нового направления. М.: ГУ-ВШЭ. 2003. Глава 8; Радаев В.В. Почему работают или не работают принимаемые законы / Тихомиров Ю.А. (отв. ред.). Реформы и право. М.: ГУ-ВШЭ. 2006. С. 24–37.

году из вполне рациональных намерений и послужившим в итоге инструментом для захвата эффективно работающих предприятий недобросовестными рейдерами<sup>1</sup>.

Многие законы не исполняются или соблюдаются сухо формально, следуя букве предписаний, не достигая предполагаемых целей<sup>2</sup>. Характерен пример с защитой интересов миноритариев, который еще будет рассмотрен ниже.

**Но особо болезненной проблемой, по мнению большинства экспертов, является практика работы судов.** В этой проблеме есть несколько сторон. Во-первых, часто отсутствует единая практика правоприменения, когда суды разного уровня и в разных регионах в одних и тех же случаях принимают неоднозначные решения<sup>3</sup>. Во-вторых, суды часто перегружены и решения могут приниматься слишком долго, а затем не всегда исполняться. А, в-третьих, серьезным фактором подрыва формальных институтов стало отсутствие независимости судов. Сначала на рубеже 2000-х годов речь шла об «обычной» коррупции, когда решения суда просто покупались одной из сторон. А в 2000-е годы более заметную роль начал играть административный ресурс, основанный на

(22)

- 
- 1 «К сожалению, наша правовая система с советских времен формируется по принципу формальной правды и формальной справедливости, то есть формальные моменты преобладают над сутью явлений. Многие нормы акционерного законодательства так и построены... Например, всем понятно, что компания, которая приобретает актив, – фиктивная, что она предназначена только для того, чтобы увести актив в сторону. Но никто ничего не может сделать, формально доказать факт в суде трудно. Чтобы поменять корпоративное законодательство в целом в лучшую сторону, нам необходимо принять содержательный подход...» (представитель органов государственной власти).
  - 2 «Ситуация типичная для России: законы, правила, кодексы и т.д. существуют на бумаге, а на практике они могут и не применяться» (руководитель крупной компании).
  - 3 «Разные суды разных инстанций в разных регионах принимают разные решения в идентичных случаях. Единой правоприменительной практики по некоторым вопросам достичь пока не удастся» (руководитель деловой ассоциации).

традиционном для России телефонном праве. Подобные практики часто сводят на нет все позитивные эффекты от усовершенствования законодательства<sup>1</sup>.

Необходимые изменения в практике работы судов суммированы в интервью с представителем органов государственного управления следующим образом: *«Необходимо рассмотрение дел арбитражными судами по месту нахождения или регистрации компании. Необходимо объединение в один вопрос (в одно дело) всех связанных вопросов (пока разные вопросы по одному и тому же поводу рассматриваются в разных судах, возникают судебные споры, рассмотрение дела затягивается)... Необходимо предоставление оперативной информации о проведении судебных разбирательств. Иногда собственники узнают о принятых судебных решениях после проведения суда... Рассмотрение судебных исков должно быть невозможным без представителей сторон...»*.

(23)

Добавим, что весьма действенным средством является открытость и широкая доступность информации о принимаемых судебных решениях, которая позволяет реагировать на нарушения представителям судебного и делового сообществ.

Помимо коренных изменений в работе судов, эксперты обращают внимание на **необходимость развития практики досудебного урегулирования споров**. Здесь непосредственной опорой может стать систематизация прецедентов и развитие пока не развитой практики прецедентных решений.

Немало говорится и о **внесудебном разрешении внутрикорпоративных и межкорпоративных конфликтов** – через посредников, обладающих высокой репутацией и выступающих в роли третейских судей. В 1990-е годы на эту роль часто претендовали силовые, в том числе криминальные, структуры. Теперь на нее претендуют бизнес-ассо-

---

1 «Скоро мы придем к той стадии, когда все законодательные резервы для улучшения ситуации будут исчерпаны, то есть останутся только правоприменительные... Такие вещи, как подкуп судов, чиновников, подделка регистрационных документов, никто не отменял, с ними невозможно бороться на законодательном уровне. Необходимы изменения в правоприменении. Большое значение имеет человеческий фактор...» (представитель органов государственной власти).

циации. Известно, что предпринимались попытки внедрить подобные практики в рамках Российского союза промышленников и предпринимателей и Торгово-промышленной палаты России. Но эти попытки большинством экспертов оцениваются довольно скептически. Если речь идет о сколь-либо крупных материальных спорах, перспективы их разрешения в третейских судах и деловых ассоциациях видятся пока с большим трудом – стороны либо договариваются между собой неформально, либо обращаются в суд (что, кстати, происходит в последнее десятилетие все чаще и чаще). Сказывается **хронический дефицит доверия** – и к возможным посредникам, и к контрагентам, которые могут просто не исполнить принятых решений<sup>1</sup>. Отмечается, впрочем, что такие практики работают более или менее эффективно – но только там, где речь идет о естественных монополиях – таких как «РАО ЕЭС» или «Газпром».

(24)

Наконец, помимо законодательных норм, подчеркивается позитивное значение принятого в 2002 году Федеральной комиссией по ценным бумагам РФ весьма обширного и детального **Кодекса корпоративного поведения**. Его принципы были сформулированы с учетом Принципов корпоративного управления Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), международной практики в сфере корпоративного управления и накопленного в России опыта. Этот Кодекс имеет сугубо рекомендательный характер, и закреплять его нормы в законе эксперты, за редкими исключениями, не предлагают. Хотя его требования уже учитываются при листинге на российских биржах и составлении годовых отчетов компаний для ФСФР. Но главное, он уже сыграл и продолжает играть важную роль, служа ориентиром для выработки корпоративных уставов, кодексов и положений, принимаемых с учетом специфики той или иной компании. И даже если на первых порах многие просто переписывали типовые положения общего Кодекса, это тоже шло на пользу введению норм корпоративного управления. А в некоторых

---

<sup>1</sup> «Если дело рассматривается третейским судом не в пользу каких-то организаций, то этим компаниям просто выгодно это решение не исполнять и максимально затягивать исполнение решения» (представитель органов государственного управления).

крупных компаниях разработанные внутренние нормы уже начали опережать положения этого Кодекса<sup>1</sup>.

Известно также, что в настоящее время этот Кодекс дорабатывается Экспертным советом по корпоративному управлению при ФСФР. Поддерживая этот процесс, опрошенные нами эксперты считают, что новый текст Кодекса следует сделать более компактным, ограничиваясь общей рамкой норм корпоративного управления, на основе которой компании смогут развивать свои внутренние нормативные документы.

## ИНФОРМАЦИОННАЯ ОТКРЫТОСТЬ КОМПАНИЙ

(25)

Транспарентность и информационная открытость компаний – важнейший элемент корпоративного управления. В этом отношении в 2000-е годы наблюдаются явные позитивные сдвиги. Еще в начале века мы немного знали о структуре собственности и доходов даже наиболее крупных и известных компаний. К настоящему времени известно уже значительно больше – на корпоративных сайтах публикуются финансовые отчеты и инвестиционные меморандумы, владельцы и топ-менеджеры компаний дают публичные интервью, где рассказывают о важных параметрах собственной деятельности. Все новые и новые ведущие компании раскрывают своих собственников. Так, например, в 2005 году это сделали «Альфа-Групп», торговая сеть «Магнит» компании «Тандер», ОАО «Новатэк», «ЕвразХолдинг», ОАО «Лебедянский» и др. В 2006 году к ним присоединились, в том числе «Альфа-Банк», «Пробизнесбанк», «Ренова».

Рейтинг информационной прозрачности российских компаний, рассчитываемый «Standard&Poor's», ежегодно растет: в 2002 году он равнялся в среднем 34%, а в 2006 году составил уже 56%. При этом рейтинг тех предприятий, которые прошли листинг на западных биржах, составляет 76%, а тех, что прошли листинг в России – 53%.

И, тем не менее, *в раскрытии информации прогресс относительно скромный*. А некоторые эксперты считают, что он в последние годы замедлился, а то и вовсе

1 «Полагаю, что внутренние документы, которые используют компании, – на шаг впереди российского законодательства» (руководитель деловой ассоциации).



приостановился. Причем, по прогнозам, он вряд ли серьезно повысится в ближайшие годы. Часто это связывается с делом «ЮКОСа», но вряд ли это единственная причина. Одним из руководителей крупной компании высказывалось даже мнение о том, что по сравнению с ведущими западными странами, российский бизнес остается на 99 % не-транспарентным. По отношению к крупнейшим компаниям это явное преувеличение. Но все же не случайно среди российских участников рынка мало желающих выйти на американский фондовый рынок с повышенными требованиями по детальному раскрытию информации, закрепленными законом Сарбейнса-Оксли. Предпочтение отдается менее требовательной Лондонской фондовой бирже. Заметим также, что в рейтинг «Standard&Poor's» в 2006 году было включено лишь 70 российских компаний.

(26)

Процесс повышения транспарентности сильно неоднороден. Наиболее открытым считается банковский сектор, во многом благодаря усилиям Центрального банка России. Большая степень информационной открытости достигнута за последние годы в разных отраслях – от электроэнергетики и металлургии до пищевой промышленности и ритейла. Менее прозрачны пока, по экспертным оценкам, такие сферы, как недвижимость и девелопмент. Государственные компании на данный момент в целом отстают от частных по степени прозрачности, хотя и здесь наблюдается позитивный тренд, в немалой степени в связи с выходом государственных структур на IPO.

Информационная открытость имеет два принципиальных измерения. Первое связано с публикацией отчетности компании, второе – с раскрытием структуры ее собственности.

Начнем с публикации отчетности. **Информационная открытость требует значительных транзакционных издержек.** Речь идет не столько о самой публикации информации, сколько о ее сборе, обработке, соответствующем контроле информационных потоков. Но главная проблема, конечно, не в этих издержках. Возникает проблема качества информации. Огромные формальные отчеты с массой общих слов и, наоборот, ненужных мелких деталей не всегда прибавляют реальной транспарентности. Информация должна более рационально структурировать-

ся и объясняться, что делается далеко не всегда; это связано, в том числе с **недостаточно высокой корпоративной культурой производства отчетов**. Сами отчеты порою публикуются с полугодовым опозданием.

Что же касается форм публикации информации, **эмittenты все активнее переходят от печатных к электронным СМИ**. И, несмотря на далеко не стопроцентный доступ населения России к сети Интернет, следует расценивать это как явный шаг вперед с точки зрения большего покрытия аудитории и, главное, оперативности предоставления данных.

Важно не только сообщать информацию о собственной деятельности, но и необходимо чтобы эта информация была адекватной и понятной для делового сообщества. Этому способствует переход компаний на те или иные международные стандарты финансовой отчетности. С каждым годом число таких компаний увеличивается, но это не всегда приводит к соответствующему повышению информационной открытости. А некоторые проводят аудит, но не публикуют отчетность, или делают это в сильно урезанном виде. Для них такой переход важен, чтобы правильно оценить ситуацию, в которой находится компания, знать, что в ней происходит.

Но все же в части финансового аудита мы имеем значительный и очевидный прогресс. И **публикация основных финансовых показателей деятельности распространена достаточно широко. С раскрытием реальных собственников дела обстоят куда более скромно**. В российском законодательстве такие требования не содержатся. И многие компании предпочитают воздерживаться от оглашения списка своих бенефициаров, не оглашают размеры вознаграждений, получаемых владельцами и топ-менеджерами. Или, как выразился один из руководителей специализированных СМИ: *«не любят у нас раскрывать информацию о личных доходах и о бенефициарах, особенно если они забились глубоко в оффшорные зоны»*. Не слишком открытой остается сфера формирования затрат. То есть информационная открытость повышается, но не до степени прозрачности.

Основная проблема заключается в противоречивой оценке последствий информационной открытости, ко-

(27)

тору дают владельцы и менеджеры компаний. С одной стороны, если компания хочет привлечь инвесторов и получить заемный капитал, приходится думать о большей прозрачности. С другой стороны, многие по-прежнему считают, что *повышение прозрачности создает дополнительные риски по снижению конкурентоспособности и общей безопасности бизнеса*<sup>1</sup>. Добавим, что мнения опрошенных нами экспертов в данном отношении тоже расходятся: примерно половина считает, что с повышением прозрачности степень уязвимости компании снижается, а другая половина – что, наоборот, возрастает.

Что же угрожает бизнесу, по мнению самих руководителей? В первую очередь возникает вопрос о большей уязвимости перед налоговыми органами. Относительно невысокий уровень информационной открытости, помимо естественной в российских условиях боязни повысить степень собственной уязвимости, является отражением характера российского бизнеса, который в 1990-е годы оказался сильным образом вовлечен в теневые схемы. В 2000-е годы начался процесс постепенной ступенчатой легализации – ведущие участники рынка отказывались сначала от открыто «черных» (нелегальных), а затем и «серых» (полулегальных) деловых схем. Но процесс этот не полностью завершен и достаточно противоречив, имеет собственную инерцию<sup>2</sup>. Сохраняются компании, которые по-прежнему практикуют подобные схемы<sup>3</sup>. А у тех, кто от них отказался, тоже есть свои «скелеты в шкафу». К тому же, раскрыв

(28)

---

1 «Чем более прозрачна компания, тем более она защищена с одной стороны, но, одновременно, тем менее она защищена с другой стороны. Она – как на ладони. Те, которые хотели бы ее захватить, имеют полную картину, имеют возможность действовать, исходя из пробелов в законодательстве» (представитель органов государственной власти).

2 О процессе легализации российского бизнеса см.: Радаев В. Российский бизнес: на пути к легализации? // Вопросы экономики. 2002. № 1. С. 68–87; Радаев В.В. Социология рынков: к формированию нового направления. М.: ГУ-ВШЭ, 2003. Главы 12–14.

3 «Есть компании, совершенно такие, которые имеют огромный оборот, и вы о них даже не знаете, с огромнейшими оборотами многомиллиардными, которые сидят в тени и не хотят показывать вообще ничего... и никто о них не знает» (руководитель крупной компании).

реальную структуру собственности, спрятать ее потом будет куда труднее, если вообще возможно.

И все же этот фактор в данном случае не является решающим – проверки налоговой службы, равно как и ее результаты, слабо зависят от наличия или отсутствия информационной открытости (налоговики и так имеют доступ к этой информации). Куда больше беспокоят прямые конкуренты, которые, как считается, не преминут воспользоваться дополнительной информацией. Поэтому во многих случаях требования информационной открытости компании вступают в объективное противоречие с ее заботой о своих коммерческих интересах<sup>1</sup>.

Не хочется облегчать и работу рейдерам, которые (29) могут заинтересоваться активами компании, и стать объектом недружественного поглощения. Сохраняется и опасность гринмейла – вымогательства со стороны миноритарных акционеров, которым также не хочется давать лишних поводов проявить свою активность.

И конечно, в качестве одного из основных источников угрозы с точки зрения потенциального вмешательства и передела собственности рассматривается государство в лице контролирующих и правоохранительных органов.

В итоге причины сохранения невысокого уровня открытости можно суммировать следующим образом:

- 1) решение деликатных проблем налоговой оптимизации;
- 2) боязнь недружественных поглощений;
- 3) значительные политические риски, возросшие с началом «борьбы с олигархическим капиталом»;
- 4) отсутствие соответствующей корпоративной культуры.

В целом можно сказать, что, как правило, **требования информационной прозрачности соблюдаются по минимуму и делается это довольно формально**, то есть соблюдаются предусмотренные российским законодательством

---

<sup>1</sup> «Прозрачность компании не всегда ей на руку. В определенных сферах отсутствие transparency – бизнес-составляющая развития компании. Иначе просто отдаешь информацию конкуренту... Речь идет о финансах, о доле рынка, развитии рынка, стратегии развития... Компания не может быть прозрачна как слеза младенца» (руководитель подразделения крупной компании).

вом минимальные требования. За пределами же требований законодательства степень прозрачности – вопрос сугубо индивидуальный, который каждая компания решает для себя сама. Нижняя граница определена законом, а верхняя определяется не в соответствии с какими-то установленными стандартами, а в каждом конкретном случае.

Еще один важный момент связан с тем, что информационную открытость не следует трактовать абстрактно – как абсолютную публичность, или раскрытие информации для всех желающих. **Многие компании понимают ее значительно более узко – как открытость перед лицом инвесторов и акционеров.** Иными словами, открытость «для общества» проявляется в формальном соблюдении минимальных требований, а открытость для контрагентов и крупных стейкхолдеров зависит от конкретных требований и является в том числе результатом переговорного процесса. Как выразился руководитель крупной компании: «прозрачность должна быть умеренной... и в некоем смысле, должна быть избирательной»<sup>1</sup>.

(30)

В этом смысле важно, что процессы повышения прозрачности запускаются на горизонтальном уровне – компании хотят лучше понимать своих контрагентов и подталкивают друг друга к большей открытости. Таким образом, возникает процесс саморегуляции, который не спускается «сверху» – государством или деловыми ассоциациями, а приводится в движение самими участниками рынка, желающими минимизировать собственные риски.

## ЗАЩИТА СОБСТВЕННОСТИ И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Состояние корпоративного управления во многом зависит от того, в какой мере защищены права част-

---

<sup>1</sup> Приведем еще несколько характерных высказываний на этот счет: «Никто не дает большей прозрачности, чем необходимо для собственников, кредиторов и регуляторов» (руководитель исследовательского института). «С прозрачностью в российских условиях нужно быть предельно осторожным. Она необходима ровно для того, чтобы работать на финансовых рынках, большей прозрачности не нужно» (руководитель подразделения крупной компании). «Компания открывается в той степени, в которой диктует законодательство. Никто ничего добровольно не делает» (топ-менеджер международной компании).

ной собственности. Говоря о защите этих прав, следует различать два ее важнейших аспекта – защиту прав основных владельцев и прав миноритарных акционеров. Второй аспект является внутренним элементом корпоративного управления, в то время как первый имеет более фундаментальный характер и связан с природой отношений собственности в целом. Именно с рассмотрения этого более фундаментального аспекта мы и начнем.

Известно, что *собственность российских компаний характеризуется в настоящее время высоким уровнем концентрации*<sup>1</sup>. Класс портфельных инвесторов, располагающийся между доминирующими акционерами и мелкими миноритариями, в России остается не развитым.

(31)

Такая ситуация обусловлена историей происхождения негосударственной собственности в период реформ. На первом этапе в результате приватизации в середине 1990-х годов собственность была распылена (в основном между множеством инсайдеров – менеджеров и работников предприятий). На втором этапе происходило два параллельных процесса: менеджмент предприятий скупал акции у трудового коллектива, концентрируя собственность в своих руках; одновременно повышалась доля приходящих на предприятие новых внешних собственников, которые во многих случаях покупали эти предприятия.

Но кто бы ни становился основным владельцем – «красные директора» или новые собственники – их основное стремление в 1990-е годы состояло в том, чтобы

---

<sup>1</sup> По данным опроса руководителей 822 акционерных обществ в отраслях промышленности и связи, проведенного Институтом анализа предприятий и рынков ГУ-ВШЭ в 2005 году в 64 регионах России, 71% компаний имеют акционера, обладающего более чем половиной акций, причем из них только 30% упомянули наличие второго крупного акционера с блокирующим пакетом акций. При этом наличие такого второго акционера фактически не сказывается на деятельности внутрикорпоративных механизмов. А подавляющее число руководителей (87% ответивших) указали на наличие в их компании собственника, контролирующего предприятие. Характерно также, что большинство респондентов считают сложившийся уровень концентрации оптимальным (70%) или даже хотели бы его повысить (18%) (см.: Долгопятова Т. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирические свидетельства) // Вопросы экономики. 2007. № 1. С. 87, 97).

консолидировать собственность и защитить ее от захвата. К 2000-м годам этот процесс был успешно завершен. Достигнутый высокий уровень концентрации собственности (от 75 до 100 %) был призван защитить владельцев и обеспечить им полный контроль над бизнесом. С получением контроля у основных владельцев (за исключением тех, кто ограничился простым разворыванием активов) появился относительно устойчивый интерес к судьбе предприятия, что побуждало к выработке новых структур управления. Данный процесс был закономерен, и в целом его следует оценивать позитивно.

Менее очевидным является ответ на следующий вопрос: формируются ли сегодня условия для децентрализации собственности? На этот вопрос большинство экспертов отвечают отрицательно. Более того, они указывают на *тенденцию к дальнейшему укрупнению собственности*, которое в том числе стимулируется и действиями государства.

Казалось бы, этот вывод прямо противоречит данным о развивающейся практике выхода крупных компаний на IPO. Ведь такой выход по определению связан с расширением круга собственников и, следовательно, с распылением собственности. Но дело в том, что подобное распыление допускается только в строго ограниченных пределах – на фондовый рынок выводится, как правило, не более 25% акций – и не сопряжено с перераспределением функций контроля над компанией. *Владельцы готовы расстаться с частью активов и соответствующей частью будущих доходов, но совершенно не готовы поступиться своим контролем над предприятиями*<sup>1</sup>.

Это связано, разумеется, не только с потребностями защиты собственного бизнеса, но и с желанием полностью контролировать весь бизнес. Отказ от контроля, даже если бизнесу не угрожает недружественное поглощение, сопря-

(32)

1 «Пока, на мой взгляд, абсолютное большинство собственников российских компаний не готовы отдавать контроль. В этом смысле в ближайшие 10–15 лет радикальных изменений не будет. Но наблюдается и, видимо, усиливается тенденция со стороны крупных и средних компаний к выходу на фондовый рынок, чтобы передать некоторое количество акций в собственность мелким акционерам, в том числе частным лицам в России и за рубежом» (руководитель исследовательского центра).

жен с изменением самой философии управления, к которому многие пока не готовы (мы еще вернемся к этому вопросу в разделе о менеджменте).

Итак, сегодня происходит двухсторонний процесс одновременной централизации и децентрализации собственности. Но при этом децентрализация имеет частичный характер, она периферийна по отношению к собственническому ядру компании и в первую очередь служит инструментом для повышения ее стоимости в интересах основного акционера<sup>1</sup>. Кроме того, выход на фондовый рынок рассматривается также как инструмент защиты от передела собственности государством<sup>2</sup>. (Хотя практика показывает, что при возникновении таких намерений, наличие миноритариев, в том числе иностранных, никого не спасает).

(33)

С точки зрения долгосрочной перспективы наблюдаемый нами сегодня высокий уровень концентрации собственности можно рассматривать как своего рода промежуточный этап. И в дальнейшем этот уровень, как предполагается, должен постепенно снижаться. Но в ближайшей перспективе (как минимум, пятилетней) эксперты никаких существенных изменений не ожидают – либо «в распыл» на фондовом рынке пускается небольшая часть акций при сохранении контроля за основным владельцем, либо бизнес продается целиком какому-нибудь стратегическому инвестору<sup>3</sup>.

---

1 «Появление внешних инвесторов – больше элемент создания стоимости, чем деконцентрации собственности... Вопросы концентрации и деконцентрации – вторичные по отношению к вопросам создания и реализации стоимости» (руководитель подразделения крупной компании).

2 «Определенную роль играет восприятие глобального фондового рынка как в некоем смысле страховки от рисков, связанных с российским государством. Наличие большого количества мелких российских акционеров, в том числе физических лиц, наличие некоторого количества реальных – не номинальных, в виде офшоров – иностранных собственников воспринимается как фактор, который в некоторой степени может сдерживать агрессивные поползновения российского государства» (руководитель исследовательского центра).

3 «Концентрация собственности – необходимый промежуточный этап, который необходимо пройти. Мы как раз на пороге. Я не знаю ни одного собственника, который снизил бы пакет ниже контрольного пакета. Это еще предстоит» (руководитель подразделения крупной компании).



Другой *важной характеристикой крупных и средних российских компаний является их преимущественная закрытость*, несмотря на то что многие из них формально являются открытыми акционерными обществами. Специфика российской экономики заключается в том, что при проведении приватизации организационно-правовая форма акционерных обществ была искусственно навязана компаниям, которые на деле не переставали быть частными предприятиями, а акционерными обществами оставались сугубо номинально. С этим и связана в немалой степени их закрытость.

Сегодня и на ближайшую перспективу большинству таких номинальных акционерных обществ никакая открытость, по существу, не нужна. Организационно-правовая форма закрытого акционерного общества (ЗАО) в существующем виде фактически дублирует форму общества с ограниченной ответственностью (ООО), компании, организованные в форме ЗАО, как правило, не планируют получение статуса публичной компании. Поэтому экспертами предлагается привести их организационно-правовой статус в соответствие с реальной структурой. Это предполагает отказ от деления акционерных обществ на ОАО и ЗАО, а также введение критерия публичной компании и порядка отказа от этого статуса. В связи с этим повышение стандартов корпоративного управления и связанных с ним издержек должно способствовать, по их мнению, расслоению компаний, часть которых станет публичными, а другие соответственно перестанут быть акционерными обществами<sup>1</sup>.

В то же время пока небольшое, но все возрастающее число компаний постепенно открывается для внеш-

(34)

---

<sup>1</sup> «К чему свечному заводу с двумя с половиной работниками и одним акционером с 99% акций продолжать оставаться открытым акционерным обществом?! Сейчас открытым акционерным обществом быть дешево. К чему мучиться, перерегистрироваться?! Повышением издержек законодательно установленной прозрачности мы часть компаний начнем выталкивать из сферы корпоративного управления... Не должна частная компания называться акционерным обществом. Возможно, как ни странно, повышение стандартов раскрытия информации заставит часть компаний перестать быть открытым акционерным обществом» (эксперт исследовательского центра).

них, в том числе для иностранных, инвесторов. Этот *процесс увеличения прозрачности идет параллельно с повышением стоимости компании*. Когда стоимость компании меньше стоимости принадлежащих ей ресурсов (как это сложилось в немалой степени в ходе приватизации собственности), ей нет особого смысла открываться. Во-первых, компания становится привлекательным объектом для недружественного поглощения или откровенного захвата. А, во-вторых, в случае продажи активов за них не удастся выручить желаемых сумм. Компании начинают открываться для инвесторов тогда, когда в состоянии побудить их заплатить надлежащую, по их оценкам, сумму. Вдобавок, высокая цена активов становится дополнительной защитой от захватчиков. А поскольку процесс капитализации не завершен, то есть цена, которую реально могут получить владельцы на рынке, не вполне соответствует их желаниям, тенденция к выходу на фондовый рынок еще не является устойчивой.

(35)

Одна из распространенных болезней российского корпоративного управления, которая порождает и, по всей видимости, будет порождать корпоративные конфликты, связана с деятельностью *инсайдеров*. Для начала разберемся, что имеется в виду под этим термином. Некоторая путаница возникает здесь из-за того, что он употреблялся в двух совершенно различных смыслах.

Более раннее толкование возникло в период приватизации собственности. Тогда инсайдерами называли менеджеров и работников предприятий, получивших доступ к его собственности. Они противопоставлялись аутсайдерам, под которыми понимались новые внешние собственники. Борьба между инсайдерами («красными директорами») и новыми собственниками за консолидацию собственности и получение контроля – один из основных стержней приватизационного и постприватизационного периодов. Сегодня такое определение инсайдеров, которое, кстати, было нейтрально по отношению к закону, потеряло всяческий смысл, поскольку новые собственники (в том числе и не работающие на предприятии) уже давно относятся к тем же инсайдерам.

В настоящее время утвердилось другое понимание инсайдерства, которое куда больше соответствует

общепризнанным мировым канонам. С этой точки зрения *инсайдер – это лицо, имеющее доступ к конфиденциальной информации, обнародование которой способно повлиять на стоимость акций компании на фондовом рынке*. Проблема возникает тогда, когда инсайдеры используют эту информацию для собственного обогащения, то есть для инсайдерского трейдинга.

Понятно, что явление инсайдерского трейдинга в 1990-е годы в России не имело особого распространения в силу фактического отсутствия фондового рынка. В 2000-е годы это явление стало более значимым, обострились и соответствующие проблемы<sup>1</sup>. Но пока нет специального закона, который квалифицирует эти действия, определяет их криминальный характер и предусматривает четкую ответственность. На данном этапе вопрос регламентируется только на корпоративном уровне. Выходя на фондовый рынок, крупные компании принимают свои регламенты, которые подписываются лицами, причастными к конфиденциальной информации. И круг инсайдеров, равно как и мера их ответственности, определяется компаниями самостоятельно.

(36)

Все эксперты сетуют на отсутствие соответствующего российского законодательства и фактическую незащищенность компаний от недобросовестных действий инсайдеров, которые сегодня не несут за них никакой ответственности. Соответствующий закон находится в стадии разработки в стенах ФСФР. Но эксперты предвидят объективные сложности с его принятием и последующей реализацией: доказать причастность того или иного лица к инсайдерской торговле зачастую очень сложно.

На фоне отсутствия законодательных определений случаются и некоторые расхождения в трактовке того, кого собственно относить к инсайдерам. Так, некоторые предлагают относить к ним собственников, имеющих, скажем, не менее 10% акций, или членов органов управления, участвующих в принятии стратегических решений. По нашему

---

<sup>1</sup> «В 1990-х годах не было инсайдеров, так как не было торговли акциями. Была инсайдерская приватизация. Речь идет об инсайдерах, относящихся к двум разным процессам. Инсайдеры, которые были в 1990-е годы, нет, но есть инсайдеры, которые есть во всем мире» (руководитель исследовательского центра).

убеждению, следует исходить из более широкого определения, когда к числу инсайдеров относятся любые субъекты, имеющие по праву или получившие в результате каких-то действий доступ к конфиденциальной информации и распоряжающиеся ею в целях собственного обогащения. Это могут быть не только собственники или работники предприятия, но также, например, представители контролирующих органов, проводящие проверки. Приведем один из примеров такого определения от наших экспертов:

*«Инсайдером является любой человек, который... обладает важной конфиденциальной информацией и может для собственного обогащения или в интересах борьбы с конкурентной стороной воспользоваться этой информацией на бирже для повышения или понижения [стоимости акций]»* (руководитель крупного предприятия).

(37)

В целом экспертов объединяет негативное отношение к инсайдерам. Несколько более лояльно к ним относятся (по понятным причинам) представители СМИ, но здесь речь идет не об инсайдерском трейдинге как таковом, а получении информации для журналистских нужд.

В последнее время в России **развернулась борьба с рейдерством**. И возникает вопрос: привела ли она к сколь-либо заметным успехам? Представляет интерес также и то, как изменяются методы защиты от недружественных поглощений. Начнем с того, что само по себе рейдерство не является чем-то незаконным, эта практика существует во всем мире. Рейдеры считаются своего рода «санитарами леса», выполняющими пусть не очень чистую, но в принципе полезную работу. Проблема же российских рейдеров заключается в том, что ими часто применяются незаконные или полужаконные методы. Поэтому, говоря о рейдерстве, полезно разделять недружественные поглощения как таковые и захват собственности, производимый с явным или неявным нарушением законов<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> «У нас часто смешивают рейдерство как способ перераспределения в терминах недобросовестных захватов и рейдерство как недружественное поглощение. Эти вещи надо четко разделять, потому что второй вариант перераспределения – совершенно нормальный. Другое дело, что рейдерство как недружественное поглощение у нас сильно затруднено из-за того, что пакеты акций плохо торгуются на фондовом рынке» (руководитель исследовательского центра).

Практики захвата собственности прошли через три условных этапа. На первом этапе в начале и в середине 1990-х годов были распространены наиболее грубые, силовые методы отъема бизнеса. Затем в 1998 году, с принятием второго закона о банкротстве, наступил второй этап, когда более популярной стала практика банкротства относительно эффективно работающих предприятий. Когда же в 2002 году приняли новую, третью версию закона о банкротстве, усложнив его процедуры, мы стали свидетелями третьего этапа борьбы с рейдерством в его сегодняшнем виде. Здесь на передний план вышли юристы, находящие все новые и новые лазейки в законодательстве<sup>1</sup>. Одновременно широко применялся подкуп судов, подмена документов, махинации с реестрами акционеров и прочие незаконные методы, в том числе с использованием представителей правоохранительных структур (без поддержки или непосредственного участия которых чаще всего нельзя было обойтись)<sup>2</sup>.

(38)

В настоящее время, по мнению многих экспертов, можно говорить о начале нового этапа, когда период массовых нарушений постепенно преодолевается. Бурный период завершен, отчасти переместился в регионы, спустился с уровня крупного на уровень среднего бизнеса. Рейдерство, в том числе и с использованием полузаконных методов, конечно, сохраняется (приводится, в частности, пример сферы недвижимости), но 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, ко-

---

1 «Формальный закон позволяет несправедливо отнять собственность. В частности, за счет коррумпированности судов» (представитель органов государственной власти).

2 «С появлением специалистов в разных областях закон стало легче обойти, тем более, что у нас несовершенное законодательство. И не имеет смысла с нападениями и битьем морд что-то отнимать, потому что это можно сделать цивилизованно, тихо и не понести за это наказания» (аналитик специализированного СМИ). «В 1990-е годы вопрос решался силовым способом. Сейчас вопросы решаются больше юристами, чем людьми, которые занимаются безопасностью предприятия... но количество конфликтов не уменьшается» (аналитик специализированного СМИ).

торые предлагают услуги по такой защите. В-третьих, предприняты дальнейшие усилия по совершенствованию законодательства. Министерство экономического развития и торговли вместе с Высшим арбитражным судом России готовят новые пакеты предложений, которые призваны затруднить действия недобросовестных захватчиков. Есть надежды на то, что будет утвержден закон о центральном депозитарии и создана учетная система, при которой станет невозможно, как делалось раньше, выкрасть и подменить реестр. Наконец, в-четвертых, удалось сформировать негативное отношение к рейдерству как явлению, с которым следует вести последовательную борьбу.

В результате с ростом издержек подобной деятельности многие известные рейдерские фирмы мигрируют в другие, более спокойные сферы бизнеса. А нередко явно или не явно стоящие за ними крупные группировки отказываются от наиболее одиозных методов захвата собственности<sup>1</sup>.

С этим, в свою очередь, связан вопрос **о снижении по сравнению с 1990-ми годами роли криминальных группировок**. По этому поводу мнение экспертов совершенно единодушное: это влияние утрачено еще до начала 2000-х годов. И, по крайней мере, в крупном бизнесе их воздействие сегодня не ощущается. Области бандитского контроля и передела еще сохраняются в отдельных криминализованных сферах и некоторых регионах (чаще всего упоминают Дальний Восток). Но в целом криминальный бизнес трансформировался, перейдя в более цивилизованные сферы<sup>2</sup>. Этому способствовала и прогрессирующая легализация деятельности ведущих участников

(39)

- 
- 1 «Мне кажется, прямое рейдерство становится анахронизмом. Рейдерство мутирует в сторону гринмэйла, в сторону более тонких, хирургических действий в отношении компании. Речь уже не идет о поддельных решениях судов, которые штамповали раньше. Сейчас покупают акции и забрасывают компанию запросами, по возможности блокируют важные решения, чтобы выторговать какие-то преференции...» (руководитель подразделения крупной компании).
  - 2 «Те, кто занимались криминалом в 1990-е годы, стали сейчас добропорядочными бизнесменами. Повысился интеллектуальный уровень. Все стало более цивилизованно происходить» (руководитель крупной компании).

рынка, ибо криминал тянется в первую очередь туда, где происходит более или менее явное нарушение закона.

Что же мешает сегодня этому переходу к более цивилизованным формам перераспределения собственности? Если криминальные действия, связанные с применением физического насилия, происходят намного реже, чем в 1990-е годы, то **криминал, связанный с коррупцией, напротив, не только никуда не исчез, но, по свидетельствам экспертов, заметно вырос**<sup>1</sup>. Речь идет, как правило, о государственных силовых структурах, но самой большой бедой считается коррупция в судах. Причина трансформации понятна: легче, дешевле и безопаснее подкупить суд, чем бегать с автоматами.

(40)

Известны примеры, когда давление со стороны государства в форме крупных налоговых претензий и заведения уголовных дел организуется для снижения стоимости компании и последующей смены собственника. И в отличие от криминальных структур специфика позиций органов государственной власти заключается в том, что от них практически невозможно защититься. Руководители компаний и специально нанятые люди вынуждены проводить постоянную работу по налаживанию и поддержанию отношений с госорганами, в том числе чтобы избегать конфликтов с контролирующими и правоохранительными структурами.

Особым способом защиты бизнеса (часто более эффективным, чем всякое корпоративное управление) стало **партнерство с крупными чиновниками**, которые патронируют данный бизнес и, например, через своих родственников имеют в нем определенную долю.

Таким образом, можно заключить, что в деле захвата собственности **в 2000-е годы силовые методы уступили свое место юридическим манипуляциям и махинациям**. В будущем недружественные поглощения, несомненно, будут иметь место и даже играть весьма важную роль. Но ожидается, что компании перейдут к более цивилизованным (законным по букве и по духу) методам таких поглощений, существование которых

<sup>1</sup> Например, в Индексе восприятия коррупции 2006 года, подготовленном «Transparency International», Россия оказалась на 121 месте из 163 обследованных стран.

будет мобилизовать компании к повышению качества управления.

Часть этих поглощений будет иметь так называемый дисциплинирующий характер – как реакция на неэффективное ведение дел и способ повысить эту эффективность. Нашим экспертам задавался вопрос о наличии таких поглощений сегодня. Но оказалось, что дать такую оценку крайне сложно ввиду непрозрачности ситуации до и после поглощения, не позволяющей объективно проанализировать последствия перехода собственности в другие руки.

В заключение раздела оценим, как меняется ситуация в отношении общего уровня защиты собственности. Большинство экспертов соглашается с тем, что этот уровень повышается, но происходит это довольно медленно. В чем причина? Фундаментальная проблема, на наш взгляд, заключается не в отсутствии тех или иных законов и даже не в извращенных практиках правоприменения, когда правоохранительные органы не слишком ориентированы на защиту частной собственности. Дело в том, что **крупная собственность в России так и не обрела полной легитимности** – ни с точки зрения государства, которое способно спустя много лет поставить под вопрос результаты приватизации, ни с точки зрения общественного мнения, в котором преобладает взгляд на крупную собственность как на результат разворовывания общенародного достояния. То, что все происходило в соответствии с законами своего времени, никого не убеждает, потому что отношение к собственности формируется не на основе представлений о законности, а на основе убеждений в несправедливости механизмов ее распределения. И преодоление этого массового культурного стереотипа требует изрядного времени, не укладывающегося в рамки одного поколения.

Наконец, задавался вопрос о том, **как взаимосвязаны вопросы защиты собственности и уровня корпоративного управления** в России. Многим этот вопрос кажется очевидным. Чем лучше компания соблюдает все законы, тем более защищенной она может себя чувствовать. Тем более, что с точки зрения экономической теории связь здесь самая прямая – уровень корпоративного

(41)



управления рассматривается как одна из производных более фундаментального вопроса о правах собственности. Но нельзя не отметить, что при анализе деловых практик в этом пункте мнения экспертов заметно расходятся. Значительная их часть соглашается, что эти два процесса чаще всего идут параллельно, но не видит между ними прямой зависимости.

Дело в том, что, несмотря на многие пересечения, эти процессы все же имеют разные основания. Защита собственности в большей степени связана с действиями государства в области законодательства и практик правоприменения. А корпоративное управление в большей степени зависит от стратегических позиций самой компании<sup>1</sup>. **И само по себе корпоративное управление не защищает бизнес** или защищает только отчасти, не устраняя необходимости чисто юридических средств такой защиты.

(42)

## ЗАЩИТА ИНТЕРЕСОВ МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ

Вслед за рассмотрением вопроса о защите прав основных акционеров важно определить, в какой степени доминирующие собственники действуют в интересах всех акционеров. Именно соблюдение прав миноритариев является одним из ключевых элементов корпоративного управления и индикаторов его относительной зрелости<sup>2</sup>.

На первый взгляд, здесь среди экспертов наблюдаются серьезные расхождения в оценках: одни считают, что ситуация в 2000-е годы существенно улучшилась и интересы миноритариев в целом защищены, другие – что интересы миноритариев по-прежнему игнорируются. Но при более внимательном анализе оказывается, что это

1 «Совершенствование корпоративного управления в значительной степени зависит от компаний, защита прав собственности в значительной степени зависит от государства. Компании могут нарушать права миноритарных акционеров или не нарушать, организовывать рейдерские атаки на другие компании или не организовывать... Но главное в вопросе защиты прав собственности – за государством» (руководитель исследовательского центра).

2 «Пять лет назад человек мог быть либо собственником, либо никем. Понятия миноритарный акционер в обычном праве не было. Если оно полностью укоренится в обычном праве, считайте, что корпоративное управление в России состоялось» (представитель органов государственной власти).

противоречие во многом кажущееся. Оно связано с тем, что **законодательство в отношении прав миноритариев действительно серьезно усовершенствовано** и формально их интересы находятся под защитой<sup>1</sup>. Однако реальная практика более сложна, и часто все ключевые решения принимаются в интересах мажоритариев.

Впрочем, о правах миноритарных акционеров, которые должны соблюдаться при надлежащем корпоративном управлении, следует говорить более конкретно. И, обобщая то, что говорили наши эксперты, можно выделить **два вида прав**. Первый – фундаментальные права, которые не должны нарушаться независимо от того, какие стратегические решения принимает компания. Второй вид прав – производные, соблюдение которых зависит от стратегических решений, специфики компании и избранной модели корпоративного управления.

(43)

К числу **фундаментальных прав**, по нашему мнению, относятся:

- право на защиту стоимости акций от снижения, не связанного с рыночной конъюнктурой;
- право на получение информации о положении компании и принимаемых стратегических решениях;
- право на выход, то есть на продажу акций по рыночной стоимости.

Первое из этих прав гарантирует сохранение стоимости акций, то есть предотвращение вывода активов и разводнения капитала в результате осуществленных сделок с заниженной стоимостью. Второе и третье – возможность принимать рациональные решения в отношении своей собственности.

**Производными правами** на этом фоне являются следующие:

- право на доход (в том числе на получение дивидендов);
- право на участие в управлении.

---

<sup>1</sup> «Распространено мнение, что права миноритарных акционеров в законодательстве и так хорошо прописаны, интересы и так хорошо защищены, то есть миноритарные акционеры и так должны чувствовать себя вполне комфортно» (руководитель консультативного центра).

Получение дивидендов не является обязательным условием, и большинство российских акционеров приобретали акции не в расчете на их получение, а, скорее, в надежде на рост их стоимости. Выплата дивидендов зависит от стратегии компании и решения собрания акционеров (подробнее этот вопрос будет рассмотрен в следующем разделе).

Участие же в управлении для мелких акционеров не является ключевым требованием, а для большинства из них оно, по сути, и невозможно. Скорее, речь идет о представительстве их интересов в совете директоров. Впрочем, большинство миноритариев на это не претендуют. Хотя если в составе миноритариев появляются инвестиционные фонды, владеющие 5–10% акций, они начинают демонстрировать интерес и к участию в управлении.

(44)

***В предшествующие периоды все перечисленные 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.

Такому положению отчасти способствовало и российское законодательство, которое на первых порах дискриминировало миноритариев. Но, как отмечают опрошенные эксперты, 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, когда мелкие акционеры использовались для затруднения работы компании, блокирования ее деятельности и попыток перехвата собственности рейдерами. В результате в восприятии

контролирующих собственников само понятие «миноритарий» начало приобретать негативную окраску и ассоциироваться с потенциальной угрозой<sup>1</sup>.

Нахождение оптимального баланса между правами мажоритарных и миноритарных акционеров – и на уровне законодательных норм, и на уровне управленческих практик – является важнейшей задачей корпоративного управления на ближайшую перспективу. И нарушение этого баланса не только в пользу доминирующего собственника, но и в пользу мелких акционеров приводит к разного рода негативным последствиям<sup>2</sup>. В первом случае ущемляются интересы мелких собственников, во втором – возникает опасность блокирования решений и нормальной деятельности компании. Большинство экспертов отмечают, что *эффективного баланса между правами мажоритарных и миноритарных акционеров пока достичь не удалось*. Скорее, наблюдаются некоторые метания из одной стороны в другую. Как выразился один из крупных руководителей, «машина не настроена против мошенничества».

(45)

Добавим также, что в предшествующие годы баланс интересов с мелкими акционерами (например, с ме-

- 1 «Редакция закона об акционерных обществах в 2002 году защищала интересы мажоритарных акционеров. Все законодатели говорили, что тогда миноритарии были беззащитны. С тех пор было внесено столько изменений. Особенно в последней главе, где миноритариям было дано много прав. Но мы никак не найдем золотой середины, когда интересы всех сторон были бы соблюдены. Сейчас в нынешней редакции закона интересы миноритариев имеют приоритет над интересами мажоритариев. Считается, что мажоритарий может защитить себя сам, и не надо закреплять это еще и законодательно. Не знаю. Достаточно часто миноритарии злоупотребляют своим положением и этим напрягают обстановку» (руководитель подразделения крупной компании).
- 2 «Как только мелким акционерам дают дополнительные права, непропорциональные их доле акций, их участие начинает ущемлять права крупных акционеров. Мелкий акционер, например, вполне может блокировать реформирование компании, увольнение работников и т.д. В результате страдает компания в целом и, прежде всего, крупные акционеры – владельцы основного капитала. Корпоративное управление, безусловно, инструмент защиты прав собственности. Но в применении каждой нормы есть и свои плюсы, и свои минусы...» (аналитик исследовательского центра).

неджерами и работниками предприятий) часто устанавливался вне процедур корпоративного управления, например, за счет договоренностей и компромиссов в сфере трудовых отношений.

Такой баланс не предполагает установления какого-то «золотого правила», которое решит эти проблемы раз и навсегда. Не следует забывать, что между интересами основных акционеров и миноритариев существует объективное противоречие: первые в большей степени ориентированы на среднесрочную и даже долгосрочную перспективу, а вторые в большей мере стремятся к реализации своих текущих (в том числе чисто спекулятивных) интересов<sup>1</sup>.

(46)

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. Пока отмечается, что этот уровень не высок, как не высоки их активность и интерес к участию в управлении<sup>2</sup>. А если активность и грамотность проявляются миноритарием, то, как правило, это означает, что за ним кто-то стоит.

Какие же институциональные механизмы и инструменты созданы для того, чтобы был услышан голос мелких акционеров? Среди форм прямого участия на данный момент эксперты указывают в первую очередь на собрание акционеров, отмечая, что **функции собраний акционеров и спектр рассматриваемых на них вопросов в последние годы серьезно расширились**. Однако по поводу действительной роли этих собраний

- 1 «Как правило, наши миноритарии – спекулянты, не стратегические инвесторы. То есть они заинтересованы в сиюминутных выгодах, а не в том, чтобы за счет массового обновления основного капитала получить более высоко капитализированную компанию» (представитель органов государственной власти).
- 2 «У нас законодательство по миноритарным акционерам совершенно нормальное. Не могу сказать, что их права ущемляют. Больше и чаще бывает так, что сами миноритарные акционеры своих прав не знают. Если они просто ими воспользуются, то этого будет достаточно» (аналитик специализированного СМИ).

в деле представительства интересов всех акционеров мнения заметно расходятся. Представители крупных компаний склонны считать, что собрания акционеров уже сейчас успешно выполняют положенные им функции<sup>1</sup>. Остальные эксперты оценивают ситуацию более сдержанно, считая, что основные акционеры по-прежнему имеют все возможности для принятия нужных им решений и постоянно пользуются ими. Но даже там, где собрания превращены во многом в некую формальность, процедуры все равно стараются соблюдать достаточно тщательно и постепенно от простого соблюдения формальных процедур движутся к их реальному наполнению.

(47)

Инструментом косвенного участия в управлении является представительство интересов миноритарных акционеров в *советах директоров*, которые, по оценкам, имеют больше реального влияния, чем собрание акционеров. Особые надежды здесь возлагаются на независимых директоров (высказано даже предложение, чтобы число независимых директоров было пропорционально доле миноритариев).

Что же касается более широкой публичной активности самих мелких акционеров, не связанной с шантажом и рейдерскими атаками, приводился прецедентный пример обращения в суд по результатам безответственных решений руководства компании, приведшим к негативным экономическим последствиям. В перспективе обращения акционеров в деловые ассоциации, рейтинговые агентства или средства массовой коммуникации должны стать обычной практикой привлечения внимания профессионального сообщества к ущемлению интересов частных собственников.

Но, чтобы действительно соблюдались права всех акционеров, должна сформироваться реальная заинтересованность в этом у основного акционера, который пере-

---

<sup>1</sup> «Собрание акционеров из формального, рутинного мероприятия, где рассматривается годовой отчет и отчет о прибылях и убытках, становится собранием, где рассматриваются вопросы о сделках, о слияниях и поглощениях, то есть фактическая роль собрания растет» (представитель международной компании).

станет рассматривать остальных собственников как досадное обременение. Без такого интереса никакие законы и действия регуляторов по большому счету делу не помогут.

Важным индикатором характера отношений с миноритарными акционерами является **частота корпоративных конфликтов**<sup>1</sup>. По этому поводу мнения экспертов тоже разделились, причем примерно поровну. Одна половина считает, что число конфликтов снижается и чуть ли не сходит на нет, другая, наоборот, полагает, что их число возрастает. При этом указывают на то, что российские бизнесмены просто научились «не выносить сор из избы», не делать эти конфликты публичными, решая основные вопросы кулуарно.

(48)

Что же касается частоты корпоративных конфликтов, отметим, что здесь важна не только количественная сторона. Число конфликтов, вполне возможно, будет и возрастать. Но важно, как меняется сам характер наиболее типичных конфликтов. Ожидается, что в будущем они в меньшей степени должны быть связаны со злоупотреблениями и попытками вывода активов, а в большей степени – с проблемами недостаточно эффективных решений<sup>2</sup>.

---

1 По данным опроса руководителей 822 акционерных обществ в отраслях промышленности и связи, проведенного Институтом анализа предприятий и рынков ГУ-ВШЭ, в 2001–2004 годах в каждом четвертом акционерном обществе происходили конфликты между акционерами или между акционерами и менеджерами. При этом уровень конфликтности был положительно связан с уровнем концентрации капитала (Долгопятова Т. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирические свидетельства) // Вопросы экономики. 2007. № 1. С. 94).

2 «Уровень корпоративных конфликтов, основанных на конфликте интересов, на мой взгляд, потихоньку возрастает. Потому что акционеры в России становятся грамотнее» (руководитель специализированного СМИ).

## ДРУЖЕСТВЕННАЯ И НЕДРУЖЕСТВЕННАЯ ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА

Отношение к миноритарным акционерам во многом проявляется через проводимую дивидендную политику. В 1990-е годы вопрос о выплате дивидендов фактически не стоял. Доходы извлекались не через дивиденды и вообще преимущественно не через наращивание прибыли, а через разного рода схемы, связанные с цепочками фирм, которые лишали не только миноритариев, но и акционеров с блокирующим пакетом акций реальной возможности извлекать положенные доходы. И фактически никто не покупал акции ради дивидендов (если не брать в расчет быстро растаявшие иллюзии раннего этапа ваучерной приватизации)<sup>1</sup>.

(49)

В 2000-е годы произошла смена модели. И **в настоящее время все больше компаний выплачивают дивиденды. Наблюдается также тенденция к росту объема выплат.** Как правило, речь идет о 5–10% прибыли, в самых крупных компаниях – 15–20%, но иногда эта доля оказывается намного большей. В последнем случае обычно решаются какие-то проблемы основного акционера: например, это может быть способом легализации доходов или скрытым способом выплаты заработной платы работникам в условиях, когда дивиденды облагаются налогом по более низкой ставке, чем единый социальный налог. Или же компания готовится к продаже и реализуется, в терминологии теории менеджмента, стратегия «сбора урожая», предшествующая выходу из бизнеса. Выплаты дивидендов могут использоваться также для финансирования слияний и поглощений или для последующего инвестирования в другие бизнесы. Или же таким образом сглаживаются в глазах акционеров не слишком впечатляющие итоги работы за отчетный период, то есть иногда это может быть конъюнктурным решением, призванным повысить привлекательность акций, когда остальные показатели не блещут. Так что если выплаты становятся слишком щедрыми, это может настораживать в отношении состояния компании и ее будущего.

1 «Я не видела человека, который бы покупал акции для дивидендов, они все-таки рассчитывают на капитализацию» (аналитик специализированного СМИ).



Тем не менее до 90% акционерных обществ по-прежнему воздерживаются от выплат<sup>1</sup>. И в связи с этим экспертам задавался вопрос об их отношении к этой практике невыплаты дивидендов. Здесь мнение единодушное: это зависит от политики компании. Конечно, желательно и в данном случае поддерживать тонкий баланс между инвестиционными планами компании и текущими интересами акционеров. Кроме того, дружественная дивидендная политика крайне желательна для повышения лояльности всех собственников. Но **отказ от выплаты дивидендов на определенном этапе считается совершенно нормальным явлением**. Особенно если речь идет о периодах роста рынка (каковой наблюдается, например, в настоящее время) и ставится задача активного инвестирования, захвата или расширения рыночной ниши.

(50)

По крайней мере, законодательное регулирование данного вопроса (введение обязательств компаний по направлению части прибыли на выплату дивидендов) следует считать неуместным вмешательством в рыночные механизмы (об этом наши респонденты заявляют в один голос). Это породит (или, точнее, возродит) схемы ухода от подобных выплат<sup>2</sup>. Самое большее, что предлагается отдельными экспертами, – возможность косвенного регулирования дивидендных выплат через соответствующие налоговые послабления<sup>3</sup>. Но эта позиция не слишком широко распространена.

При этом **многие эксперты благожелательно относятся к фиксации уровня дивидендных вы-**

---

1 См.: Корпоративное управление – гармонизация стандартов России и ЕС. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2006. С. 61.

2 «Мне кажется, вводить обязательную уплату дивидендов, ссылаясь на опыт неких американских штатов 1930–1940-х годов, в российских реалиях нельзя. Это приведет исключительно к манипуляциям с финансовой отчетностью. Компании так или иначе, найдут способ не платить дивиденды» (руководитель исследовательского центра).

3 «Надо налогами регулировать. Если будут какие-то налоговые льготы на получение дивидендов, будут большие дивиденды сразу платиться, потому что это будет выгодно» (руководитель крупной компании).

**плат** – не только для владельцев привилегированных акций, но и в целом к определению минимальной доли прибыли, которая должна быть направлена на эти цели. Однако они считают, что, во-первых, это является индивидуальным делом каждой компании и, во-вторых, что должна предусматриваться некая гибкость при определении таких уровней. То есть речь идет не о жесткой фиксации, а о выработке определенных правил, которые помогают определить приемлемый минимальный порог. Верхняя же граница, как предполагается, остается открытой и должна зависеть от конъюнктуры, стратегических планов и текущего баланса интересов между стейкхолдерами.

(51)

Но главный вопрос видится в ином: **необходима прозрачность и долгосрочность дивидендной политики эмитента**. Говорится о необходимости формирования и обнародования плана дивидендных выплат, который делает эту политику предсказуемой, а также о необходимости обстоятельного разъяснения акционерам причин, по которым принимаются те или иные решения, о потребности в принятии специальных Положений о дивидендной политике (первым такое положение опубликовал «ЛУКОЙЛ»), о работе специальных комитетов по дивидендной политике, создаваемых советами директоров. И пусть даже объявляемая политика не предусматривает никаких выплат в определенные годы, акционеры должны быть четко сориентированы, например, прокламируется ли отказ от выплаты дивидендов или просто их выплата откладывается. Это становится особенно важным с появлением возрастающего числа мелких акционеров, например, в ходе «народных IPO», когда инвесторы более явно рассчитывают на извлечение текущего дохода. К сожалению, пока долгосрочную политику в данном отношении заявляют лишь единицы участников рынка. И дело даже не в недостаточной открытости, а в отсутствии самой политики – решения принимаются на один год.

В целом, несмотря на очевидные сдвиги в дивидендной политике, все-таки **российские компании в большей степени нацелены сегодня на рост капитализации. Большинство экспертов не прогнозируют заметного**

*увеличения доли прибыли, направляемой на дивиденды.*

И акционеры вправе рассчитывать, скорее, на рост стоимости акций, нежели на щедрые текущие выплаты. Но в перспективе будет все больше осознаваться связь между цивилизованной дивидендной политикой и ростом стоимости компании, и выплата дивидендов станет необходимым внутренним элементом стратегии успешного наращивания капитализации. Ожидается также, что несколько уменьшится разброс в доле прибыли, которая выплачивается в форме дивидендов. Когда такие выплаты станут привычной практикой, войдут в своего рода «джентльменский набор» корпоративного управления, стихийно выработается и подобие неформального «стандарта», на который будет ориентироваться большая часть публичных компаний.

(52)

## **РОЛЬ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ И НЕЗАВИСИМЫЕ ДИРЕКТОРА**

Как изменились за последние три-четыре года влияние и эффективность деятельности советов директоров? До последнего времени они выполняли в основном декоративную роль, оформляя решения, принятые основным акционером. Если же речь идет о государственных компаниях, то советы директоров голосовали (и голосуют) по директиве правительственных чиновников и администрации президента.

В настоящий период реальная роль советов директоров серьезно повышается. С ростом размеров компании и развитием практики делегирования все большего числа полномочий менеджерам именно советы директоров призваны обеспечить необходимое взаимодействие между собственниками и управленцами, разрешать возникающие между ними противоречия<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> «Когда предприятия принадлежали менеджерам, то есть менеджеры были и собственниками, советы директоров были “декоративным” органом. Сейчас собственность отделена от управления, совет директоров начинает заниматься контролем, собственники вынуждены усиливать контроль над менеджментом» (топ-менеджер международной компании). «Если совет директоров – хороший, он выполняет роль арбитра между собственниками и менеджерами. Выбирают их акционеры, работать им приходится с менеджерами» (топ-менеджер международной компании).

Так же как и во многих других случаях, все начинается с формального следования стандарту: **советы директоров создаются потому, что так предписано законом об акционерных обществах. А затем их деятельность становится все менее формальной**: из номинального органа они превращаются в орган, принимающий стратегические решения. Одним из подтверждений этого становится создание действующих комитетов при совете директоров, которые готовят соответствующие вопросы. Например, по данным компании «Ernst & Young», три четверти из 75 крупнейших компаний в России имеют комитеты по аудиту, причем в трети из них большинство в этих комитетах принадлежит внешним директорам.

(53)

Из кого формируется **состав совета директоров**? Основная функция такого совета – выработать и поддерживать баланс интересов между акционерами, менеджерами и другими стейкхолдерами. И его состав должен формироваться так, чтобы обеспечить подобный баланс. При анализе тенденций в изменении состава советов директоров можно выделить три условные стадии. На первой из них в этом составе преобладали менеджеры. В этой высокой доле менеджеров в совете директоров, многие из которых одновременно являлись и собственниками компании, заключалась, в частности, специфика России. На второй стадии повысилось представительство акционеров, которые не относятся к доминирующим собственникам. Наконец, на третьей стадии в советы вводятся независимые директора<sup>1</sup>. Хотя по-прежнему

---

<sup>1</sup> «Все начинается с того, что совет директоров выбирается из состава менеджеров, с небольшим участием в нем акционеров. Постепенно акционеры начинают увеличивать свое присутствие, выставляя от себя своих представителей, потом начинается приглашение независимых экспертов, которые у нас получают звание независимых директоров» (руководитель консультативного центра).

му основная часть состава, как правило, формируется крупными собственниками и менеджерами<sup>1</sup>.

Наличие в совете директоров независимых директоров сегодня считается особо важным признаком уровня развития корпоративного управления. Их отличает, как известно, то, что они не принадлежат ни к числу собственников, ни к числу менеджеров. На данный момент к этой практике прибегло ограниченное число ведущих компаний. Как правило, речь идет о двух-трех директорах (для включения компании в высший российский листинг следует иметь в совете директоров трех независимых директоров), что в большинстве компаний составляет менее одной трети общего числа членов. Но все опрошенные эксперты отмечают, что *представительство независимых директоров в советах директоров крупнейших российских компаний заметно увеличивается*. По данным Ассоциации независимых директоров, осенью 2006 года более 100 российских компаний имели в составе своего совета независимых директоров, общая численность которых превышала 180 человек. Возникли компании, в которых независимые директора составляют половину состава совета директоров (первой такой компанией стала «Северсталь») или даже большинство (к таким компаниям относятся «МДМ-Банк», «СУЭК», «Мечел», «Вимм-Биль-Данн»). Появились и внешние председатели советов директоров, хотя такие случаи тоже единичны («Вымпелком», «МДМ-Банк», «Калина», «Пятерочка»).

(54)

Кого приглашают в качестве независимых директоров? На первый взгляд, все очевидно. Во-первых, речь идет о статусных людях с высокой репутацией. Во-вторых, приглашаются специалисты с опытом работы

<sup>1</sup> По данным опроса руководителей акционерных обществ в отраслях промышленности и связи, проведенного Институтом анализа предприятий и рынков ГУ-ВШЭ в 2005 году, в среднем по 736 акционерным обществам более трех четвертей в составе советов директоров обеспечивалось менеджерами (46%) и крупными внешними акционерами (32%), в то время как на долю независимых директоров и мелких акционеров приходилась лишь одна девятая этого состава (6% и 5% соответственно) (см.: Долгопятова Т. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирические свидетельства) // Вопросы экономики. 2007. № 1. С. 91).

в данной отрасли, которые хорошо в ней разбираются и способны дать квалифицированные советы. Однако по поводу необходимых качеств независимого директора сталкиваются разные точки зрения. Одни считают, что независимый директор должен непременно быть действующим специалистом в данной отрасли. Но тогда это означает с большой вероятностью, что он связан с конкурирующими компаниями. Другие считают, что главным признаком независимого директора должна быть его неангажированность и высокая личная репутация, поскольку ему не нужно участвовать в оперативном управлении предприятием, но только контролировать адекватность и справедливость принимаемых стратегических решений. Высказывается также позиция, в соответствии с которой независимые директора должны стать особой профессией, и такой директор, не занимаясь больше ничем, должен работать в ряде компаний, чтобы иметь возможность сравнивать их опыт и помогать формировать стратегию<sup>1</sup>. Правда, при таком варианте возникает вопрос, откуда возьмется практический опыт кандидата, если его деятельность ограничивается заседаниями в советах директоров. Видимо, здесь нет какого-либо одного наилучшего решения, и будут в той или иной мере использоваться все перечисленные возможности.

(55)

Доминирует мнение, что **в первую очередь независимые директора приглашаются из статусных соображений** (то есть приглашают тех, кому будут доверять инвесторы), во вторую – для осуществления надзорных функций и интеллектуальной подпитки<sup>2</sup>. В этой связи многие жалуются на дефицит специалис-

- 1 «Членами совета директоров компании должны быть те люди, которые уже являются членами совета директоров в трех-четырёх иных компаниях. Это должна быть их единственная профессия. В этом случае они могут сравнить, как работает одна, другая компания, как здесь работает генеральный директор и т.д.» (топ-менеджер международной компании).
- 2 «На данном этапе наличие независимых директоров воспринимается скорее как некий фактор соответствия международным стандартам, но не как фактор принятия решений. Но постепенно формальная составляющая станет содержательной составляющей» (представитель органов государственной власти).

тов, которые способны выполнять подобную двойственную роль квалифицированным образом. Хотя появились специальные агентства, помогающие подбирать соответствующие кандидатуры. Созданы также Институт профессиональных директоров и Ассоциация независимых директоров. Российский союз промышленников и предпринимателей приступил к формированию реестра независимых директоров, в котором к маю 2007 года было одобрено уже 70 кандидатов. Так что соответствующая инфраструктура тоже находится в стадии формирования.

**Особую роль среди независимых директоров играют иностранцы.** Приглашать их весьма престижно, поскольку сформировано мнение, что они, с одной стороны, обладают международным опытом и авторитетом, которых недостает большинству российских специалистов, а с другой стороны, максимально независимы. Проявляется и своего рода «мода» на приглашение иностранцев, происходит своеобразное «соревнование» между компаниями – кого сумели привлечь.

(56)

В любом случае расчет здесь следующий: репутация приглашенного директора должна повлиять на репутацию компании, которая, в свою очередь, обеспечит рост ее стоимости. Его наличие в совете является индикатором благополучия и надежности<sup>1</sup>.

Независимые директора должны защищать интересы мелких акционеров – этот тезис никто не оспаривает. Однако возникают и дискуссионные вопросы: должны ли они быть непосредственными представителями миноритариев (тем более что по российскому законодательству миноритарии могут через кумулятивное голосование продвигать своих директоров) или лучше, если независимые директора будут действительно независимы от всех заинтересованных групп. В этом

---

<sup>1</sup> «Пока порядочный человек с хорошей репутацией заседает в совете директоров, в компании все благополучно. Если он выходит из совета директоров, в компании что-то неблагополучно. Роль независимого директора – индикатор благополучия компании» (представитель органов государственной власти).

вопросе полной ясности нет, точнее, высказываются разные точки зрения<sup>1</sup>.

**По поводу того, какова степень реальной независимости независимых директоров от менеджмента, мнения тоже заметно расходятся.** Многие считают, что полной независимости при доминирующем собственнике нет и в принципе быть не может, хотя бы потому, что эти директора отобраны основным собственником и получают от него соответствующее вознаграждение<sup>2</sup>. Однако главный вывод в этом отношении таков: **все зависит преимущественно от личных качеств кандидата.** Есть люди, которых нельзя купить и которые не подвержены прямым влияниям (как правило, при этом ссылаются на иностранцев, но и среди российских директоров подобные качества тоже отмечаются).

(57)

Ряд экспертов высказались в пользу четкого прояснения и законодательного закрепления критериев независимости директоров, которые пока имеют относительно размытый вид. Они призывают не ограничиваться соответствующими положениями Кодекса корпоративного поведения.

Способны ли независимые директора на деле защитить интересы акционеров? Здесь дело даже не в степени независимости, а в наличии реальных полномочий. На данный момент часто эти полномочия остаются номинальными. Иногда им не предоставляется вся информация, в том числе из опасений владельцев по поводу возможной утечки сведений. А полномочия часто не

---

1 Приведем одну из таких точек зрения: «Иногда лучше иметь представителя миноритарных акционеров, чем независимого директора» (представитель международной компании). Ей противостоит другая позиция: «Я в принципе за систему кумулятивного голосования, но оно структурно противоположно назначению реальных независимых директоров, поскольку каждая группа акционеров может и будет продвигать своих и только своих кандидатов» (топ-менеджер международной компании).

2 Большинство директоров, которые называют себя независимыми, независимыми не являются. Само наличие независимого директора при наличии доминирующего собственника тоже вызывает вопросы... Степень независимости возрастает, но незначительно» (руководитель исследовательского центра).



слишком четко определены. В этих условиях многое вновь зависит от личной активности директора. Есть директора, которые скорее номинально выполняют свои функции, даже имея вполне достаточные права. Но общая тенденция позитивна: гарантии того, что независимые директора станут защищать интересы мелких акционеров хотя и медленно, но повышаются. В первую очередь это касается тех вопросов, которые после голосования на совете директоров обсуждаются на общем собрании акционеров (например, решения о крупных сделках). И публично обозначенная позиция независимого директора способна повлиять на итоговое решение.

(58)

В целом считается, что **законодательство уже предоставляет директорам достаточно прав, вопрос в том, чтобы их реализовывать**. На повестке же сегодняшнего дня вопрос о законодательном закреплении ответственности директоров за принятые решения и понесенные компанией убытки, которая побудит их, в том числе к повышению собственной активности<sup>1</sup>. Сейчас обсуждаются соответствующие законопроекты. Одновременно это потянет за собой вопрос о необходимости страхования ответственности членов совета директоров. По крайней мере, приглашаемые извне директора уже выдвигают это в качестве требования. В качестве примера приведем приобретение «Росбанком» в 2006 году полиса страхования ответственности директоров и должностных лиц.

Как формируется **вознаграждение** членов совета директоров? Начнем с того, что вознаграждение платят не все компании. Но наблюдается практика расширения таких выплат и увеличения их размера. Сам размер в большинстве случаев не раскрывается (в качестве примера раскрытия индивидуальных вознаграждений членов совета директоров можно привести «Норильский никель»). Но некоторые известные примеры свидетельствуют о высоком уровне вознаграждения.

---

<sup>1</sup> Например, из 1635 споров с участием акционеров, рассмотренных Арбитражным судом г. Москвы в 2004 году, ни один не был связан с возложением ответственности на менеджеров и директоров хозяйственных обществ (данные приведены в «Концепции развития корпоративного законодательства на период до 2008 года»).

Формы выплаты вознаграждения самые разные и зависят от компании, здесь никакой четкой закономерности не выявлено. Это могут быть и текущие, и годовые выплаты, бонусы и опционы. По законодательству это относится на усмотрение акционеров компании. При этом директора из числа иностранцев стоят дороже, и не всем они пока по карману. **Отмечается перспективная тенденция к переходу от фиксированных вознаграждений к более гибким системам мотивации членов советов директоров**, когда это вознаграждение ставится в зависимость от результатов работы компании.

Одним из основных вопросов, касающихся практической деятельности советов директоров, является соблюдение определенного **баланса между функциями управления и контроля**<sup>1</sup>. По мнению многих экспертов, пока советы директоров перегружены управленческими функциями, в то время как их основной функцией должен быть контроль за действиями менеджеров<sup>2</sup>. Речь идет о том, чтобы оставить в ведении советов директоров только вопросы стратегического порядка и всячески освободить их от вопросов оперативного управления. Проблема связана в немалой степени с низким уровнем делегирования ответственности генеральным директорам.

(59)

## ТЕНДЕНЦИИ В РАЗВИТИИ МЕНЕДЖМЕНТА КОМПАНИЙ

Советы директоров во многом призваны регулировать отношения между собственниками и менеджмен-

1 «На практике мы наблюдаем два типа совета директоров.

[Первый вариант] – когда туда привлекают сильных специалистов и наделяют совет директоров большими полномочиями, второй вариант – когда владелец является генеральным директором, тут совет директоров несет консультационную функцию, но он помогает принять правильные решения, дает возможность воспользоваться контактами и связями для проведения решений в жизнь» (руководитель специализированного СМИ).

2 «В нашей практике принята смешанная модель. Совет директоров – и орган управления, и орган контроля, что, на самом деле, не совсем верно... Возможно, на данном этапе это и оправданно, но вообще совет директоров должен быть органом контроля достижения базовых показателей. Пока он занимается и планированием, и управлением, и контролем» (руководитель подразделения крупной компании).

том. Изначально собственность и управление в России были в сильной степени соединены. В какой мере сегодня происходит процесс делегирования собственниками реального управления менеджерам?

Действует ряд объективных процессов, которые подталкивают к такому делегированию. Растут масштабы компаний, требуя более четкого выстраивания бизнес-процессов и применения более стандартных управленческих схем – в противном случае эффективность управления неизбежно снижается. Помимо растущих масштабов, повышается сложность этих бизнес-процессов, а вместе с ней требования к квалификации менеджеров, наличию у них специальных профессиональных знаний.

(60)

Что же касается собственников, то здесь мы проходим через смену поколений или приближаемся к такой смене – кто-то подходит к солидной возрастной черте, а у кого-то нарастает вполне понятная в подобных обстоятельствах усталость. При этом лишь в относительно редких случаях бизнес может быть эффективно передан собственным детям или родственникам. К семейному бизнесу (в узком смысле слова) и на заре нового российского предпринимательства отношение было сдержанное. И сейчас они ассоциируются преимущественно с малым бизнесом. Примеры же публичных компаний, выросших из семейных бизнесов, можно буквально пересчитать по пальцам.

Все это побуждает собственников передавать управление в руки наемных профессионалов. И такие профессионалы появляются. В отличие от многих собственников они имеют профильное образование, нередко они оканчивали западные университеты и бизнес-школы. Их число постоянно растет. А отмечаемый всеми острый дефицит квалифицированных менеджеров порождается тем, что потребности в них растут еще быстрее.

Однако, по наблюдению большинства экспертов, *процесс делегирования полномочий наемному менеджменту идет не только медленно, но и весьма болезненно*. Причин, как минимум, три. Первая связана с боязнью того, что утрата контроля приведет к оппортунистическому поведению менеджеров и откровенному воровству. Опыт предшествующих лет постоянно демонстрировал, что подобные опасения не безоснователь-

ны<sup>1</sup>. Вторая причина заключается в естественных инерционных процессах: управление в фирме в течение многих лет было «заточено» под одного руководителя, причем под конкретного человека, на которого завязаны если не все, то многие контакты и договоренности – просто в силу того, что российский бизнес в большой степени строится на личных связях. Поэтому передача полномочий не может быть сведена к чисто техническим процедурам передачи дел. И наконец, третья причина: не следует забывать, что многие собственники не просто сочетали владение с управлением. Они также являются основателями своих компаний. Они не просто хорошо знают ее изнутри, у них высока степень личной идентификации со своим делом. В результате на соци-

(61)

ально-экономические соображения и расчеты наслаиваются факторы психологического порядка. А если учесть, что многие из них относительно молоды и в полной мере дееспособны, проблема становится еще более осязаемой. И все-таки большинство наших экспертов отмечают, что сдвиги в этом отношении начались. Пусть делегирование идет достаточно медленно и противоречиво – в одних случаях происходит частая смена менеджеров, которые каждый раз не полностью удовлетворяют высоким требованиям собственника, в других случаях собственники, не выдержав, в критические моменты возвращаются на позиции генеральных директоров. Но процесс делегирования управленческих функций уже неизбежен. В конечном счете быстрота и глубина этого процесса зависят от основного собственника – его активности, заинтересованности в дальнейшем развитии бизнеса. Часто собственник не хочет идти на связанный с делегированием риск. И тогда намерение отказаться от управления компанией сопровождается ее продажей.

Степень делегирования полномочий во многом зависит и от рыночной ситуации, в которой находится

---

1 По собственному опыту скажу, что очень много было случаев и были такие компании: назначаешь туда человека, привлекаешь его, объясняешь, даешь ему хороший стимул для работы. К сожалению, через определенное время ты становишься, в общем-то, обузой для него, потому что он считает, приведя туда всех своих людей: а зачем они [собственники] вообще мне нужны?» (руководитель крупной компании).

компания. По убеждению экспертов, в период реструктуризации совмещение функций собственника и управленца оказывается благотворным. Когда же система отстроена и компания вступает в жесткую конкурентную борьбу на рынке, приходится в большей степени делегировать управленческие функции профессионалам.

Впрочем, **даже при делегировании существенной части полномочий собственники, как правило, не отказываются от достаточно плотного контроля за менеджерами.** При наличии доминирующего собственника самостоятельность топ-менеджеров сильно ограничена, а их зависимость от собственника остается высокой<sup>1</sup>. Так что от «революции управляющих», провозглашенной еще в 1930-е годы применительно к американской экономике, мы весьма далеки. Конечно, с распылением собственности основания для самостоятельности менеджеров объективно расширяются, но поскольку процесс такого распыления идет не очень быстро, на структуре управления это сказывается мало<sup>2</sup>.

(62)

Чтобы быть менее болезненной и не приводить к негативным последствиям для собственника, **передача полномочий должна подкрепляться механизмами внутреннего контроля,** опирающегося на деятельность ревизионных комиссий, специальных комитетов при советах директоров, которые целесообразно передавать из рук менеджеров независимым директорам, а также на практике независимого внешнего аудита. Обращается также внимание на особую роль корпоративного секретаря, который из технического исполнителя должен превратиться в особый центр контроля, а также отвечать за раскрытие информации для инвестиционного сообщества.

Добавим, что характер складывающихся отношений контроля зависит не только от построения каналов об-

- 
- 1 «В очень крупных корпорациях порой даже очень крупные топ-менеджеры не могут принимать собственных решений» (руководитель подразделения крупной компании).
  - 2 «Объемы деятельности крупных компаний становятся огромными, и целый ряд производственных функций, целый ряд текущих управленческих функций передается менеджерам. Но все крупные вопросы стратегии, финансовой политики, покупки и продажи активов, альянсов, заимствований в кредит и крупных инвестиций практически остаются в руках основных собственников» (руководитель исследовательского центра).

ратной связи и информирования собственника о происходящих процессах. Нужно сказать, что *традиции телефонного права в России по-прежнему очень сильны*. И важно 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.

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<sup>1</sup>. Бизнес и раньше, как правило, строился на командной основе. И этот командный (или «партнерский») принцип сохранился по сей день. Правда, далеко не все первоначальные команды выжили – по мере роста масштабов кого-то вытеснили, кто-то ушел добровольно в результате раздела бизнеса<sup>2</sup>. Но сам принцип, когда ключевые решения принимаются узким кругом хорошо знающих и доверяющих друг другу партнеров, остается и переносится на отношения с менеджерами.

Командный/партнерский принцип организации бизнеса, компенсируя недостаток доверия, в свою очередь, порождает новые проблемы, препятствуя эффективному перераспределению полномочий в пользу менеджеров среднего звена, ибо между высшим и средним звеном возникает разрыв, преодоление которого вновь упирается в отношения доверия.

Хотя нельзя не отметить, что подбор по сугубо профессиональным качествам становится все более и более распространенным явлением, что особенно касается крупных публичных компаний. И общий уровень менеджмента в них, несомненно, повышается. А вот в сред-

(63)

1 «В управленческие команды начинают подбирать профессионалов, но, поверьте мне, во многих компаниях менеджмент пока формируется именно по принципу "я тебя знаю, я тебе доверяю, я с тобой работал"» (руководитель крупной компании).

2 «Командный бизнес больше подвержен центробежным процессам... Не вижу таких примеров, чтобы сильно передрались, но идет дележ потихоньку» (руководитель крупной компании).

них и мелких компаниях структура отношений остается более или менее прежней.

На какие *стратегические цели* прежде всего ориентируются приглашаемые топ-менеджеры? Эти цели, вполне естественно, определяются основными акционерами. Они могут быть связаны с повышением капитализации компании, ростом ее чистой выручки и уровня прибыли, доходами акционеров. Отдельно отмечается то, что, наряду с объективными результатами работы компании, *становится важным и достижение позитивных PR-эффектов*, на что раньше вряд ли обращалось сколь-либо пристальное внимание.

(64)

При этом подавляющее большинство экспертов указывают на то, что *главной целью для большинства крупных компаний на данном этапе является повышение капитализации* (или повышение стоимости активов для непубличных компаний). Показатели эффективности работы в настоящее время находятся, скорее, на втором плане. Ориентация на прибыльность, безусловно, имеет место, но этот целевой показатель не лишен противоречий: со времен процветания теневой экономики российские компании приучились не демонстрировать высокий уровень прибыли – не только из стремлений к налоговой оптимизации, но также из соображений безопасности бизнеса. Полагаем, что определенная инерция в этом отношении сохраняется и сегодня.

Что же касается развития собственно корпоративного управления как стратегической цели, то ситуация еще более противоречива. Объективно у менеджеров нет заинтересованности в таком развитии, и оно происходит, скорее, как результат внешнего давления на менеджмент<sup>1</sup>.

От чего зависит уровень доходов топ-менеджеров? В целом этот уровень в последние годы серьезно возрос, чему способствует отмеченный выше дефицит высококвалифицированных управленческих кадров<sup>2</sup>. Требования

1 «Менеджмент сам не настроен на улучшение корпоративного управления, кроме ситуаций, когда это нужно им уже по бизнесу» (руководитель специализированного СМИ).

2 «Рынок катастрофически нуждается в менеджерах, специалистах. Сейчас это – рынок продавца. Те, кто нанимаются, диктуют условия, а не наоборот» (руководитель специализированного СМИ).

квалифицированных менеджеров возрастают, за них идет все более острая конкурентная борьба, и они часто меняют места работы в результате успешного переманивания.

Что касается структуры их доходов, то здесь нет ничего необычного с точки зрения международной практики: *наблюдается тенденция к большему увязыванию уровня доходов топ-менеджеров с результатами работы компании* – будь то значительные бонусы или опционные программы. Эти усилия нацелены, помимо прочего, и на преодоление сложившейся ранее практики поиска интереса на стороне контрагента и реализации его в форме «откатов».

По вопросу о стиле управления среди экспертов фактически нет никаких расхождений. *Для большинства, если не для всех, российских компаний характерен авторитарный стиль управления* – в этом отношении особых изменений по сравнению с советским временем не произошло. Этот авторитаризм в одних случаях может принимать патерналистскую форму, когда руководитель, обладая харизматическими чертами, выступает в роли хозяина и строит отношения с подчиненными по подобию семейных принципов, придавая важное 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.

Упомянутый выше командный принцип не означает коллегиальности: как правило, во главе компании стоит один человек, который в состоянии и вправе принимать единоличные решения, а команда лишь является его непосредственной опорой. И коллегиальные формы управления, по мнению опрошенных экспертов, развиваются слабо, если вообще имеют место. Точнее, коллегиальные формы могут работать при обсуждении разных вопросов до того момента, пока высший руководитель не определил своей позиции и не готов к принятию единоличного решения. Если же эта позиция определена, в коллегиальных формах оказывается не много смысла, они выполняют самое большее ритуальные функции, создавая, как выразился один из экспертов, «демократический антураж». А порою ими

(65)



могут воспользоваться, чтобы переложить или размыть ответственность за единолично принятые решения.

Является ли наличие в компании эффективной системы корпоративного управления важным фактором повышения **качества управленческих решений**, улучшения финансовых показателей? В конечном счете, да. Но эти процессы во многом идут параллельно, и связь между ними не всегда прямая. По крайней мере, отмечается, что эффективное управление компанией вполне возможно и при плохом корпоративном управлении. Но все же предполагается, что в среднесрочной и тем более длительной перспективе это способно сыграть ощутимую роль.

(66)

Наконец, экспертами высказывался ряд сомнений по поводу измеримости уровня корпоративного управления. Разумеется, им хорошо известно о методиках международных рейтинговых агентств. Но, по их мнению, **существующие измерения в большей степени опираются на процедурную сторону вопроса**, в то время как качество реальных практик корпоративного управления оценить значительно сложнее. Хотя помимо фиксации издержек, понесенных в связи с внедрением корпоративного управления, и оценок рейтинговых агентств, возникают и механизмы оценки со стороны самого рынка – например, в виде премии, получаемой при продаже пакета акций, которая может составлять 10–20% или даже больше.

## РОЛЬ ГОСУДАРСТВА В КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЛЕНИИ

Все эксперты без малейшего исключения отмечают, что **роль государства в российской экономике сегодня возрастает, хотя, похоже, это никто не приветствует**. Это касается всех основных сторон его деятельности: утверждения формальных правил для всех участников рынка, участия в собственности и регулирования деятельности отдельных отраслей и отдельных компаний<sup>1</sup>.

Прежде всего, государство выступает в роли **законодателя**. И здесь эксперты с удовлетворением отмечают позитивные сдвиги: нормативная база на протяжении 2000-х годов заметно улучшилась. Но это далеко не

<sup>1</sup> См.: Яковлев А.А. Эволюция стратегий взаимодействия бизнеса и власти в российской экономике // Российский журнал менеджмента. 2005. Том 3. № 1. С. 27–52.

все. Речь идет об увеличении масштабов государственной собственности, большей активности государства в качестве регулятора и контролера, а также о личной унии его представителей в руководящих органах на уровне отдельных компаний.

Российское государство является крупнейшим собственником в корпоративном секторе, причем его доля продолжает возрастать. В числе национальных лидеров, которые являются монополиями на внутреннем рынке и призваны осуществлять экспансию на мировых рынках, находятся преимущественно государственные корпорации. Это означает, что в *решении проблем консолидации собственности и обеспечения национальной конкурентоспособности российское государство пошло наиболее простым для себя путем – прямой национализации*. Насколько этот путь окажется эффективным в долгосрочной перспективе, вопрос открытый. Большинство экспертов считают, что выигрыш в краткосрочном периоде обернется будущими потерями<sup>1</sup>.

(67)

Появляются и законодательные ограничения открытости, связанные с защитой определенных сегментов внутреннего рынка. Так, в 2007 году после долгих согласований законодательно определены 39 так называемых стратегических отраслей, связанных с естественными монополиями, разработкой недр, ВПК, авиастроением, освоением космоса, ядерным производством. Они будут находиться под непосредственным контролем государства, и инвесторы (в первую очередь иностранные) будут допускаться в них с серьезными ограничениями исключительно в качестве миноритариев или не допускаться вовсе.

Заметим, что *государство в 2000-е годы все более активно выполняет роль регулятора* и активно вмешивается в деятельность абсолютного большинства отраслей, в том числе и не принадлежащих к списку «стратегических». Оно разрешает или запрещает крупные сделки,

---

<sup>1</sup> «Усиление государственного сектора, укрепление его роли может быть более простым решением в краткосрочном периоде, но может иметь существенные негативные последствия в более долгосрочной перспективе. Оно объективно и неизбежно сокращает пространство для частных компаний» (руководитель исследовательского центра).

производит передел собственности, стимулирует или приостанавливает деятельность компаний. Это осуществляется руками налоговых или антимонопольных служб, не говоря уже о традиционных пожарниках, представителях санэпиднадзора, милиции и прочих инспекторах, регулярно устраивающих свои проверки на низовом уровне.

Что же касается собственно корпоративного управления, то здесь чаще всего речь идет о делегировании государственных представителей в советы директоров крупных компаний. По результатам исследований, отмечалось, что такое *присутствие государственных представителей более весомо, нежели доля государства в акционерном капитале.*

(68)

Как оценивается эффективность работы таких государственных представителей в советах директоров госкомпаний и компаний с государственным участием? Оценки делятся на две группы: откровенно негативные и сдержанно негативные. Характерно, что негативные оценки даются и респондентами из группы представителей органов государственной власти<sup>1</sup>. *Все считают, что государство не является самым эффективным собственником, а многие открыто сомневаются в его эффективности в принципе.* Причем особого различия между государственными корпорациями и корпорациями с государственным участием в данном отношении не наблюдается. В этом заключается своеобразный парадокс: вроде бы все против дальнейшего усиления присутствия государства в экономике, но оно продолжает расти.

Справедливости ради следует разделить здесь два важных момента. При явно негативной оценке эффективности управленческих действий, осуществляемых государственными представителями, признается первоначальный позитивный эффект, который приносит их появление в составе советов директоров для развития корпоративного управления. Известно, что многие реформаторские усилия в российских условиях подталкиваются «сверху», и корпоративное управление не является ис-

---

1 «Любое усиление государственного влияния на частную компанию приводит к деградации корпоративного управления в компании. Думаю, государство все равно самый неэффективный собственник» (представитель органов государственной власти).

ключением<sup>1</sup>. Но противоречие заключается в том, что текущие действия государственных представителей часто игнорируют вопросы корпоративного управления, ставя во главу угла «интересы государства». В этих случаях государство начинает вести себя, например, в отношении миноритарных акционеров, точно так же, как и доминирующий частный собственник<sup>2</sup>. И это ухудшает ситуацию в сфере корпоративного управления.

Чем же вызвана столь неэффективная, по мнению экспертов, деятельность представителей государства? Дело не в том, что они не компетентны (такое тоже случается, но в целом отмечается, что уровень компетенции растет). Проблема в том, что государственные чиновники, делегируемые в советы директоров, голосуют по директивам, что, во-первых, означает несамостоятельность их суждений и действий, 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. Это означает, что нередко они поступают формально, лишь подтверждая решения, подготовленные менеджментом<sup>3</sup>. Добавим, что зачастую у них нет персональной заинтересованности в успешном

(69)

- 1 «Полагаю, государственные представители не эффективны. Но факт их наличия, жизнь показывает, положительно влияет на деятельность компаний. Мода на корпоративное управление стимулировала развитие подготовки документов, которое в компаниях с государственным участием нередко идет быстрее, чем в частных компаниях» (представитель органов государственной власти).
- 2 «Государственная власть недооценивает роль органов корпоративного управления. Она действует как мажоритарный акционер, который игнорирует миноритарных акционеров, поскольку якобы руководствуется какими-то высокими государственными целями и интересами, недоступными для других акционеров» (руководитель консультативного центра).
- 3 «Государство вынуждено назначать в советы директоров чиновников, которые, по сути, занимаются другим, им не хватает времени, чтобы заниматься делами корпорации. Они в большей степени склонны штамповать решения, которые им предлагает менеджмент» (представитель органов государственной власти).

развитии компании, да и реальной ответственности за принятые решения (если они соответствуют директиве) они, по существу, не несут.

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.

Правда, и сегодня от государственных представителей есть немалый толк для компании, когда нужны усилия по **лоббированию**, получению от государства субвенции или каких-нибудь льгот. По свидетельству опрошенных экспертов, **в отношении государственных компаний или компаний с государственным участием бюджетные ограничения отнюдь не ужесточились**, прежние практики продолжают воспроизводиться в тех или иных формах<sup>1</sup>. И именно для этого многие компании сами приглашают в свои советы директоров представителей государственных структур. Но, впрочем, эта часть выполняемых чиновниками функций, сопряженная с использованием административного ресурса, не связана непосредственно с процессами корпоративного управления и прекрасно существовала до его появления.

(70)

Что же касается более широкого вопроса об участии государства в собственности, отмечается **сильная перегруженность государства этой собственностью**, частое присутствие в качестве миноритария в излишнем числе компаний. И вследствие этого невозможность эффективно контролировать происходящие там процессы, не говоря уже о том, чтобы управлять ими. Естественный выход из этой ситуации – «разгрузиться», продать часть этой излишней собственности, получив дополнительные доходы в бюджет и позволив частным собственникам развивать соответствующий бизнес.

1 По данным опроса руководителей акционерных обществ в отраслях промышленности и связи, проведенного Институтом анализа предприятий и рынков ГУ-ВШЭ, в 2001–2004 года почти 45% опрошенных предприятий получали разного рода поддержку от региональных или местных властей, в том числе прямую финансовую поддержку (льготы, субсидии) – 23% (см.: Яковлев А. Российская корпорация и региональные власти: модели взаимоотношений и их эволюция // Вопросы экономики. 2007. № 1. С. 129).

## Раздел III

# В ПОИСКАХ НАЦИОНАЛЬНОЙ МОДЕЛИ

За вопросом о том, в каком направлении будет развиваться корпоративное управление в России, стоит более фундаментальный вопрос – о модели социально-экономического развития бизнеса, или идеальной модели российского капитализма. Мы исходим из того что одной универсальной идеальной модели не существует. И в период, когда крупный бизнес перерастает рамки частного или семейного предприятия (а это неизбежно происходит на каком-то этапе), возникает несколько классических альтернатив<sup>1</sup>.

Первая альтернатива связана с так называемой *англосаксонской моделью*, где компания организуется и управляется преимущественно в интересах собственников (акционеров). При этом число акционеров достаточно велико, то есть собственность относительно сильно распылена. И потому большая роль в управлении принадлежит наемным менеджерам. В рамках этой модели могут реализовываться разные финансовые стратегии – ориентированные на извлечение прибыли или рост стоимости активов, но обеспечивается безусловный приоритет финансовых показателей деятельности. А основной проблемой является классическая проблема агентских отношений – как построить систему контроля над действиями менеджеров и систему их вознаграждения, чтобы минимизировать риски их оппортунистического поведения, то есть поведения в собственных интересах, которое при этом ущемляло бы права акционеров. В любом случае голоса акционеров, среди которых особую роль играют институциональные инвесторы, имеют здесь определяющее значение.

(72)

Вторая альтернатива представляет *азиатскую модель*, где система прав собственности основана на сложном перекрестном владении акциями компаний в рамках бизнес-групп, контролируемых крупными банками и финансовыми институтами. При этом, поскольку в свободном обращении находится относительно неболь-

---

<sup>1</sup> Среди множественных описаний классических моделей корпоративного управления см., например: Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межеряупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. М.: Институт экономики переходного периода, 2003.

шая доля этих акций, зависимость компании от фондового рынка не столь сильна и долгосрочные интересы ее развития оказываются важнее текущих финансовых показателей. Что же касается внутренней организации фирмы, то она выстроена как относительно единое сообщество и даже как подобие семьи, где на передний план, наряду с интересами собственников, выходят интересы работников компании всех должностных уровней, чьи профессиональные союзы организованы не по отраслевому принципу, а по принадлежности к компании. Приоритет внутрикorporативного рынка труда с системой пожизненного найма (пусть и ослабленной в последние десятилетия) обеспечивает лояльность работников данной корпорации, а относительно низкий уровень дифференциации оплаты труда сглаживает внутренние конфликты. Исторически наиболее хрестоматийным примером реализации такой модели служит Япония.

(73)

Наконец, третья модель присуща многим странам континентальной Европы (наиболее показателен пример Германии) и потому часто называется **континентальной моделью**. По сравнению с англосаксонской моделью она характеризуется более высоким уровнем концентрации собственности и наличием стратегических инвесторов с блокирующими пакетами акций, среди которых часто важную роль играют банковские структуры. Но главное, компания представляет собой сложную организацию, действующую в интересах достаточно широкого круга стейкхолдеров, к которым относят весьма разнородные группы: акционеров, менеджеров и других наемных работников, поставщиков, потребителей, местное сообщество, общественные организации, государство<sup>1</sup>.

Как на этом фоне выглядит сегодняшняя **российская модель** корпоративного управления, и каковы

<sup>1</sup> Характеризуемые модели имеют предельно общий характер. Всегда существуют различия между странами, относимыми условно к одной модели. Например, среди стран – участниц ЕС представительство наемных работников в советах директоров в половине случаев является обязательным, а в другой половине случаев – не обязательным (Корпоративное управление – гармонизация стандартов России и ЕС. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2006. С. 103).



ее возможные перспективы? Следует начать с того, что российская ситуация полностью не укладывается ни в одну из трех классических моделей. Первоначально российское корпоративное законодательство (например, закон об акционерных обществах) создавалось по образу и подобию англосаксонской модели, а, точнее, просто списывалось с американского законодательства. А затем оно корректировалось, приближаясь к российской практике, в направлении континентальной модели (хотя некоторые считают, что практика толкает его не к европейской, а к азиатской модели). Это движение продолжается, хотя приветствуется далеко не всеми, и опрошенные нами эксперты тоже воспринимают его неоднозначно.

(74)

Специфика российской модели обусловлена историей возникновения корпораций в результате массовой приватизации и последующего перераспределения собственности, которое привело к высокому уровню ее концентрации и низкому уровню отделения собственности от управления, приближая Россию скорее к опыту Латинской Америки. Большинство российских акционерных обществ, управляемых основным акционером, держателем контрольного пакета, несмотря на наличие миноритарных акционеров, остаются, по сути, частными предприятиями или, точнее, проекциями частных предприятий на акционерную форму собственности. Понятно, что эта модель весьма далека от англосаксонской модели распыленной собственности с хорошо отстроенными механизмами взаимодействия акционеров и менеджмента<sup>1</sup>. В условиях столь сильно концентрированной собственности проблема агентских отношений

1 «Ничего общего с англосаксонской моделью в корпоративном управлении российская модель не имеет, кроме законодательства о ценных бумагах, все остальное, вся практика противоречит модели корпоративного управления, сформировавшейся в Великобритании, США, Канаде, других странах, которую, как часто принято в литературе, принимают за оптимальную модель... Основное противоречие заключается в том, что законодательная база корпоративного управления создавалась по образцу и подобию англосаксонской модели, а вся практика корпоративная развивается даже не по европейскому образцу, а, скажем так, по азиатскому» (руководитель исследовательского центра).

оказывается не слишком острой – менеджеры в сильной степени подчинены основному акционеру, который сам, как правило, принимает наиболее важные стратегические решения, эффективно проводя их через совет директоров и собрание акционеров. И, несмотря на все наблюдаемые тенденции к снижению концентрации собственности и делегированию управленческих полномочий, основные владельцы редко отдают реальный контроль и уstraняются от управления своими компаниями. При этом вместо принципов семейного бизнеса, исторически более характерного для континентальной и азиатской моделей, в России господствует командный принцип, где члены команды из числа собственников и топ-менеджеров привлекаются на основе отношений личного доверия.

(75)

Ограниченная забота об интересах более широкого круга стейкхолдеров отчасти роднит российскую практику с англосаксонской моделью, но заметно превосходит ее по степени игнорирования этих интересов. А повышенная роль государства и тесные отношения крупных корпораций с федеральными, региональными и местными органами власти порождают сходство с азиатской моделью. Государство через регулятивные механизмы и непосредственное участие своих представителей предписывает корпорациям соответствующую стратегическую линию, но за это предлагает определенные преференции и льготы.

В то же время в России нет столь тесного перекрестного владения акциями крупных корпораций, а существующие холдинговые связи между компаниями часто имеют скрытый характер. Далека российская действительность и от патерналистской японской модели в построении трудовых отношений. Интересы работников у нас выражены слабо и часто не представлены, а профсоюзы работников, организованные по профессиональному принципу, откровенно пассивны или вовсе отсутствуют. Лояльность по отношению к своей фирме в России не столь развита, что проявляется в интенсивной текучести кадров на разных должностных уровнях. Конечно, модель фирмы, построенная на семейных принципах, может развиваться на небольших

предприятиях. Но в более крупных компаниях она уже не жизнеспособна (несмотря на возрастающую популярность программ по развитию корпоративной культуры). Очень часто наблюдается существенный разрыв между доходами топ-менеджеров и доходами остальных работников – этим российская модель также не похожа на азиатскую. Отличает Россию от азиатских аналогов и повышенный уровень коррупции как среди государственных чиновников, так и среди менеджеров предприятий.

На первый взгляд, кажется, что российские практики ближе всего к модели континентальной Европы (например, Германии), где, кстати, нередко стратегические инвесторы имеют крупные блокирующие пакеты акций. Но среди этих инвесторов, владеющих акциями крупных предприятий, в России куда менее явно просматриваются банковские структуры. А, главное, в части построения отношений с другими стейкхолдерами наблюдаются существенные контрасты. Следует признать, что в отношении учета интересов широкого круга стейкхолдеров (работников, потребителей, местного сообщества) успехи пока более чем скромные. Вопросы эти, безусловно, важны для российских градообразующих предприятий, которые исторически вынуждены нести на себе бремя социальной ответственности. Но и они при возможности стараются от нее освободиться.

Это не означает, разумеется, что в российских компаниях совершенно игнорируются интересы всех прочих стейкхолдеров, кроме основных акционеров. Так, на фоне разогретого рынка труда собственникам приходится учитывать интересы высшего менеджмента, хотя и не в силу его независимости, а, скорее, в силу жестокого дефицита высококвалифицированных кадров – приходится их удерживать, просто чтобы не переманили<sup>1</sup>. В отдельных отраслях, работающих на конечного потребителя, ориентация на целевые потребительские группы закономерно играет важнейшую роль. Но их влияние не

(76)

<sup>1</sup> «Интересы крупных менеджеров становятся более определенными, более защищенными. Но это зависит не от кодекса корпоративного управления, это зависит от желания собственника» (руководитель исследовательского центра).

может быть прямым. Так же как и остальные стейкхолдеры (миноритарии, работники, местные сообщества, общественные организации), они не имеют серьезных возможностей целенаправленно влиять на процессы корпоративного управления и стратегию компании. На деле часто выстраиваются определенные компромиссы и с этими группами, но это происходит, скорее, в процессе решения бизнес-проблем, а не растущей социальной ответственности компании, то есть по мере необходимости, а не как элемент сознательной политики в сфере корпоративного управления<sup>1</sup>.

Правда, в середине текущего десятилетия был замечен определенный всплеск интереса к корпоративной социальной ответственности, когда слова о необходимости такой ответственности прозвучали с самой высокой политической трибуны. Но затем этот интерес ослаб, хотя появление у крупнейших компаний первых корпоративных отчетов по КСО следует оценивать позитивно.

Впрочем, среди других стейкхолдеров есть один стейкхолдер, интересы которого в нынешней России в любом случае приходится учитывать. Речь идет о российском государстве. Помимо выполнения общих регулятивных функций, государство делегирует чиновников в советы директоров крупнейших компаний. Имея там заметный вес, они вынуждают учитывать интересы исполнительной власти.

Что ожидает российское корпоративное управление в будущем? Несомненно, в российской практике будут заимствоваться элементы из разных моделей, тем более что исторически они понемногу сближаются. В процессе этого заимствования нынешняя модель корпоративного управления будет эволюционировать и видоизменяться: концентрация собственности будет несколько снижаться, прозрачность компаний – постепенно возрастать, собственникам придется делегировать все больше функций наемному персоналу. Но коридор

(77)

---

1 «Мне кажется, российские компании немного не доросли до понимания работы в интересах стейкхолдеров и пока больше концентрируются на интересах акционеров, мажоритарных акционеров. О стейкхолдерах, мне кажется, рано говорить» (руководитель подразделения крупной компании).

возможностей, на наш взгляд, все равно остается ограниченным – действует так называемая зависимость от предшествующего развития (path dependency), сопряженная с сильной структурной и институциональной инерцией.

Среди опрошенных нами экспертов есть приверженцы разных классических моделей. Но большинство сегодня уже признает, что Россия в силу особой комбинации факторов и их укорененности в предшествующем развитии, скорее всего, сохранит свое своеобразие.

Если же попытаться определить наиболее сильный вектор, то Россия, скорее всего, в большей степени 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 широкого круга стейкхолдеров и достижении на этой основе множественных компромиссов. Первым о себе позаботится государство. За ним последует часть наиболее активных и профессиональных миноритариев из числа инвестиционных структур. Неизбежно будет возрастать роль высших менеджеров. Труднее будет с представительством интересов работников, потребителей, местного сообщества – об этом сегодня практически никто даже и не говорит, это пока не считается «актуальным».

Но в перспективе корпоративная социальная ответственность должна стать чем-то большим, нежели просто модной темой. А поскольку структуры гражданского общества откровенно слабы, на движение «снизу» здесь не всегда приходится рассчитывать. Это означает, что либо стратегически мыслящие руководители ведущих корпораций сами приступят к решению этих проблем, работая на будущее и на укрепление своей репутации, либо это будет происходить под давлением со стороны государства, представители которого начнут всерьез апеллировать к более широким интересам и, можно надеяться, не только для того, чтобы перераспределить собственность и контроль в стратегических отраслях.

(78)

Как будут осуществляться 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<sup>1</sup>. 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<sup>2</sup>.

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*».

1 См., например: Де Сото Э. Иной путь. Невидимая революция в третьем мире. М.: Catalaxy, 1995. Глава 5.

2 Подробнее о двух способах выращивания новых хозяйственных институтов см.: Кузьминов Я., Радаев В., Яковлев А., Ясин Е. Институты: от заимствования к выращиванию (Опыт российских реформ и возможность культивирования институциональных изменений) // Вопросы экономики. 2005. № 5. С. 5–27

В заключение отметим, что тема корпоративного управления сегодня обрела актуальность. И она, несомненно, очень важна. Но все же не стоит преувеличивать ее значение и тем более превращать ее в очередную панацею. Многие компании не станут вводить принципы корпоративного управления, оставаясь непубличными частными структурами, и это не означает, что они не в состоянии достичь высокого уровня конкурентоспособности. Нельзя выстраивать механическую прямую связь между уровнем корпоративного управления и стоимостью компании, эта связь более сложна. Но она реальна, и в перспективе компании, идущие по пути совершенствования корпоративного управления, имеют более благоприятные шансы вырасти, приобрести глобальный масштаб или просто надежно закрепить ранее завоеванные ведущие позиции.

(80)

# SUMMARY



At the request of the National Council on Corporate Governance, the Center for Political Technologies conducted a study on the topic “Corporate Governance in Contemporary Russia: Experience and Prospects.” To this end, in the summer of 2007 it polled 50 experts, including CEOs of major companies; presidents of business associations; legislative and executive government officials; top managers of international organizations; directors of analytic and consulting centers; and analysts from specialized media.

**Overall assessment of the situation.** In comparison to the 1990s and even the early 2000s, there is evident progress in the development of Russian corporate governance. There are positive trends in many areas: improvements in the legal framework; better transparency of companies and greater use of external audit; adoption of international standards of financial accountancy; changes in the role of boards with the invitation of independent directors as members; better protection of the rights of minority shareholders and clarification of the rights of majority shareholders; and a lot more. An initial institutionalization of corporate governance has taken place both in the business community and at the state level. Even though the process is proceeding slowly (by Russian standards), it is advancing continuously and determinedly, and no regress has been noticed in any important area in recent years.

(82)

Nevertheless, it suffices to compare the Russian situation with international standards to see that the former is far from ideal. Truly serious changes are quite limited and affect only a relatively small number of public companies; in a number of cases, innovations are formal and are not accompanied by real changes in mechanisms of governance; the practice of legislative enforcement lags far behind the practice of legislation; and the degree of transparency of most companies leaves a lot to be desired. We should add that, whereas progress in relations with investors is fairly evident, reforms in the relations between principal shareholders and management (in particular, the separation between property and management) are a lot more modest.

**Motivation for change.** The principal motivation for change in the sphere of corporate governance for Russian companies is the need for additional financial resources and for the assessment and augmentation of company value. These changes are taking place simultaneously with the development of the Russian stock market. Today, experts note that the latter is fairly weak, dependent on international financial markets, and highly speculative. Yet it is growing rapidly as a result of the new “IPO mode,” which is connected, in turn, to the need to introduce modern corporate governance standards.

Yet the principal reason for the growing interest in corporate governance lies in a broader process of the insertion of leading Russian companies into the world business community – as objects of investments on international financial markets, on the one hand, and as strategic investors that increasingly acquire assets abroad, on the other.

(83)

This is the reason why the formal categories of corporate governance are initially introduced for foreign investors, who are used to certain standards. More in-depth changes in the system of governance are subsequently made in order to retain investors’ confidence.

**Corporate law and legislative enforcement practices.** Since the start of the new millennium, Russian legislation has improved considerably in the domain of corporate law. This work is continuing in the framework of the Russian Government Conception for the Development of Corporate Legislation up to the Year 2008. However, the development and adoption of new laws and amendments to existing legislation is not the most important thing in the present-day situation in Russia, even though a lot remains to be done. The improvement of legislative enforcement practices is a lot more important. As things stand, Russian businesses do not consider laws as dictates that must be respected but as rules that can be partially deformed or even as instruments for the direct realization of private interests. In these conditions, the implementation of the most progressive laws may not realize the intentions of their creators and uphold the interests

of the parties that they were designed to protect. To cite an example, the legislation on minority shareholders is adequate in Russia, yet interests of these shareholders continue to be violated.

Court practice is a particularly urgent problem, according to most experts: there is no single legislative enforcement practice; judicial enforcement is fairly inefficient; and corruption and the practice of “telephone justice” are widespread. Experts also note the need to develop a practice of pretrial dispute resolution based on judicial precedents. They often speak about the extrajudicial resolution of intra-corporate and inter-corporate disputes through business associations, although they are fairly skeptical about the prospects of such institutions.

(84)

Experts note the constructive role of the fairly vast and detailed Code of Corporate Behavior that was adopted by the Federal Commission for the Securities Market in 2002. This code, which is at the amendment stage today, is designed to serve as a general guideline for the development of more highly developed and specific intra-corporate norms.

**Information openness.** Company transparency and information openness are a key element of corporate governance. Clear positive changes have taken place in this domain since the year 2000. Still, this progress is fairly modest and has even slowed down in recent years, according to certain experts. Whereas the publication of the principal financial indicators is quite common, the promulgation of the names of the true owners of a company is a lot more problematic.

Information openness requires considerable transaction costs. Yet the main problem lies elsewhere. Many continue to believe that companies increase their transparency at the risk of lowering their competitiveness and overall security. The motives for retaining a low level of openness include the solution of delicate problems of tax sheltering; the fear of hostile takeovers; the considerable political risks that have appeared since the start of the “war against oligarchic capital”; and the absence of the necessary corporate culture.

On the whole, one may say that information transparency is reduced to a minimum and respected fairly

formally – only as far as the letter of the law requires. For this reason, openness is understood in an extremely narrow and instrumental fashion: as openness before investors and stockholders rather than society as a whole.

**Protection of property rights.** The state of corporate governance largely depends on the extent to which the rights of property owners are protected. It is well known that the property of Russian companies is currently marked by a high degree of concentration. Moreover, the trend towards consolidation is continuing. The ever more frequent launching of IPOs by major companies has not changed the situation in a cardinal way, for owners are ready to part with only a small fraction of their assets yet are totally unwilling to relinquish control over their companies (and, if they are, they prefer to sell their business to a strategic investor). The decentralization of property is therefore a peripheral phenomenon: it only serves as an instrument for raising the value of companies in the interests of the principal stockholder and for avoiding hostile takeovers and the redistribution of property by the state.

(85)

Despite all the measures taken, the practice of corporate raids still exists (including the use of semi-legal methods), although on a smaller scale than before. This decrease is due to several factors. First of all, a lot of attractive company property has already been redistributed. Secondly, companies have learned to protect themselves better from aggressors, and special agencies that offer protection services have appeared. Thirdly, there have been continued efforts to improve the corporate legislation.

In the new millennium, company takeovers have increasingly made use of legal manipulations rather than brute force. This is due, among others, to the smaller role of criminal groups in comparison to the 1990s. Yet, whereas the criminal use of brute force is a lot rarer today, criminal activities involving corruption still exist and have even become considerably more widespread, according to experts.

One of the most widespread ailments of Russian corporate governance that evokes (and, in all likelihood, will continue to evoke) corporate conflicts has to do with the activities of insiders – persons having access to confidential

information, whose disclosure can have an impact on the price of company shares on the stock market. All the experts complain about gaps in Russian legislation in this domain and the quasi-total lack of protection against the unscrupulous activities of insiders, who do not bear any responsibility for them today.

Property security is improving on the whole, yet this is taking place fairly slowly. In our opinion, the fundamental problem lies in the fact that major property is still viewed with suspicion in Russia today – both by the government, which is capable of calling into question the results of privatizations that took many years earlier, and society as a whole, which continues to believe that all major property had been looted from the national heritage.

(86)

### **Protection of the rights of minority shareholders.**

The respect of the rights of minority shareholders is one of the key elements of corporate governance and an indicator of its relative maturity. Up until recently, the rights of small and medium-sized shareholders were systematically violated in Russia. Shadow and semi-shadow ploys were used to blur property ownership; the information provided to stockholders was formal, tardy, and incomplete; and the right to sell stocks was limited by their low or zero liquidity, for stocks were not traded on the stock market. Thus the small holder lacked the basic right to “vote with his feet.” Most companies did not pay any dividends at all, while the indirect representation of minority shareholders in governing bodies was nominal at best.

At first, Russian legislation discriminated against minority shareholders. Nevertheless, the situation changed after the year 2000, and laws increasingly began to be revised in favor of minority shareholders. This resulted not only in improvements but also in a number of abuses. Most experts note that an effective balance between the rights of majority and minority shareholders has not been struck so far.

Experts say that the most important thing today is not to expand the rights of minority shareholders but to increase the number of portfolio investors (which requires the growth of the stock market) and to improve the legal and economic awareness of small shareholders, which is

relatively low today. They note the growing role of such formal institutions as shareholder meetings and boards of directors yet conclude that the respect of the rights of all shareholders ultimately depends on the wishes of the dominant shareholder, who must take a real interest in this instead rather than considering other owners to be simply a vexatious burden.

As to the frequency of corporate conflicts, experts are divided in their opinions. One half of them say that conflicts are becoming rarer or even disappearing altogether, while the other half believe that the number of corporate conflicts is growing. At the same time, they express the hope that, in the future, these conflicts will be linked to problems of responsibility for insufficiently effective decisions rather than to abuses and attempts to funnel out assets.

(87)

**Dividend policy.** One can say a lot about a company's attitude towards its minority shareholders from its dividend policy. In the 1990s, the payment of dividends was virtually not on the agenda. Today, an ever greater number of companies are paying dividends. Moreover, these payments are tending to increase. Still, Russian companies are more interested in the growth of capitalization, and few experts today are predicting that the share of profits allocated for dividends will increase considerably.

Although a friendly dividend policy is considered necessary for increasing the loyalty of all owners, a company's refusal to pay dividends at a certain stage is viewed as something completely normal, especially during a period of market growth. In any case, the legislative regulation of this issue is believed to be inappropriate. Even though many experts are in favor of fixing a minimum level of dividend payments, they say that this should be the private affair of each company. They believe that the most important thing lies elsewhere: issuers should present long-term and transparent dividend policies.

**Boards of directors.** Today, the real role of boards of directors is rising considerably; these boards are meant to provide a platform for the interaction between owners and managers and to resolve conflicts between them. At first,

boards of directors were created for the simple reason that this was required by the law governing joint stock companies. Subsequently, their activities became less formal, and they became strategic decision-making bodies rather than nominal bodies. Board committees are becoming increasingly active.

The number of independent directors on the boards of Russian companies is increasing considerably; these directors are neither company owners nor company managers. Independent directors are hired primarily for raising company status (i.e., for increasing the confidence of investors) as well as for their intellectual contribution. Foreigners play a special role among independent directors. People believe that foreigners have international experience that most Russian specialists lack, on the one hand, and are particularly independent, on the other.

(88)

Experts diverge on the real degree of independence of independent directors from company management. They say that this mostly depends on the personality of the director. On the whole, they believe that the legislation accords sufficient rights to directors and that it is only a matter of implementing these rights. Legislators are currently drafting a bill defining the responsibility of directors for their decisions and the liability for losses incurred by the company that should incite them to become more active, among others.

The salaries paid to members of the board can take different forms (if they are paid at all) depending on the company, and no strict rules exist. Yet experts note that fixed salaries will be increasingly replaced by more flexible systems of motivational compensation, which would depend on company activity results.

Finally, many experts say that boards of directors are currently surcharged with governance, while their principal function should be supervising managers. It is a matter of making boards of directors responsible for strategic decisions and of liberating them as much as possible from routine day-to-day management.

**Delegating powers to management.** The growing scale and complexity of business, the gradual ageing of the

founding fathers, and the appearance on the labor market of highly qualified specialists, many of whom have studied abroad, are inciting business owners to delegate their powers to top managers. Nevertheless, most experts say that the process of delegating powers to hired management is proceeding slowly and even painfully. One reason is the fear of the loss of control and outright theft. A second reason is that many companies have been managed for many years by a single person, who is responsible for most of the contacts and contracts. Finally, a psychological factor is also important: many owners closely identify with the business that they have created. Thus, even when owners delegate a considerable part of their authority, they retain fairly tight control over managers, as a rule. In the presence of a dominant owner, top managers have fairly limited autonomy and depend a lot on the dominant owner. The delegation of powers should be abetted, among others, by mechanisms of internal control that are still not sufficiently developed and that rely on the activities of audit commissions, special board committees, corporate secretaries, and the practice of independent external audit.

(89)

The owner's approach is also important. Does he make use of traditional "telephone law" in order to transmit his orders to the top manager while keeping in the background? Or does he employ more transparent practices of corporate governance? Unfortunately, the tradition of "telephone law" is still very strong in Russia.

On the whole, the main problem affecting the relations of owners and managers is the lack of confidence rather than qualifications. For this reason, managers are most often chosen from a circle of friends, and top managers and owners constitute a single team. This team or partner approach to organizing business overcomes the lack of confidence yet creates new problems, preventing an effective redistribution of powers to middle-level managers.

Russian companies continue to be marked by an authoritarian style of governance, just like during the Soviet period. Authoritarianism can be paternalistic in certain cases: a charismatic director acts as a boss and treats his subordinates like family members, assigning a lot of importance to informal ties. In other cases, governance is



more bureaucratic, relying on strictly prescribed procedures and regulations and a more or less clear distribution of functional responsibilities. Be that as it may, authoritarianism most often remains a fundamental characteristic of the style of governance. As to collegial forms of governance, they are weakly developed, if at all, according to experts.

**Role of the state.** All experts without exception note that the role of the state in the Russian economy is growing today. This process does not seem to please anyone. It should be said that the Russian government has chosen to approach the problems of consolidating property and assuring national competitiveness in the simplest way possible: direct nationalization. Most experts believe that the short-term gains from this decision will be effaced by losses in the long run. All of them are convinced that the state is not the most effective property owner, and many openly voice doubts about its overall efficiency. They also note that the state owns an excessive amount of such property and holds too many minority shares in different companies.

(90)

The presence of state officials on the boards of big companies is even greater than the state's share in the companies' capital stock. Experts recognize that their presence initially stimulated the introduction of corporate governance methods. Yet their practical participation is assessed in a negative way, as a rule. The problem is that state officials serving on boards of directors vote according to instructions of the government and are dependent as a result. This often also prolongs the decision-making process, for these instructions have to be harmonized. Finally, this practices diminishes the real role of boards of directors. In addition, state officials hold several posts at once and therefore cannot devote a sufficient amount of time to the governance of a single company. A proposed way of addressing this problem is to create an institution of professional state officials working in the sphere of corporate governance over long periods of time and receiving target compensation for their work.

At the same time, many state officials successfully lobby the interests of companies. It has been noted that

budgetary restrictions have not become stricter for state companies and companies with state participation. Yet the use of administrative leverage is not directly related to corporate governance and flourished long before the appearance of the latter.

**In search of a national model.** The present-day model of corporate governance in Russia differs from all classical models known up to now. Its specifics stem from the history of the emergence of Russian corporations through mass privatization and the subsequent redistribution of property, which led to its high concentration and the poor separation between property and management.

(91)

In this regard, the Russian model is quite far removed from the Anglo-Saxon model with dispersed property and well-adjusted mechanisms of interaction between shareholders and management, although Russian corporate legislation (including the law on joint stock companies) was initially patterned after the Anglo-Saxon model.

The prominent role of the state and the close relations between big corporations and government bodies recall the Asian model somewhat. At the same time, the crossholding of stocks of major corporations is not as highly developed in Russia as in Japan, for example, while the existing holding ties between companies are mostly covert. Russia is also far removed from the paternalistic Japanese model of labor relations.

Many experts say that Russian practices most closely resemble the European continental model (e.g., the German model). It has been noted that, since the year 2000, amendments to legislation based on Russian practice have brought this legislation closer to the continental model, in which strategic investors often hold large blocking shares. However, in contrast to Continental Europe, relatively few major investors in Russia are banks. Even more importantly, the interests of a wide range of stakeholders (workers, consumers, the local community) are much more poorly represented in Russia.

Without a doubt, Russia will continue to borrow elements from different models. Nevertheless, most experts

admit today that Russia will most likely retain its specificity, although it will continue to evolve in the direction of the continental (“stakeholder”) model of corporate governance, which is marked by a striving to strike a complicated balance between the interests of a wide range of parties involved. In this way, it will be a matter of creating mechanisms that will truly respect the interests of a much wider range of stakeholders than today and of using them to reach pluralistic consensuses.

**Further institutional reforms.** There are two basic ways in which new economic institutions emerge. In the first, new rules grow out of everyday informal practices and are then formally set down in laws and codes. This way can be called the domestication of informal institutions in the same way that wild plants are domesticated in order to make them more suitable for human use.

(92)

The second way is the complete opposite of the first. It begins with the introduction of new formal rules “from above,” after which efforts are undertaken to make them take root and grow in everyday practice. This way can be called the cultivation of formal rules. This means that the new model of “civilized” relations is imported and transferred to a new soil, and efforts are then made to incorporate it into an already existing system of institutions.

Institutions emerge in both ways. Yet the development of Russian corporate governance is clearly an example of the cultivation of formal rules. This means that the new forms are initially introduced in a formal way (for example, the appointment of independent directors without any real independence). These forms subsequently begin to take on a real content under the influence of other market participants and state regulators. Over time, people begin to realize that high standards of corporate governance are useful not only for investors and regulators but also for the companies themselves. As a director of a large company said, “corporate governance gives an owner sight and hearing.”

# ПРИЛОЖЕНИЕ

## СПИСОК РЕСПОНДЕНТОВ

### **Аксаков Анатолий Геннадьевич**

Заместитель председателя Комитета Государственной думы РФ по кредитным организациям и финансовым рынкам. Президент Ассоциации региональных банков России. Член Национального совета по корпоративному управлению.

### **Алексеев Олег Борисович**

Директор корпоративных проектов. АНО «Институт корпоративного развития» компании «Ренова». Член редколлегии журнала «Корпоративное управление».

(94)

### **Варданян Рубен Карленович**

Председатель совета директоров Группы компаний «Тройка-диалог». Член Президиума Национального совета по корпоративному управлению.

### **Васильев Дмитрий Валерьевич**

Управляющий директор J. P. Morgan в России.

### **Васильев Сергей Александрович**

Заместитель председателя Правления государственной корпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности» (Внешэкономбанк). Член Президиума Национального совета по корпоративному управлению.

### **Вейнбергер Снежана**

Генеральный директор управляющей компании «Базис».

### **Воронцов Андрей Николаевич**

Заместитель начальника департамента финансовой политики Министерства финансов РФ.

### **Габов Андрей Владимирович**

Начальник департамента корпоративного управления и взаимодействия с акционерами Корпоративного центра РАО «ЕЭС России». Член редколлегии журнала «Корпоративное управление».

**Гавердовская Ольга**

Редактор отдела экономики журнала «Компания».

**Герасимов Владимир Владимирович**

Заместитель генерального директора ИА «Интерфакс».

Член редколлегии журнала «Корпоративное управление».

**Гольдман Леонид Михайлович**

Начальник управления правого обеспечения корпоративной деятельности ОАО АКБ «Росбанк».

**Граник Ирина**

Обозреватель газеты «Коммерсант».

(95)

**Григорьев Леонид Маркович**

Президент Института энергетике и финансов,  
Декан факультета менеджмента Международного университета в Москве.

**Григорьев Сергей Викторович**

Вице-президент ОАО «Транснефть».

**Громова Татьяна Александровна.**

Партнер департамента консультирования по налогообложению и праву Deloitte&Touche CIS.

**Гутброд Макс**

Партнер Baker & McKenzie – CIS.

**Деришева Оксана Борисовна.**

Руководитель департамента листинга  
НП «Фондовая биржа РТС»

**Джетвей Марк**

Член совета директоров ОАО «Новатэк».

**Джесовер Фиана**

Старший руководитель проекта, Отдел корпоративных проблем, Organization for Economic Cooperation and Development.

**Долгопятова Татьяна Григорьевна**

Главный научный сотрудник Института анализа предприятий и рынков ГУ-ВШЭ.

**Дубовицкая Елена Анатольевна**

Заместитель генерального директора,  
начальник отдела корпоративного управления  
ООО «Технологии корпоративного управления».

**Евграфова Елена Алексеевна**

Главный редактор «Harvard Business Review» Россия.

**Зимин Дмитрий Борисович**

Почетный президент ОАО «Вымпелком».  
Член Национального совета по корпоративному  
управлению.

(96)

**Иванов Алексей**

Начальник департамента по работе с инвесторами  
«Евраз-Холдинга».

**Ивлев Александр Владимирович**

Директор отдела маркетинга и внешних связей  
Ernst&Young, CIS.

**Ким Павел Владимирович**

Руководитель аналитического центра департамента  
рынков капитала АФК «Система».

**Колесников Геннадий Исаакович**

Член совета директоров ЗАО «Нортгаз».

**Кондратьев Владимир Борисович**

Заведующий Центром промышленных  
и инвестиционных исследований ИМЭМО РАН.

**Коростылева Инга**

Корреспондент журнала «Финанс».

**Кочетыгова Юлия Владимировна**  
Руководитель блока корпоративных отношений  
«МДМ-Банка».

**Любимов Юрий**  
Советник министра экономического развития  
и торговли РФ.

**Лютернауэр Патрик**  
Руководитель проекта «Корпоративное управление  
в банковском секторе России», International Finance  
Corporation.

(97)

**Медведева Татьяна Михайловна**  
Старший советник по правовым вопросам Фонда  
«Центр развития фондового рынка».

**Орехов Петр**  
Редактор отдела бизнеса «Business Week Russia».

**Перирен Мишель**  
Председатель правления «МДМ-Банка».  
Член Национального совета по корпоративному  
управлению.

**Петров Игорь Олегович**  
Корпоративный секретарь ОАО «АФК «Система».

**Пусачева Нина Геннадьевна**  
Главный юрист-консульт аппарата совета директоров  
ОАО НК «ЛУКОЙЛ».

**Саввинов Леонид Владимирович**  
Директор по листингу и работе с эмитентами ММВБ.

**Скрипичников Дмитрий Валерьевич**  
Заместитель директора департамента корпоративного  
управления Министерства экономического развития  
и торговли РФ.



**Семенов Александр Семенович**

Главный редактор журнала «Акционерное общество: вопросы корпоративного управления».  
Руководитель рабочей группы Национального совета по корпоративному управлению по экспертизе и развитию корпоративного законодательства.

**Семенцов Сергей Павлович**

Директор по развитию бизнеса KPMG.  
Член редколлегии журнала «Корпоративное управление».

**Тосунян Гарегин Ашотович**

Президент Ассоциации российских банков.  
Член Национального совета по корпоративному управлению.

(98)

**Усанов Дмитрий Александрович**

Начальник управления по работе с инвесторами  
ОАО «ГМК «Норильский никель».

**Филимошин Павел Михайлович**

Заместитель начальника управления эмиссионных ценных бумаг ФСФР России.

**Шаститко Андрей Евгеньевич**

Генеральный директор фонда «Бюро экономического анализа».

**Шестернина Елена**

Обозреватель газеты RBC-Daily.

**Шишкина Людмила Александровна**

Помощник руководителя аппарата совета директоров  
ОАО НК «ЛУКОЙЛ».

**Штыков Дмитрий Викторович**

Генеральный директор фонда «Институт профессиональных директоров».  
Член редколлегии журнала «Корпоративное управление».

**Юргенс Игорь Юрьевич**

Председатель совета директоров Банка «Ренессанс Капитал». Член Президиума Национального совета по корпоративному управлению.

**Якобашвили Давид Михайлович**

Председатель совета директоров  
ОАО «Вимм-Биль-Данн Продукты Питания».

**Яковлев Андрей Александрович**

Проректор по науке ГУ-ВШЭ, директор Института анализа предприятий и рынков ГУ-ВШЭ.

(99)

**Корпоративное управление  
в современной России:  
опыт и перспективы**  
Москва, 2007. 100 с.

*Автор итогового текста:*

В.В. Радаев

*Редакционный совет:*

И.М. Бунин,

А.Г. Ивахник,

С.А. Поршаков,

Т.А. Становая.

*Верстка:*

М. Кантакузен.

*Корректор:*

Т. Лошкарева.

Исследование основано на результатах экспертных интервью с руководителями компаний, бизнес-ассоциаций, органов власти, исследовательских центров. В работе анализируются современное состояние и изменения в российской практике корпоративного управления, а также факторы, которые стимулируют и, напротив, тормозят утверждение современных стандартов корпоративного управления.