

КОРПОРАТИВНОЕ  
УПРАВЛЕНИЕ  
И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
РОСТ В РОССИИ

Национальный совет  
по корпоративному управлению

# КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ В РОССИИ

Москва, 2004

*Авторский коллектив:*

И. В. Беликов,  
Е. Е. Гавриленков,  
Г. Н. Константинов,  
Ю. В. Кочетыгова,  
Т. М. Медведева,  
А. В. Тимофеев.

*Ответственный редактор:*

А. З. Астапович.

*Редакционный совет:*

К. А. Бендукидзе,  
Р. К. Варданын,  
С. А. Васильев,  
С. В. Генералов,  
В. П. Евтушенков,  
И. В. Костиков,  
В. О. Потанин,  
А. Б. Чубайс,  
А. Н. Шохин,  
И. Ю. Юргенс.

**Корпоративное управление  
и экономический рост в России**

(на рус. и англ. яз.) /

И. В. Беликов,  
Е. Е. Гавриленков,  
Г. Н. Константинов,  
Ю. В. Кочетыгова,  
Т. М. Медведева,  
А. В. Тимофеев.  
М., 2004. 120 с.

ISBN 5-98401-011-9

© Национальный совет  
по корпоративному управлению,  
2004

Национальный доклад посвящен анализу последних тенденций в сфере корпоративного управления в России. Значительный прогресс достигнут как в самой практике российских компаний, так и в законодательной базе. В докладе особо подчеркнута растущее понимание правительством и деловым сообществом важности корпоративного управления с точки зрения долгосрочного экономического роста и привлечения инвестиций. Авторы стремились также выявить основные направления улучшения корпоративного управления на основе общепринятых в мире принципов и стандартов.

РЕЗЮМЕ

(8)

1

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В СТРАТЕГИИ  
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

(23)

1.1. Необходимость трансформации модели  
экономического роста

(23)

1.2. Инвестиции как катализатор долгосрочного роста  
и модернизация экономики

(25)

1.3. Переход к новой модели экономического роста

(31)

1.4. Корпоративное управление и повышение  
инвестиционной привлекательности  
российской экономики

(36)

1.5. Роль финансового сектора в обеспечении  
устойчивого экономического роста

(39)

2

РОССИЙСКОЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО  
И СУДЕБНАЯ ПРАКТИКА  
В ОБЛАСТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

(43)

2.1. Несовершенство судебно-правовой системы –  
тормоз развития корпоративного управления

(43)

2.2. Законодательные принципы защиты прав  
акционеров и равного отношения к акционерам

(48)

2.3. Правовое регулирование структуры  
корпоративного управления

(56)

- 2.4. Законодательные требования к раскрытию информации об акционерном обществе (60)
- 2.5. Роль заинтересованных лиц и местных органов власти в управлении акционерными обществами (64)

### 3

#### ПРАКТИКА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ (67)

- 3.1. Формирование системы корпоративного управления в российских компаниях (67)
- 3.2. Работа органов управления и контроля российских компаний (75)
- 3.3. Практика раскрытия информации о деятельности компаний (80)
- 3.4. Реализация основных прав и интересов акционеров (83)
- 3.5. Корпоративная социальная ответственность (86)
- 3.6. Пути улучшения корпоративного управления (88)

### 4

#### ИНВЕСТОРЫ И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ (95)

- 4.1. Оценка инвесторами тенденций российского рынка (95)
- 4.2. Портфельные и прямые инвестиции, первичные размещения акций (99)
- 4.3. Корпоративное управление как фактор принятия инвестиционных решений (103)

- 4.4. Корпоративное управление и предпочтения инвесторов (105)
- 4.5. Оценка инвесторами проблем, связанных с корпоративным управлением в России (108)
- 4.6. Советы директоров и особенности поведения миноритарных акционеров на российском рынке (113)
- 4.7. Возможности продвижения на рынок компаний «второго эшелона» (116)

#### ОБ АВТОРАХ (119)

(8)

## **I. ВВЕДЕНИЕ**

1.1. Национальный доклад содержит основные выводы, касающиеся развития корпоративного управления в России. В докладе рассматриваются важнейшие меры, предпринятые в этой области компаниями и правительством, и проблемы, требующие решения. Активные действия компаний, инвесторов и различных органов власти в сфере корпоративного управления отвечают интересам дальнейшего развития российской экономики и ее интеграции в глобальную систему.

1.2. В 2003 г. лидеры восьми ведущих стран мира на встрече в верхах в Эвиане признали важную роль корпоративного управления в обеспечении устойчивого экономического роста и формировании ответственной рыночной экономики\*. В принятой декларации были поддержаны усилия Организации экономического сотрудничества и развития и Международной организации регуляторов фондового рынка в области разработки и распространения

\* Fostering Growth and Promoting a Responsible Market Economy – A G8 Declaration, 2003 G8 Summit, Evian, France.

передовых стандартов корпоративного управления. Эти усилия базируются на общих ценностях и задачах в области корпоративного управления, признаваемых правительствами и деловым сообществом.

1.3. Принципы, лежащие в основе долгосрочного экономического развития, включают укрепление рыночной дисциплины, повышение прозрачности бизнеса путем лучшего раскрытия информации, эффективное регулирование и социальную ответственность корпораций. Своевременная и точная информация позволяет акционерам контролировать работу менеджмента, а инвесторам – более эффективно размещать свои средства. Отчетность корпораций должна помогать правительствам осуществлять мониторинг рынков и определять факторы неопределенности. Устойчивые регуляторные режимы призваны содействовать динамичному развитию в условиях рынка и справедливой конкуренции.

(9)

## **2. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В СТРАТЕГИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

2.1. После длительного спада в 1990-х гг. российская экономика демонстрирует высокие темпы экономического роста. За последние пять лет среднегодовой прирост валового внутреннего продукта (ВВП) составил 6,8%. В результате объем российского ВВП увеличился более чем на 1/3. Возросла инвестиционная привлекательность российской экономики, что подтверждено повышением в 2003 г. суверенного рейтинга России двумя ведущими рейтинговыми агентствами. Предприятия и финансовый сектор активно привлекают капитал, осуществляя заимствования на внешних рынках. Отток капитала в 2003 г. существенно сократился. Быстро растет российский фондовый рынок. Позитивные сдвиги в российской экономике в значительной мере стали результатом экономической политики правительства, включая:

- существенные шаги в сфере реформирования налоговой системы;

- повышение эффективности государственных расходов;
- введение в действие таких принципиально важных документов, как Налоговый, Бюджетный и Земельный кодексы;
- принятие пакета законов по пенсионной реформе, реформе электроэнергетики, снижению административных барьеров для малого бизнеса.

Произошли заметные изменения в области корпоративного управления, чему способствовало принятие Кодекса корпоративного поведения, усилия правительства, инвестиционного сообщества, международных организаций, прежде всего ОЭСР и Всемирного банка. Возросла прозрачность операций крупного российского бизнеса, многие компании-заемщики перешли на международные стандарты финансовой отчетности, раскрыли состав акционеров.

2.2. Высокие темпы экономического роста в 1999–2003 гг. во многом основывались на повышении загрузки производственных мощностей. Этому способствовала девальвация рубля за счет переориентации существенной части внутреннего спроса на продукцию отечественного производства. В последующем возросшие цены на нефть стимулировали как потребительскую, так и инвестиционную составляющие внутреннего спроса. Однако к концу 2003 г. модель экономического роста, опиравшаяся преимущественно на расширение внутреннего спроса и его удовлетворение за счет загрузки мощностей, себя исчерпала. Произошло заметное смещение спроса от относительно простых и дешевых товаров в сторону услуг, более качественных товаров, товаров с современными потребительскими свойствами. На этом сегменте рынка российские компании заметно уступают в конкуренции с иностранными фирмами, что является серьезным препятствием на пути экономического роста. Для его преодоления потребуются ввод качественно новых мощностей, способных производить конкурентоспособную продукцию как для внутреннего спроса, так и на экспорт. Это означает, что катализатором экономического роста становятся

(IО)

инвестиции в основной капитал, направленные на модернизацию экономики и повышение ее эффективности. Назрела необходимость перехода к новой модели экономического роста, позволяющей обеспечить формирование динамично развивающейся экономики, ее диверсификацию, снижение зависимости от колебаний мировых цен на сырье и энергию.

2.3. Одним из основных направлений формирования новой модели экономического роста является переориентация значительной части финансовых ресурсов из сырьевых отраслей в обрабатывающие секторы экономики, на развитие «новой» экономики, базирующейся на инновациях и знаниях, на формирование конкурентоспособных нематериальных активов, интеллектуального капитала. Решение этой задачи потребует создания эффективного частного финансового сектора, способного привлекать финансовые ресурсы на мировом рынке, удовлетворять спрос на заемные средства со стороны быстрорастущих секторов экономики, эффективно обслуживать финансовые транзакции на рынках капитала, резко снизить издержки компаний, связанные с выходом на финансовые рынки.

(II)

2.4. Главной задачей ближайшего времени является завершение институциональных и структурных преобразований, критических для обеспечения устойчиво высоких темпов роста. Ключевым источником роста является предпринимательская активность, что возможно лишь при наличии благоприятных условий для возникновения новых и расширения существующих видов бизнеса. С этой целью необходимо предпринять следующий комплекс мер:

- максимально устранить барьеры для предпринимательства;
- резко снизить уровень вмешательства государства в экономическую деятельность, сформировать организационную, финансовую и информационную инфраструктуру, отвечающую потребностям бизнеса;
- обеспечить условия снижения транзакционных издержек бизнеса;

● создать эффективную систему государственного управления, способную обеспечить стабильные условия хозяйствования.

Важнейшей задачей государства в обеспечении экономического роста является гарантирование равных условий конкуренции во всех сферах экономической деятельности. Необходимо устранить избыточное таможенное и валютное регулирование, существенно повысить степень прозрачности решений, открытости российской экономики, экономической интеграции с внешним миром.

2.5. Новая модель экономического роста должна опираться на гарантии соблюдения права частной собственности, что подразумевает, прежде всего, соблюдение прав инвесторов, улучшение корпоративного управления и формирование высоких стандартов деловой культуры. В области корпоративного управления необходимо резко повысить эффективность работы советов директоров, обеспечить доступность и прозрачность информации о деятельности бизнеса. Это снизит риски инвестирования в российскую экономику, сделает ее более привлекательной как для отечественных, так и для иностранных инвесторов. Повышение прозрачности финансовых потоков российских компаний и повышение качества корпоративного управления создаст благоприятные условия для интеграции России в мировую экономическую систему.

### 3.

#### **РОССИЙСКОЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО И СУДЕБНАЯ ПРАКТИКА В ОБЛАСТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

3.1. В 1990-х гг. перераспределение собственности в российских компаниях носило неоднозначный характер. Переход компаний в руки более эффективных собственников часто принимал нецивилизованные формы. В значительной мере это было обусловлено несовершенством российской правовой системы и судебной практики и приводило к «размыванию»

(I2)

акционерного капитала, «выдавливанию» акционеров, выводу активов, враждебным поглощениям без должной компенсации, манипулированию результатами общего собрания. Большое распространение получили откровенно незаконные приемы передела собственности, в частности, внесение изменений в реестр акционеров, в результате которого часть акционеров лишалась своих акций. В целом в 1990-х гг. судебная система продемонстрировала недостаточную способность защищать интересы акционеров. Многочисленные скандалы, связанные с акционерными обществами и неудовлетворительной защитой интересов инвесторов, явились одним из основных факторов неблагоприятного инвестиционного климата в России.

(I3)

3.2. Начиная с 2000 г. проблемы регулирования акционерных обществ в России стали рассматриваться в контексте корпоративного управления. В немалой степени этому способствовали иностранные инвесторы, сформулировав требования к российскому закону с точки зрения общепризнанных принципов корпоративного управления. Развернувшаяся дискуссия привела к принятию поправок к Федеральному закону «Об акционерных обществах», к разработке, при активной поддержке ФКЦБ России, Кодекса корпоративного поведения, существенным образом изменивших ситуацию в этой сфере. Внесенные в 2002 г. поправки в Федеральный закон «Об акционерных обществах» в основном позволили решить проблемы «размывания» акционерного капитала и «выдавливания» акционеров, сократили возможности для манипулирования процедурными правилами при проведении общего собрания, сделали более ясными правила совершения крупных сделок и сделок с заинтересованностью.

3.3. Существенной чертой российской модели акционерного общества является запрет на расширение компетенции общего собрания за пределы, установленные законом. Это делает роль совета директоров чрезвычайно важной. Предусмотренная законом обязательность кумулятивного голосования при избрании совета директоров в акционерных обществах

независимо от числа его участников, позволяет миноритарным акционерам добиться избрания своего кандидата и влиять на решения совета. Наряду с требованием закона об ограничении числа исполнительных директоров в составе совета и рекомендацией Кодекса корпоративного поведения о числе независимых директоров в совете эти меры являются важным шагом на пути формирования действенных органов корпоративного управления.

3.4. Российское законодательство рассматривает раскрытие информации как один из ключевых элементов корпоративного управления. Доверие акционеров и других инвесторов к акционерным обществам основывается на равном доступе к информации об акционерном обществе. В настоящее время объем как финансовой, так и нефинансовой информации, раскрываемой российскими акционерными обществами, соответствует требованиям Европейского Союза и Международной организации регуляторов фондового рынка. В течение ближайших лет будет решен вопрос о переходе российских компаний на международные стандарты финансовой отчетности.

3.5. Российское законодательство ужесточило ответственность должностных лиц хозяйственных обществ. Появился ряд новых составов уголовных преступлений, имеющих отношение к деятельности руководителей, – уклонение от предоставления информации, злоупотребление полномочиями, коммерческий подкуп. Тем самым созданы предпосылки для уголовного преследования нарушителей в сфере корпоративного управления.

3.6. Несмотря на существенное улучшение законодательной базы и судебной практики, остается целый ряд проблем, требующих решения:

- несовершенство учета прав на ценные бумаги, что наряду с недостаточными правоприменительными полномочиями ФКЦБ\* препятствовало выяснению

(14)

\* В соответствии с Указом Президента РФ от 9.03.2004 г. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) была упразднена и ее функции по контролю и надзору переданы вновь созданной Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР).

и раскрытию информации о реальных собственниках акционерных обществ, получению информации о бенефициарных собственниках;

- необходимость полного разграничения юрисдикции Высшего Арбитражного Суда и Верховного Суда в отношении споров, связанных с акционерными обществами;
- использование инсайдерской информации в сделках с ценными бумагами;
- практическое применение принципа разумности и добросовестности при оценке действий менеджмента компаний, членов правления, советов директоров.

(15)

#### 4. ПРАКТИКА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

4.1. В условиях возросшей политической стабильности, устойчивого роста экономики, развития конкуренции заметно возросло число компаний, которые стали переходить от краткосрочной стратегии получения выгод за счет контроля над финансовыми потоками к долговременному развитию своего бизнеса. Ряд российских компаний, начинавших свою деятельность в качестве средних или мелких частных фирм с небольшим числом собственников, совершили рывок в своем развитии, заняли ведущие позиции в своих отраслях, вышли на российский и зарубежные фондовые рынки. Эти компании, заинтересованные в привлечении инвестиций, оказывают заметное влияние на улучшение корпоративного управления. Основные владельцы постепенно отходят от непосредственного управления активами, концентрируясь на функциях контроля и стратегического управления. Крупнейшие собственники с должностей генеральных директоров перемещаются на позиции председателей советов директоров контролируемых компаний и руководителей управляющих компаний.

4.2. Формируется слой крупных собственников, осознающих, что эффективная система корпоративного управления способствует достижению устойчивого



баланса интересов различных групп, позволяет контролировать деятельность менеджмента, обеспечивает защиту прав акционеров и повышение рыночной стоимости компании. Наблюдаются позитивные изменения в практике проведения общих собраний акционеров. В большинстве крупных и значительном числе средних компаний обеспечено разделение должностей генерального директора и председателя совета директоров компании. Советы директоров, прежде всего ведущих компаний, укрепили свою роль в контроле за деятельностью менеджмента. Это касается в основном таких аспектов, как утверждение корпоративной стратегии и контроль за ее реализацией, одобрение крупных сделок, реструктуризация компании. Подтверждением возросшего значения советов директоров стало создание в небольшом числе компаний внутренних специализированных комитетов – по аудиту, корпоративному управлению и назначениям, по оплате труда. Компании добились определенных улучшений в практике раскрытия информации о своей деятельности.

(16)

4.3. За последние несколько лет произошли позитивные перемены в решении проблем, связанных с обеспечением прав и законных интересов акционеров при реализации основных корпоративных действий – крупные сделки, сделки с заинтересованностью, реструктуризация, консолидация, приобретения, поглощения, выплата дивидендов. В России формируется система внесудебного разрешения корпоративных споров. Российский союз промышленников и предпринимателей (РСПП) принял Хартию корпоративной и деловой этики, сформировал коллегию арбитров. Компании, отраслевые и профессиональные объединения активизировали свою деятельность по разработке внутренних кодексов передовой практики корпоративного управления и деловой этики. Российский бизнес формирует свои представления о социальной ответственности бизнеса, вырабатывает нормы деловой этики. В 2003 г. РСПП принял решение о создании Комитета по социальной ответственности

бизнеса, который будет способствовать введению в России международных стандартов социальной ответственности, разработке рейтингов социальной и экологической ответственности компаний.

4.4. Одна из ключевых задач совершенствования корпоративного управления в России – формирование независимых и ответственных советов директоров. Решение этой задачи предполагает совершенствование практики работы советов директоров, превращение советов в действенный орган корпоративного управления, способный нести ответственность за принимаемые решения, противостоять прямому влиянию отдельных крупных акционеров, находить эффективные решения в условиях конфликта интересов. В данной области требует урегулирования ряд вопросов:

(17)

- разработка стандартов информационной политики компании;
- увеличение объема раскрываемой информации;
- формирование профессиональных стандартов и этических норм для членов советов директоров;
- обеспечение неисполнительных директоров необходимым объемом информации о деятельности компании.

Советы директоров должны стать инициаторами и проводниками новых принципов управления. Крупным частным собственникам и государству необходимо повысить требовательность в оценке деятельности совета директоров в целом, как единого органа, и отказаться от прямых указаний по голосованию для членов советов директоров.

4.5. Позитивные изменения в практике раскрытия информации затронули пока сравнительно небольшую часть российских компаний. На повестке дня стоит вопрос о раскрытии информации, касающейся вознаграждения членов исполнительных органов акционерных обществ, сведений о бенефициарных собственниках российских компаний. Для решения этой проблемы необходимо расширение международного сотрудничества по вопросам регулирования офшорного бизнеса. Существенную роль могла бы сыграть большая последовательность иностранных институциональных

инвесторов, работающих в России, в отношении требований к раскрытию информации об акционерах и бенефициарных владельцах.

4.6. В государственной собственности остается значительный объем активов. Одна из ключевых задач представителей органов государственного управления в советах директоров компаний – способствовать внедрению передовых норм корпоративного управления. Сегодня работа представителей федеральных и региональных органов власти в органах управления акционерных обществ малоэффективна. В целях изменения ситуации необходимо улучшить координацию работы различных ведомств, связанных с вопросами корпоративного управления, и сфокусировать внимание на компаниях, стратегия которых базируется на использовании потенциала фондового рынка.

4.7. Относительная узость внутреннего фондового рынка существенно тормозит развитие экономики России. Приоритетная задача органов регулирования – содействие формированию большой группы инвестиционно привлекательных компаний. Выход за нынешние пределы ограниченного числа «голубых фишек» даст инвесторам значительно больше возможностей для диверсификации рисков, сделает российский рынок более устойчивым и ликвидным.

## 5.

### ИНВЕСТОРЫ

#### И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

5.1. В последние годы укрепилось доверие инвесторов, в том числе иностранных, к российскому рынку. Об их возросшем интересе к акциям российских компаний свидетельствует динамика фондовых индексов. Индекс РТС (59 наиболее ликвидных компаний) за 2003 г. вырос на 58%. На 31 декабря 2003 г. суммарная рыночная капитализация российских компаний составляла 173,4 млрд долл. (капитализация индекса РТС плюс капитализация ОАО «Газпром»). Индекс ММВБ (12 компаний) в течение 2003 г. вырос на 61%. Объем торгов за 2003 г. на рынке акций РТС, ММВБ, а также

на Лондонской, Нью-Йоркской и Франкфуртской биржах (депозитарные расписки на акции российских эмитентов) составил порядка 109 млрд долл., увеличившись на 69% по сравнению с предшествующим годом. Однако, несмотря на высокие темпы роста фондового рынка, активность эмитентов по привлечению капитала через размещение своих акций на биржах оставалась низкой как по объему привлеченных средств, так и по абсолютному количеству размещений. Выход компаний на фондовый рынок сдерживается отсутствием должной мотивации со стороны их владельцев. Пока не исчерпаны внутренние и внешние кредитные резервы компаний, собственники предпочитают сохранять свой контроль.

5.2. В целом более 80% опрошенных Standard & Poor's инвесторов считают, что качество корпоративного управления может быть определяющим фактором при принятии инвестиционных решений. Сходную точку зрения высказывают и стратегические инвесторы. Ежегодные исследования Standard & Poor's показывают, что уровень корпоративной прозрачности тесно связан с коэффициентами рыночной оценки акций компаний. Компании, в большей степени открытые по отношению к инвесторам и публикующие полезную корпоративную информацию, выше оценены и рынком.

5.3. Для инвесторов корпоративное управление значит больше, чем набор стандартных механизмов, разграничивающих ответственность разных сторон за принятие решений в компании. Прежде всего, это – культура поведения на рынке и в бизнесе, в том числе при разрешении споров и конфликтных ситуаций, открытость и дружелюбность по отношению к инвесторам, практика строгого контроля и правильного учета. Без такого рода культуры невозможно доверие между участниками инвестиционного процесса. Наличие корпоративной культуры и соответствующих моделей отношений, в том числе с государством, воспринимается инвесторами как необходимая часть инфраструктуры бизнеса, без которой инвестиционный процесс затруднен и осложнен чрезмерными рисками.

5.4. Главной особенностью российского фондового рынка является высокая концентрация собственности на акции российских компаний и небольшой объем акций в свободном обращении. В этом состоит одна из основных причин низкой ликвидности российских фондовых инструментов и большой волатильности их стоимости. Риски, связанные с качеством корпоративного управления, в условиях высокой концентрации собственности в руках основных владельцев особенно существенны для миноритарных акционеров, поскольку чреватые полной или весьма масштабной потерей активов. Вероятность вывода активов с использованием механизмов трансфертного ценообразования, продажи активов по заниженным ценам, залога активов с последующим отказом от выполнения своих обязательств с автоматической потерей залога по-прежнему весьма высока.

(20)

5.5. При наличии крупных или мажоритарных акционеров портфельные инвесторы в России играют более активную роль, чем на Западе, особенно в англосаксонских странах. Миноритарные иностранные акционеры при оценке рисков вынуждены учитывать, что в условиях высокой волатильности рынка доход на инвестиции фактически обусловлен для них активным участием в корпоративном управлении. При этом участие в совете директоров может приводить к конфликту интересов, поскольку директор от миноритариев зачастую одновременно является портфельным инвестором, имеющим возможность использовать инсайдерскую информацию о компании в операциях с ценными бумагами.

5.6. Инвесторы, как правило, с пониманием относятся к тому, что компания не выплачивает дивиденды, направляя всю или большую часть своей прибыли на развитие. Вместе с тем только 1/5 опрошенных Standard & Poor's инвесторов считают, что суммы дивидендов адекватны прибыли во всех или во многих компаниях, куда они направляли инвестиции. Получение недостаточной или неадекватной информации также рассматривается инвесторами в числе основных проблем. Этот фактор резко

ограничивает возможности инвесторов оперативно принимать решения о выходе из своих инвестиций или принимать иные меры, способные остановить снижение стоимости вложений.

5.7. По мнению инвесторов, необходимо повышение эффективности компенсационных схем для членов совета директоров и менеджмента российских компаний. Система вознаграждения менеджмента и членов совета директоров должна, во-первых, приводить в соответствие их личные интересы с интересами всех акционеров, во-вторых, способствовать росту стоимости компании в долгосрочной перспективе. В сфере правоприменения инвесторы заинтересованы в сокращении сроков разбирательства их исков в судах и получении адекватной компенсации за понесенный ущерб.

(21)

Улучшение корпоративного управления призвано способствовать созданию условий для реальной защиты частной собственности, обеспечения интересов и прав инвесторов, формирования инвестиционно привлекательных и конкурентоспособных национальных корпораций, которые могут стать основным двигателем экономического роста в России.

## 6.

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

6.1. Декларация лидеров «восьмерки» в Эвиане формирует повестку дня для действий правительств и деловых кругов по внедрению передовой практики корпоративного управления. Поддержка устойчивого экономического роста предполагает создание условий для ответственного поведения бизнеса. В этом контексте заметную роль могут сыграть добровольные инициативы компаний, направленные на повышение корпоративной ответственности в социальной сфере и в области окружающей среды.

6.2. Россия заинтересована в дальнейшем укреплении целостности мировой экономики, включая меры по борьбе с финансовыми преступлениями, отмыванием денег и финансированием терроризма.

Совместно с другими странами Россия намерена работать в направлении защиты прав инвесторов, большей согласованности регулирующих механизмов и совершенствования правоприменительной практики. Прозрачность рынка должна обеспечиваться за счет целостности, качества и доступности финансовой и иной информации.

6.3. Одним из основных препятствий на пути экономического и социального развития остается коррупция. Значительный и устойчивый прогресс в борьбе с коррупцией возможен только благодаря совместным усилиям всех правительств, международных институтов, частного сектора и гражданского общества.

(22)

# 1 КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В СТРАТЕГИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

(23)

## 1.1. НЕОБХОДИМОСТЬ ТРАНСФОРМАЦИИ МОДЕЛИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Перспективы экономического развития России в значительной мере зависят от темпов роста валового внутреннего продукта (ВВП). В случае удвоения ВВП в ближайшие 10 лет среднегодовой темп прироста экономики должен превышать 7%, что не является заведомо невыполнимой задачей. После длительного экономического спада 1990-х гг., когда ВВП сократился более чем на 40%, российская экономика демонстрирует высокие темпы развития. За последние пять лет среднегодовой прирост составил 6,8%. В результате объем российского ВВП вырос более чем на 1/3. Вдвое увеличить валовой продукт за ближайшие 10 лет невозможно без постоянного повышения эффективности производства. Более того, только повышение эффективности способно обеспечить устойчиво высокие темпы роста экономики в более долгосрочной перспективе. Существенным фактором, который мог бы способствовать экономическому росту, является качество корпоративного управления.

Значение этого фактора будет повышаться по мере того, как будут исчерпываться иные возможности роста.

После кризиса 1998 г. сложился ряд объективных предпосылок для экономического подъема. Высокие темпы экономического роста в 1999–2003 гг., особенно в первые послекризисные годы, во многом основывались на повышении загрузки производственных мощностей. Расширению производства способствовала, прежде всего, девальвация рубля, благодаря которой существенная часть внутреннего спроса была переориентирована на продукцию отечественного производства. В последующем возросшие цены на нефть стимулировали и потребительскую, и инвестиционную составляющие внутреннего спроса. Возврат валютной выручки и ее перераспределение в пользу других секторов экономики (через бюджет, через повышение инвестиционного спроса со стороны крупнейших экспортеров) способствовали повышению уровня доходов в более широком спектре отраслей. Вследствие сформировавшейся структуры российской экономики потенциальная возможность расширения лишь внешнего спроса (при условии доминирования топливной составляющей) не может гарантировать ни устойчивость, ни высокие темпы роста.

(24)

Заметное увеличение внутреннего потребительского спроса в основном стало следствием высоких цен на нефть. Значительное положительное сальдо внешней торговли и рост доходов основывались также на увеличении физических объемов экспорта и относительно благоприятной конъюнктуре для других товаров российского экспорта. В итоге к концу 2002 г. модель экономического роста, опиравшаяся преимущественно на расширение внутреннего спроса и его удовлетворение за счет загрузки мощностей, себя исчерпала. Произошло это не только потому, что во многих отраслях был исчерпан лимит свободных мощностей. Качественно изменилась структура спроса и, соответственно, требования к производственным мощностям.

В ближайшие годы даже наличие свободных мощностей в тех или иных отраслях отнюдь не

гарантирует их загрузку. В условиях быстрого роста доходов происходит интенсивное смещение спроса от относительно простых и дешевых товаров, где российские производители вполне конкурентоспособны, в сторону услуг, а также более дорогих и качественных продуктов с более высокими потребительскими свойствами. На этом сегменте рынка с точки зрения конкурентоспособности отечественные предприятия заметно уступают иностранным. Спрос на услуги существенно стимулировал рост ВВП. В свою очередь, производство товаров росло медленнее, и вполне естественно, что в последние годы темпы роста импорта существенно опережали темпы экономического роста. Это стало результатом не столько повышения реального эффективного курса рубля, сколько более низкой конкурентоспособности российских производителей.

(25)

Дальнейшее расширение внутреннего спроса само по себе уже не может гарантировать высоких темпов роста экономики в целом, хотя и будет продолжать стимулировать развитие сектора услуг. Искусственное же стимулирование внутреннего спроса, в частности, через бюджет, может привести лишь к дальнейшему росту импорта товаров. Чтобы не допустить этого, необходимо существенно обновить производственно-технологическую базу, повысить деловую культуру, качество корпоративного и государственного управления, что должно привести к улучшению инвестиционного климата.

## 1.2.

### **ИНВЕСТИЦИИ КАК КАТАЛИЗАТОР ДОЛГОСРОЧНОГО РОСТА И МОДЕРНИЗАЦИЯ ЭКОНОМИКИ**

Динамика развития экономики определяется динамикой трудовых ресурсов, основного капитала и совокупной факторной производительности (СФП), которая, как правило, включает достижения научно-технического прогресса, изменение эффективности производства, накопление знаний, информационные технологии. В ближайшие годы главным источником роста

российской экономики останется производительность. В современной России это – единственный реальный путь достижения устойчиво высоких темпов роста экономики.

Россия вряд ли повторит путь развития, характерный в предыдущие десятилетия для азиатских стран. Наиболее существенный вклад в экономическую динамику в странах Азии вносило накопление основного капитала. Государственная политика, направленная на создание особых условий для развития крупного национального бизнеса, облегчения его доступа к финансовым ресурсам, обеспечила ускоренное накопление капитала. В немалой степени быстрому экономическому росту в странах Юго-Восточной Азии способствовало расширение предложения на рынке труда в результате увеличения численности населения и его миграции из сельских районов в города. Наряду с этими факторами росла и эффективность производства, но более медленными темпами. Однако азиатский кризис 1997–1998 гг. стал наглядным свидетельством неэффективности в долгосрочной перспективе экономической системы, в которой вопросам улучшения корпоративного управления, прозрачности компаний, результативности инвестиционных решений не уделялось достаточно внимания.

Накопление человеческого капитала не может внести существенный вклад в подъем российской экономики. В долгосрочной перспективе население России будет продолжать сокращаться. Россия не может рассчитывать на значительный приток дешевой рабочей силы из сельских районов в города, как это было в Китае, Южной Корее и других азиатских странах. Доля сельского населения в России (немногом выше 20%) по-прежнему высока по европейским стандартам, однако она намного ниже той, что была в странах Азии на начальном этапе периода ускоренного экономического роста. По прогнозам, в ближайшие годы в стране будет ухудшаться демографическая ситуация: не только сократится предложение рабочей силы на рынке труда, но и возрастет демографическая нагрузка (число иждивенцев на 1000 работающих) вследствие старения населения. Это будет провоцировать рост социальных

(26)

расходов, ограничивая возможности государства по стимулированию экономического роста.

В посткризисные годы экономический рост в России был обусловлен изменившимися фундаментальными показателями, что нашло отражение в динамике совокупной факторной производительности. При среднегодовом росте ВВП в 1999–2003 гг. в 6,8% основные фонды и занятость увеличивались в среднем на 0,5% в год. Это означает, что в основе роста лежала более высокая эффективность.

Чтобы обеспечить рост основных фондов на 0,5–1% в год, инвестиции в них должны расти не менее чем на 10% ежегодно. И даже при более быстром увеличении инвестиций накопление капитала будет достаточно медленным, особенно в ближайшее время. Уровень занятости в среднесрочной перспективе практически не изменится – возможный рост не превысит 0,5% в год. В этом случае ежегодное повышение совокупной факторной производительности должно составить 5,5–6,5%, что позволит обеспечить необходимые для удвоения ВВП темпы экономического роста. Такая динамика возможна лишь в том случае, если инвестиции пойдут не только в ТЭК, но и в отрасли, производящие продукцию с большей добавленной стоимостью, такие как сфера услуг, машиностроение и ряд других. В долгосрочном же плане рост предложения на рынке труда прекратится, что повысит требования к росту производительности. При неизменном уровне производительности экономический рост едва ли превысит 1%. Для повышения совокупной факторной производительности важно сочетание ряда ключевых факторов: расширение инвестиционной активности, повышение качества услуг, которые государство оказывает обществу, укрепление системы управления на уровне корпораций.

Улучшение инвестиционного климата, равно как и перспективы экономического роста в России зависят не только от совершенствования корпоративного управления, но и от качества государственной экономической политики. После кризиса 1998 г. в области государственного регулирования произошел ряд

(27)

позитивных изменений. В первую очередь это коснулось макроэкономической политики. Дефолт и девальвация позволили устранить накопленные к 1998 г. макроэкономические диспропорции. Долговой кризис был порожден хроническим дефицитом бюджета, а несоответствие денежно-кредитной и бюджетной политики усугубило ситуацию. В свою очередь, переход к плавающему курсу рубля и политике профицитного бюджета заметно ослабил угрозу нового кризиса не только в настоящее время, но и в обозримой перспективе.

Однако диспропорции в экономике могут возникать не только вследствие слабости макроэкономической политики, но и из-за отсутствия эффективных мер в области структурных реформ, неразвитости рыночных институтов, слабого корпоративного управления. И если в сфере макроэкономики в России в последние годы было ощутимо продвижение вперед, то в отношении структурных реформ, стимулирования развития институтов рынка прогресс менее заметен. Проведение макроэкономической политики в послекризисный период существенно облегчалось сохранением высоких цен на нефть. В сложившихся условиях компании не имели серьезных стимулов к проведению масштабных качественных изменений – они могли увеличивать выпуск за счет повышения загрузки мощностей. Государство же могло обеспечивать макроэкономическую стабильность и наращивать резервы благодаря устойчивому притоку валютной выручки.

В итоге у российских компаний не возникало и настоящей потребности в улучшении корпоративного управления. Позитивные сдвиги в этом направлении наметились лишь в последние два года. Руководители российских компаний отчетливо понимают, что конкуренция с импортом и иностранными производителями все время будет разворачиваться на новых сегментах рынка. Определяющую роль играет постоянный ввод новых, качественно иных мощностей, способных производить конкурентоспособную продукцию, причем не только для внутреннего потребления, но и на экспорт.

(28)

Это означает, что катализатором экономического роста становятся инвестиции в основной капитал. Рассматривая возможность расширения таких инвестиций, и отечественные, и иностранные инвесторы будут учитывать, прежде всего, качество корпоративного управления в компаниях-реципиентах капитала, сдвиги в законодательной базе и правоприменительной практике. Российские компании испытывают также растущую потребность в привлечении заемных средств в целях финансирования инвестиций. Этот факт обуславливает необходимость повышения прозрачности предприятий как неотъемлемого элемента хорошего корпоративного управления, что подтверждается результатами последних обследований.

(29)

Около 2/3 компаний намерены в ближайшие год-полтора выйти на рынок капитала с целью привлечения дополнительных финансовых ресурсов. Этот показатель лишь немного уступает количеству компаний, которые видят необходимость серьезного улучшения корпоративного управления. Примерно 78% компаний планируют улучшить корпоративное управление по собственной инициативе, вне зависимости от давления регулирующих органов. С учетом же жестких требований со стороны регулятора уже 90% компаний готовы повышать уровень корпоративного управления.

В рамках нынешней деформированной структуры экономики, устаревшей материально-технической базы, недостаточного развития рыночных институтов необходимый для удвоения ВВП экономический рост в принципе недостижим. Инерционное развитие экономики представляет собой тупиковый путь, поскольку сохранение экспортно-сырьевой ориентации экономики будет означать крайне неэффективное использование имеющегося потенциала, в первую очередь, человеческого. Такой вариант развития не позволит воспрепятствовать оттоку наиболее квалифицированной рабочей силы, конкурентоспособной на мировом рынке труда.

Устойчиво высокие темпы роста могут быть достигнуты на основе модернизации экономики и повышения ее эффективности. Это позволит решить

важнейшую задачу повышения доходов населения, в первую очередь посредством увеличения оплаты труда. При этом необходимо отказаться от сложившейся практики, когда уровень заработной платы рассматривается в основном с точки зрения решения социальных задач. Оплата труда – важнейший экономический фактор. Сложившийся низкий уровень оплаты труда препятствует развитию и модернизации промышленных предприятий. Преобладание дешевой рабочей силы в долгосрочной перспективе стимулирует сохранение в российской экономике отсталых производств, неэффективной структуры рабочих мест. Стимулирование роста оплаты труда во всех отраслях экономики необходимо рассматривать как рычаг повышения эффективности производства российских предприятий, активизацию национального рынка труда.

(30)

Можно констатировать позитивные сдвиги, наметившиеся в 2003 г. Модель экономического роста стала меняться не только в рамках макроэкономики, но и на уровне предприятий. В частности, в промышленности объем выпуска возрос на 7%, а занятость сократилась почти на 6%. Возросшие издержки вследствие увеличившихся тарифов на тепло, энергию, грузовые перевозки заставили предприятия принять меры по снижению других издержек. Избыточная занятость, унаследованная от прежней административной системы, стала первой мишенью. Реструктуризация стимулируется также ожиданиями повышения реального эффективного курса рубля. Структурные сдвиги на микроуровне способствовали повышению эффективности производства и конкурентоспособности отечественных производителей.

Одним из основных условий достижения устойчиво высоких темпов экономического роста является переориентация значительной части финансовых ресурсов из сырьевых в обрабатывающие секторы экономики. Задачей государства является разработка действенных стимулов и механизмов для сбережения внутри страны «избыточных» финансовых ресурсов энергосырьевого сектора. Наряду с дальнейшим снижением административных барьеров,

препятствующих диверсификации экономики и ее росту, должна быть сформирована эффективная частная финансовая система, которая привлекала бы свободные финансовые ресурсы и удовлетворяла спрос на заемные средства со стороны быстрорастущих секторов экономики.

Существенным отличием России от других стран с переходной экономикой является наличие высокого сальдо торгового баланса, обусловленного доминированием сырьевого экспорта. В отличие от многих стран у России имеется постоянный собственный источник финансирования развития. При отсутствии приемлемых условий для его эффективного использования собственники соответствующих ресурсов предпочитают вложения или в расширение своей основной деятельности, что может порождать симптомы «голландской болезни», или в иностранные активы как форму сбережения средств, не сопряженную с высокими рисками. В любом случае результатом является значительная концентрация финансовых ресурсов в сырьевых холдингах и медленно меняющаяся структура экономики, отдельных отраслей и предприятий.

(31)

Притоку капитала в реальный сектор могло бы способствовать формирование системы финансового посредничества, обеспечивающей перераспределение ресурсов. Рост инвестиций был бы также возможен благодаря развитию системы страхования и рынка корпоративных ценных бумаг, активизации процедур банкротства неэффективных собственников, развитию конкурентоспособных предприятий путем финансового оздоровления, формированию благоприятной среды для малого и среднего бизнеса.

### 1.3.

#### **ПЕРЕХОД К НОВОЙ МОДЕЛИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

Несмотря на заметные темпы экономического роста в послекризисный период, уровень экономического развития России остается достаточно низким. ВВП на



душу населения составляет немногим более 7 тыс. долл. по паритету покупательной способности и около 3 тыс. долл. по текущему обменному курсу, что в несколько раз ниже показателей не только развитых, но и многих развивающихся стран. Это предопределяет низкое качество жизни, усугубляемое огромной дифференциацией доходов и бедностью населения.

В последние два года ситуация начала улучшаться, чему во многом способствовали экономические меры правительства. В первую очередь, это относится к макроэкономической политике. Правительству удалось сделать существенные шаги в сфере реформирования налоговой системы, повысить эффективность государственных расходов. Были введены в действие такие принципиально важные документы, как Налоговый и Бюджетный кодексы, Земельный кодекс. Принят пакет законов по пенсионной реформе, по реформе электроэнергетики, снижению административных барьеров для малого бизнеса.

Однако реализация принятых решений не всегда отвечает ожиданиям. Многие из намеченных реформ пока не реализованы. В первую очередь, речь идет о реформировании естественных монополий. Правительству не удалось ограничить рост расходов бюджета, заметно сократить масштабы коррупции (рассчитываемый агентством Transparency International индекс коррупции за последние несколько лет в России не изменился), существенно продвинуться в области реформирования финансовой системы. К реформе административной системы правительство приступило только во второй половине 2003 г.

В значительной степени позитивные тенденции в развитии экономики – результат эволюции крупных и средних предприятий, ориентированных на рост. В этом контексте показательна статистика капитальных потоков. В 2003 г. существенно сократился отток капитала из российской экономики и увеличился приток заемных средств, которые российские корпорации привлекли на внешних рынках. Это – прямой результат укрепления крупного российского бизнеса, возросшей

(32)

прозрачности его деятельности. Компании-заемщики перешли на международные стандарты бухгалтерской отчетности, раскрыли состав акционеров, предприняли серьезные меры по улучшению корпоративного управления.

Поддержание высоких и устойчивых темпов роста требует более активной реализации преобразований в социальной и экономической сферах. Опыт развития стран Латинской Америки в последние два десятилетия показал, что в условиях незавершенности структурных и институциональных реформ экономический рост может периодически замедляться, прерываться стагнацией или спадом. В ближайшие годы экономическому росту в России может способствовать благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура. Однако при падении цен на нефть в силу исчерпания внутренних источников развития неизбежно его существенное замедление. Главной задачей ближайшего времени становится завершение институциональных и структурных преобразований, критических для выхода на устойчиво высокие темпы роста. В число главных приоритетов входит улучшение корпоративного управления и расширение круга компаний, следующих международным стандартам управления.

(33)

Стратегия правительства в сфере структурной перестройки экономики предполагает создание условий, которые призваны обеспечить:

- существенное расширение несырьевого экспорта как важного фактора роста экономики, увеличения внутреннего спроса и диверсификации экономики;
- перелив капитала из сырьевого сектора в обрабатывающие отрасли и увеличение прямых иностранных инвестиций в качестве источников финансирования импортозамещающих производств и технологической модернизации;
- опережающий рост новых секторов в целях создания заделов для повышения конкурентоспособности российской экономики в следующем десятилетии и развития малого предпринимательства. Малый бизнес мог бы способствовать повышению производи-

тельности труда и формированию среднего класса с высоким платежеспособным спросом. Серьезным тормозом на пути развития новых отраслей и малого бизнеса остаются высокие административные издержки.

Достижение максимального эффекта по всем трем направлениям тесно связано со снижением энергоемкости экономики.

Активизация источников роста российской экономики возможна только при создании благоприятных условий для начала и расширения бизнеса. В результате незавершенности реформ эти условия не выполняются в полной мере, что может стимулировать отток капитала и сдерживать приток иностранных инвестиций.

Основные препятствия на пути улучшения инвестиционной среды связаны, во-первых, с тем, что, несмотря на принятые правительством меры, сохраняется высокий и обременительный уровень вмешательства государства в экономическую деятельность. Это выражается в широких полномочиях государственных органов в перераспределении экономических ресурсов, сохранении высоких административных барьеров для ведения предпринимательской деятельности и чрезмерной налоговой нагрузки.

Во-вторых, нынешняя организационная, финансовая и информационная инфраструктура не отвечает потребностям бизнеса и предопределяет избыточный уровень транзакционных издержек. Неэффективность системы предоставления социальных услуг при низком уровне оплаты труда препятствует нормальному воспроизводству человеческого капитала.

В-третьих, экономика России остается относительно закрытой с точки зрения эффективной внешнеэкономической деятельности в силу избыточного таможенного и валютного регулирования и контроля. Принятый в конце 2003 г. новый закон о валютном контроле пока не способен решить накопившиеся проблемы.

(34)

В-четвертых, государственная поддержка расплылась по всем секторам экономики, сдерживая ее диверсификацию. Неравные условия конкуренции также серьезно препятствуют решению задачи диверсификации.

Активизация источников экономического роста была бы возможна при реализации следующего комплекса мер:

- проведение административной реформы, направленной на создание эффективной системы государственного управления в целях укрепления роли государства как гаранта стабильных условий хозяйствования;
- снижение степени участия государства в перераспределении ресурсов;
- концентрация государственной поддержки на обеспечении опережающего роста «новых» секторов экономики;
- существенное повышение степени открытости российской экономики, прозрачности решений, принимаемых различными органами исполнительной власти;
- осуществление законодательных и регулирующих мер, обеспечивающих переход компаний на международные стандарты финансовой отчетности;
- формирование системы предоставления социальных услуг, создающей благоприятные условия для развития человеческого капитала.

Подобный комплекс мер позволил бы снизить риски инвестирования в российскую экономику, сделать вложения в равной степени привлекательными как для отечественных, так и для иностранных инвесторов. Возрастает значение социально ориентированных реформ – жилищно-коммунальной, реформы образования, здравоохранения, которые должны дать долгосрочный эффект. Военная реформа, направленная на сокращение сроков службы и создание профессиональной армии, также должна оказать позитивное влияние на экономическую динамику.

(35)

**1.4.  
КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ  
И ПОВЫШЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ  
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКОЙ  
ЭКОНОМИКИ**

В 2003 г. возросла инвестиционная привлекательность российской экономики. Подтверждением этого стало повышение двумя ведущими рейтинговыми агентствами суверенного рейтинга России. Предприятия и финансовый сектор активно привлекали заемный капитал из-за рубежа. В существенной степени это было вызвано низкими процентными ставками, что создавало крайне выгодные условия для внешних заимствований. В пользу использования иностранных займов говорило и повышение реального эффективного курса рубля, и в особенности резкое укрепление рубля относительно доллара. Отток капитала в 2003 г. также снизился. В условиях притока иностранных инвестиций быстро рос российский фондовый рынок.

(36)

Диверсификация российского экспорта – один из приоритетов экономической политики. Корни зависимости России от экспорта природных ресурсов лежат в советской экономике, которая тоже испытывала серьезные проблемы в периоды падения мировых цен на сырьевые товары. В частности, резкое удешевление нефти во второй половине 80-х гг. вынудило советское правительство существенно увеличить внешние заимствования, чтобы обеспечить импорт необходимых производственных и потребительских товаров.

Доля экспорта и торгового баланса в ВВП России достаточно высока (около 30 и 17% соответственно). В то же время доля прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в ВВП не превышает 1%. Россия также отстает от большинства стран с переходной экономикой по объему ПИИ на душу населения. Таким образом, с одной стороны, российская экономика сильно зависит от экспортных доходов, а с другой – остается малопривлекательной для иностранного капитала. В отличие от других стран с переходной экономикой, Россия в принципе могла обеспечивать доход

от экспорта, достаточный для финансирования экономического роста. Однако в большинстве переходных государств отмечался значительный приток иностранного капитала, который стимулировал не только рост доходов на душу населения и импорт потребительской продукции, но и наращивание импорта инвестиционных товаров. Это способствовало существенной диверсификации экономики, модернизации производства, заимствованию передовой деловой культуры. Как следствие, странам Восточной Европы удалось не только в короткие сроки переориентировать существенную часть своего экспорта с востока на запад, но и интегрироваться в единую европейскую экономику.

(37)

Сходная картина наблюдалась и в странах Азии в предыдущие десятилетия. Прямые иностранные инвестиции и/или частные иностранные заимствования привели к существенному изменению отраслевой структуры этих стран, быстрому росту экспорта и экономическому подъему.

В России иностранные инвестиции не играют заметной роли в экономике. Значительная часть ПИИ в России приходится на долю нефтяного сектора, что определенно не способствует диверсификации экспорта. Среди основных направлений деятельности прямых иностранных инвесторов – пищевая промышленность, торговля и финансовый сектор, то есть отрасли, ориентированные, прежде всего, на внутренний рынок. Среднегодовой приток ПИИ в Россию в последние годы составляет около 3 млрд долл., что явно недостаточно для радикальных изменений отраслевой структуры экономики.

Сравнительно низкий уровень прямых инвестиций свидетельствует о том, что Россия в меньшей степени, чем другие страны с переходной экономикой, вовлечена в международный инвестиционный процесс. Причина этого – осторожность стратегических инвесторов в отношении страны, которая пока недостаточно отвечает таким требованиям, как доступность и прозрачность информации о деятельности бизнеса и решениях органов государственной власти, достоверная финансовая

отчетность, надежный контроль со стороны надзорных органов, гарантии соблюдения прав инвесторов и стабильные отношения между партнерами по бизнесу.

Объем несырьевого экспорта в долларовом выражении в последние семь-восемь лет почти не менялся, составляя порядка 40–45 млрд долл. в год. Совокупный же объем экспорта варьировался в зависимости от динамики цен на энергоресурсы и изменения физических объемов экспорта нефти и нефтепродуктов. Доля сырьевых товаров, прежде всего нефти и газа, в экспорте даже увеличилась, с чем связаны перемены в структуре российского экспорта. Выручка от экспорта несырьевых товаров после кризиса 1998 г. несколько выросла, однако этого пока явно недостаточно, чтобы изменить общую картину. Энергоресурсы, металлы, древесина, целлюлоза и химическая продукция составляют приблизительно 85% российского экспорта. С учетом того, что доля продукции машиностроения и иных обрабатывающих отраслей в российском экспорте довольно мала, изменения реального обменного курса не оказывают существенного влияния на объем экспорта. В большей степени экспорт зависит от колебаний цен на металлы и энергоресурсы.

В нефтяном секторе, черной и цветной металлургии большую часть экспортных доходов генерируют несколько хорошо известных компаний, чьи акции котируются на российском и зарубежных фондовых рынках (ЮКОС, ЛУКОЙЛ, «Сибнефть», ТНК, «Сургутнефтегаз», «Северсталь», «Норильский никель», СУАЛ). Именно эти компании составляют основу российского фондового рынка, для значительной части из них характерен более высокий уровень корпоративного управления.

Экономическая интеграция с внешним миром способствует не только росту производства, но и повышению качества корпоративного управления. Очевидно, что среди компаний с хорошим корпоративным управлением доминируют либо компании с участием иностранного капитала, либо активные заемщики на международном рынке капитала.

(38)

Поэтому можно говорить о существенном воздействии на корпоративное управление в России мирового рынка и иностранных инвесторов. В данном случае важны не только и не столько финансовые ресурсы, сколько привнесение в страну деловой культуры, высокие требования к российским компаниям-партнерам.

Результаты последних обследований показывают, что большинство компаний не удовлетворены качеством своего корпоративного управления. Корпоративные скандалы в США вызвали к жизни сравнительные оценки состояния корпоративного управления в российских и американских компаниях. Характерно, что среди российских компаний только 1% считают, что уровень корпоративного управления в России выше, чем в США, 4% оценивают его как одинаковый с США и 62% ответили, что в российских компаниях уровень гораздо ниже (33% опрошенных компаний затруднились ответить).

(39)

Компании критически оценили не только средний уровень корпоративного управления в России, но и собственный уровень. Половина опрошенных компаний посчитала, что у них ситуация хуже, чем по стране в целом. Около 25% рассматривают свой уровень корпоративного управления как более высокий по сравнению со страновым. Большинство компаний ассоциируют улучшение корпоративного управления с внедрением у себя Кодекса корпоративного управления. Для очень немногих компаний повышение качества корпоративного управления связано с прозрачной дивидендной политикой или с нормальными отношениями с инвесторами.

#### 1.5.

#### **РОЛЬ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА В ОБЕСПЕЧЕНИИ УСТОЙЧИВОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

Помимо расширения присутствия иностранного капитала в российской экономике экономический рост будет требовать все более и более активного участия финансовой системы, в первую очередь банков.

Возрастет и роль фондового рынка. Необходимость финансирования экономического роста и привлечения финансовых ресурсов на возвратной основе, в свою очередь, будет способствовать большей открытости предприятий, а значит, будет способствовать и улучшению корпоративного управления. Кроме того, интеграция российской экономики в мировую должна положительно сказаться и на качестве корпоративного управления, поскольку повышение прозрачности финансовых потоков российских компаний является непременным условием такой интеграции.

Качество корпоративного управления различается не только по компаниям, но и по секторам экономики. Так, за последние два года существенное продвижение вперед было достигнуто в телекоммуникационном секторе. По итогам 2002 г. «ВымпелКом» и МТС вошли в число 10 наиболее привлекательных для инвесторов мировых телекомовских компаний, а по итогам 2003 г. МТС вошла в 5 наиболее привлекательных телекомовских компаний. Стоимость российских телекомовских компаний на протяжении 2002–2003 гг. на 20–30% превышала стоимость аналогичных компаний стран Восточной и Центральной Европы.

Структура собственности также важна с точки зрения возможностей компаний по улучшению корпоративного управления. Такие факторы, как соответствующее законодательство, нормативы ФКЦБ, позиция акционеров играют определяющую роль в политике компаний в области корпоративного управления.

Наряду с проблемами корпоративного управления, сдерживающими приток капитала в реальный сектор экономики, существуют факторы, ограничивающие возможности роста и обусловленные фундаментальными причинами. Они особенно важны для оценки долгосрочных перспектив российской экономики, финансовых рынков и финансовой системы в целом.

Монетизация российской экономики по-прежнему низка. Несмотря на рост отношения денежного агрегата М2Х к ВВП с 14% в 1999 г. до 25% в 2003 г., оно по-прежнему уступает показателям

(40)

большинства других стран с развивающимися рынками, не говоря уже о промышленно развитых государствах. Монетизацию невозможно повысить быстро и искусственно. Она увеличивается по мере экономического подъема, роста доходов на душу населения и прибылей различных экономических агентов, по мере укрепления доверия и наличия стимулов к повышению объема сбережений. С увеличением ВВП на душу населения возрастает и уровень монетизации экономики.

На фоне дальнейшего экономического подъема при условии прогресса в сфере реформ рост монетизации продолжится. Денежная масса будет увеличиваться быстрее ВВП. При условии, что темпы подъема рынка в долгосрочной перспективе будут коррелировать с динамикой денежной массы, российские акции в росте должны опережать ВВП. Именно это и происходило в последние годы. Опережающими темпами росла и вся финансовая система. Высокие темпы роста рынок и финансовая система в целом должны показать в долгосрочной перспективе, что не исключает краткосрочных колебаний в рамках отдельно взятого периода.

По мере экономического роста и роста доходов возрастут сбережения, будет меняться структура расходов экономических агентов, в первую очередь населения. Опережающими темпами будет расти спрос на финансовые услуги, включая страхование, услуги паевых инвестиционных фондов, банков. Стабилизация отношений собственности будет стимулировать рост ипотечного кредитования.

Низкая монетизация российской экономики в совокупности с раздробленностью банковской системы (в стране по-прежнему функционирует более 1300 банков) накладывает определенные ограничения на возможность получения кредита. С одной стороны, низкая монетизация означает, что скорость оборота денег высока, и в этих условиях рассчитывать на длинные кредиты не приходится. Сроки предоставляемых банками кредитов будут увеличиваться по мере повышения монетизации экономики.

(41)

Среди российских банков преобладают мелкие банковские институты. В результате большинство из них не может обслуживать быстро растущие крупные компании, которым требуются значительные по объемам долгосрочные кредиты. С учетом этого, рост внешних заимствований со стороны российского нефинансового сектора выглядит естественно. Выходя на внешний рынок заимствований, компании вынуждены повышать качество корпоративного управления, в том числе и для получения кредита на более выгодных условиях.

Аналогичные тенденции наблюдаются и на уровне менее крупных компаний, которые по ряду причин не готовы обратиться к внешним кредиторам. Не имея также возможности получить относительно крупный и долгосрочный кредит от одного кредитора, компании расширяют выпуск рублевых долговых обязательств. Тем самым компании привлекают ресурсы не от одного, а от множества кредиторов. Выходя на рынок внутренних заимствований, компании также повышают уровень корпоративного управления с тем, чтобы разместить облигации на более выгодных условиях. Этот процесс будет продолжаться, стимулируя улучшение корпоративного управления.

Долгосрочные фундаментальные риски в России, возможно, ниже, чем во многих других странах с развивающимися рынками. В отличие от них в Российской Федерации счет текущих операций в ближайшие годы должен сохранить устойчивость, главным образом, благодаря структуре экономики страны. Режим плавающего обменного курса и проводимая макроэкономическая политика позволят предотвратить возникновение нового острого кризиса. Даже в случае долговременного снижения цен на нефть потенциально возможная девальвация рубля будет происходить постепенно.

(42)

## 2 РОССИЙСКОЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО И СУДЕБНАЯ ПРАКТИКА В ОБЛАСТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

(43)

### 2.1. НЕСОВЕРШЕНСТВО СУДЕБНО-ПРАВОВОЙ СИСТЕМЫ – ТОРМОЗ РАЗВИТИЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

С вступлением в силу в 1996 г. Федеральных законов «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг» в России сформировалась правовая основа развития фондового рынка. Принятые законы имели значительное число недостатков, которые проявились в ходе приватизации и создания акционерных компаний. Низкая эффективность законов во многом была обусловлена отсутствием цивилизованного рынка акций, который мог бы стать средством защиты акционеров и способствовать практическому применению ключевых положений законодательства.

Перераспределение собственности в российских компаниях носило неоднозначный характер. С одной стороны, оно позволяло передать собственность в руки более эффективных собственников, чем те, кто получил ее в результате приватизации. С другой стороны, при отсутствии корпоративных традиций и сложившейся судебной практики передел собственности во многих

случаях принимал нецивилизованные формы, а его жертвами становились и эффективные собственники. Это усугублялось также несовершенством законодательства о банкротстве и о приватизации.

Можно отметить целый ряд ситуаций, predeterminedенных именно несовершенством российской правовой системы и судебной практики:

- увеличение долей одних акционеров за счет других акционеров или третьих лиц без должной компенсации («размывание» акционерного капитала);
- прекращение участия некоторых акционеров в акционерном обществе против их воли и без должной компенсации («выдавливание» акционеров);
- вывод активов;
- враждебные поглощения без должной компенсации;
- злоупотребления, связанные с ведением реестра;
- манипулирование результатами общего собрания.

(44)

Получение контроля над акционерными обществами путем размывания капитала и удаления акционеров относилось к числу наиболее серьезных проблем развития российских компаний в 1990-х гг. Формы «размывания» и «выдавливания» были чрезвычайно многообразны и часто не противоречили закону.

Большинство случаев «размывания» были связаны с размещением дополнительных акций. Правила размещения, предусмотренные Федеральным законом «Об акционерных обществах», позволяли не применять преимущественное право акционеров. Наряду с отсутствием процедур определения рыночной стоимости акций это облегчало переход по заниженным ценам долей одних акционеров к другим или к лицам, связанным с отдельными акционерами и/или с менеджментом компании. «Размывание» осуществлялось, как правило, путем закрытой подписки на дополнительные акции. Однако даже при открытой подписке, в которой могли принять участие акционеры, ее условия, в частности, требование об оплате акций «уникальным» имуществом, имевшимся в распоряжении лишь одного собственника, фактически превращали подписку в закрытую.

Действовавшая ранее редакция Закона «Об акционерных обществах» не распространялась на процесс увеличения капитала российских компаний за счет их собственных средств. Это позволяло увеличивать уставный капитал акционерного общества путем размещения дополнительных акций только среди мажоритарных акционеров. В итоге доли остальных акционеров уменьшались. «Размывание» могло также происходить путем реализации акций, находящихся на балансе акционерного общества (treasury stocks). К таким сделкам закон не предъявлял никаких требований.

(45)

Большие возможности для «выдавливания» акционеров создавала предусмотренная законом процедура реорганизации. Нередки были случаи, когда одна часть акционеров оказывалась в возникших при разделении акционерного общества финансово благополучных компаниях, а другая – в компаниях, обремененных долгами. Закон допускал возможность прекращения участия акционеров при реорганизации компании, конвертируя их акции в иные ценные бумаги (векселя, облигации). Широко использовался также такой способ, как консолидация, в результате которой тысячи акций превращались в единицы и лишь немногие акционеры сохраняли свое участие в акционерном обществе. То же самое происходило в процессе создания холдингов, когда переход на единую акцию сопровождался установлением несправедливых коэффициентов обмена акций.

Особое место занимала проблема вывода активов. Отчасти она была связана с недостатками процедуры одобрения крупных сделок и сделок с заинтересованностью, но в большей степени – с несовершенством механизмов контроля за менеджментом со стороны акционеров и привлечения его к ответственности. Поскольку четкие требования к деятельности менеджеров отсутствовали, привлечь их к ответственности было практически невозможно.

На практике широко использовались недостаточно четко прописанные положения законодательства, касающиеся порядка проведения общих собраний

акционеров. Несовершенство акционерного права создавало условия для манипулирования результатами общих собраний, обеспечивая менеджменту или отдельным акционерам возможность принятия необходимых решений. Собрания акционеров проводились в недоступных для большинства акционеров местах, без должного уведомления, иногда акционеры не допускались на общие собрания или, придя на собрание, обнаруживали, что оно уже закончилось.

Закон не устанавливал четких требований в отношении срока выплаты дивидендов, в связи с чем акционеры в течение многих месяцев не получали уже объявленные компанией дивиденды. Во всех случаях, когда закон обязывал акционерное общество выплатить акционерам, лишившимся своих акций, компенсацию, размер ее был чисто символический, несопоставимый с реальной стоимостью акций. В результате переход собственности происходил без должной компенсации акционерам, утрачивавшим участие в акционерных обществах.

Наряду с использованием пробелов законодательства большое распространение получили откровенно незаконные приемы передела собственности. К их числу можно отнести внесение изменений в реестр акционеров, в результате которого часть акционеров лишалась своих акций. Компании имитировали потерю или кражу документов, их исчезновение во время пожара, после чего восстановленный реестр значительно отличался от прежнего. Наиболее грубые нарушения имели место в реестрах, ведение которых осуществлялось самим эмитентом или аффилированным с ним регистратором. Практика «враждебных поглощений» опиралась в основном на нормы законодательства о банкротстве. Главным способом являлось искусственное создание признаков несостоятельности и приобретение акций в обмен на долги формально несостоятельного акционерного общества.

В 1990-х гг. судебная система продемонстрировала недостаточную способность защищать интересы акционеров. Инвестиционные риски, связанные с несовершенством законодательства,

(46)

усугублялись из-за непредсказуемости, а в ряде случаев незаконности судебных решений. В частности, по делам, где ответчиком выступало акционерное общество, обращение взыскания могло осуществляться на акции, принадлежащие акционерам. Общей практикой был арест акций в преддверии собрания акционеров, проводившийся судами по надуманным искам и отменявшийся после проведения собрания. Суды могли выносить решения о запрете принимать участие в собрании, выдвигать кандидатуры, быть избранными в органы управления акционерного общества.

Слабость механизмов гражданско-правовой защиты усугублялась отсутствием мер уголовного и административного правоприменения. До 1996 г. уголовное право не содержало специальных составов уголовных преступлений на рынке ценных бумаг, связанных с осуществлением должностными лицами управленческих функций. До 1999 г., когда был принят Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», установивший составы административных правонарушений на рынке ценных бумаг, акционеры не могли рассчитывать на защиту своих прав в административном порядке.

Многочисленные скандалы, связанные с акционерными обществами и неудовлетворительной защитой инвесторов, явились одним из основных факторов неблагоприятного инвестиционного климата в России. Существенную роль сыграло отношение иностранных инвесторов, которые были в состоянии сформулировать претензии к российскому закону с точки зрения общепризнанных принципов корпоративного управления. Важной причиной, подтолкнувшей государство к реформированию законодательства в корпоративной среде, явилось ущемление его собственных интересов как акционера. Зачастую они ущемлялись в не меньшей степени, чем интересы остальных акционеров.

В конце 1990-х гг. были предприняты первые меры, направленные на законодательное решение проблем «размывания». Федеральный закон «О защите

(47)



прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» уже содержал требование о проведении закрытой подписки только по решению общего собрания акционеров. Решение должно быть принято как минимум 2/3 голосов. Для исключения возможности превращения открытой подписки в закрытую путем оплаты акций уникальным имуществом закон предусмотрел право инвесторов оплатить акции деньгами. Соответствующие нормы носили временный характер и должны были действовать до внесения соответствующих правил в Федеральный закон «Об акционерных обществах». Одновременно началось изменение законодательства о банкротстве.

(48)

Начиная с 2000 г. проблемы регулирования акционерных обществ в России стали рассматриваться в контексте корпоративного управления. Развернувшаяся дискуссия привела к принятию поправок к Федеральному закону «Об акционерных обществах», а также к разработке ФКЦБ России Кодекса корпоративного поведения, существенным образом изменивших ситуацию в этой сфере.

## 2.2.

### **ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ ПРИНЦИПЫ ЗАЩИТЫ ПРАВ АКЦИОНЕРОВ И РАВНОГО ОТНОШЕНИЯ К АКЦИОНЕРАМ**

Основой защиты интересов акционеров является эффективная организация учета прав на ценные бумаги, исключающая риски утраты собственности. Учет прав на ценные бумаги осуществляется в России специальными организациями (регистраторами и депозитариями), лицензируемыми и контролируемые сейчас ФСФР (а ранее – ФКЦБ). В случае, если число акционеров не превышает 50 (в отличие от 500 до 2002 г.), ведение реестра может осуществляться самим акционерным обществом. В последние годы надежность учета прав на ценные бумаги значительно возросла. Это является результатом, во-первых, ограничения возможностей самостоятельного ведения эмитентами реестров акций,

во-вторых, усилий ФКЦБ по укрупнению регистраторов, позволивших снизить их зависимость от эмитентов.

Российское законодательство предусматривает свободное обращение акций открытых акционерных обществ. Акционерам закрытых АО закон предоставляет преимущественное право на приобретение акций в случае их продажи третьим лицам, защищая тем самым интересы акционеров в сохранении прежнего состава. С 2002 г. в законе устранена неясность, позволявшая включать в устав закрытого акционерного общества согласие на отчуждение акций третьим лицам.

(49)

Решения, связанные с размещением дополнительных акций, находятся в компетенции собрания акционеров и совета директоров, если в соответствии с уставом он наделен правом принимать соответствующие решения. Согласно закону, решение о закрытой подписке, а также о размещении более 25% акций общества посредством открытой подписки может приниматься только общим собранием акционеров квалифицированным большинством голосов (3/4 принимающих участие в общем собрании). Одновременно закон предусматривает преимущественное право акционеров на приобретение дополнительных акций. В случае закрытой подписки подобным правом располагают акционеры, голосовавшие против или не принимавшие участия в общем собрании акционеров, на котором было принято решение. Акционеры получили право оплачивать дополнительные акции деньгами, даже если условия размещения предусматривают их оплату неденежными средствами. В соответствии с законом в целях предотвращения «размывания» капитала при капитализации размещаемые дополнительные акции должны распределяться среди всех акционеров.

Закон защищает права акционеров-диссидентов при реорганизации. Он содержит запрет на конвертацию акций при реорганизации в иные ценные бумаги. Законом также предусмотрено, что при разделении и выделении акционеры, голосовавшие против или не принимавшие участия в голосовании по вопросу о реорганизации, должны получить акции

во всех акционерных обществах, создаваемых в результате такого разделения и выделения. Численность получаемых акций должна быть пропорциональна количеству имеющихся у акционеров акций реорганизуемого общества. Новые акции должны предоставлять те же права, что и прежние. Кроме того, закон предусматривает право акционеров, голосовавших против и не принимавших участия в голосовании по вопросу о реорганизации, требовать выкупа принадлежащих им акций. Дробные акции, образующиеся в результате консолидации, предоставляют те же права, что и целые, и могут обращаться наравне с целыми. Тем самым закон исключает возможность использования консолидации для «выдавливания» акционеров. Перечисленные требования, действующие с 2002 г., позволили в основном решить проблемы «размывания» и «выдавливания».

Закон «Об акционерных обществах» относит наиболее важные решения, касающиеся акционерного общества, к компетенции общего собрания акционеров. К их числу относятся внесение изменений в устав, реорганизация и ликвидация обществ, реализация крупных сделок на сумму более 50% балансовой стоимости активов акционерного общества и сделок с заинтересованностью на сумму более 2% балансовой стоимости активов акционерного общества. Решения, касающиеся изменений в уставе, реорганизации и ликвидации общества, и ряд других важных решений требуют 3/4 голосов акционеров, принимающих участие в общем собрании.

По закону, представительность принимаемых общим собранием решений обеспечивается тем, что общее собрание должно иметь кворум более половины голосов по акциям, а в случае проведения повторного собрания, созванного при отсутствии кворума, – 30%. Только для акционерных обществ с числом акционеров свыше 500 тыс. человек закон допускает возможность установления меньшего кворума для повторного общего собрания.

(50)

Обычно в общем собрании принимают участие только акционеры – владельцы обыкновенных акций. Однако в определенных случаях закон позволяет привлекать к участию в собрании с правом голоса также и акционеров – владельцев привилегированных акций. Речь идет о таких случаях, как голосование по вопросу о реорганизации и ликвидации акционерного общества, об ограничении прав по привилегированным акциям. С 2002 г. для принятия решения об ограничении прав по привилегированным акциям необходимо получить 3/4 голосов по соответствующим привилегированным акциям. Акционеры – владельцы привилегированных акций, по которым был определен дивиденд, в случае невыплаты дивидендов в полном объеме получают возможность участвовать в общем собрании с правом голоса по всем вопросам компетенции собрания.

Внесенные в 2002 г. поправки в Федеральный закон «Об акционерных обществах», касавшиеся процедуры созыва и проведения общего собрания акционеров, сократили возможности для манипулирования процедурными правилами. Определение процедуры созыва и проведения общего собрания было включено в компетенцию самого собрания. Закон также был дополнен рядом правил прямого действия.

Закон «Об акционерных обществах» требует уведомлять акционеров за 20 дней до проведения общего собрания (за 30 дней до собрания, предусматривающего вопросы о реорганизации). Акционеры имеют право ознакомиться с материалами, необходимыми для принятия решений, а также с проектами самих решений. Закон предусматривает порядок предоставления соответствующих материалов для ознакомления и их копирования. Согласно закону, голосование осуществляется в соответствии с принципом 1 акция – 1 голос.

Федеральный закон «Об акционерных обществах» предусматривает возможность заочного голосования акционеров на всех общих собраниях.

(51)

Это означает наличие у акционеров права направить в адрес общества бюллетени, отражающие их мнение по вопросам повестки дня собрания, не являясь на него лично. В случае, если общее собрание проводится в очной форме, акционеры могут участвовать в нем лично. В очной форме должно проводиться любое общее собрание, повестка дня которого включает вопросы избрания совета директоров, ревизионной комиссии (ревизора) общества, утверждения аудитора общества, а также вопросы, предусмотренные подпунктом 11. Закон требует информировать акционеров о решениях, принятых общим собранием, не позднее 10 дней после составления протокола об итогах голосования в форме соответствующего отчета.

(52)

С 2002 г. ФКЦБ России располагала полномочиями устанавливать дополнительные требования к порядку созыва и проведения общего собрания акционеров. В соответствии с нормативным актом ФКЦБ, общее собрание акционеров должно проводиться в населенном пункте, являющемся местом нахождения общества, если иное место его проведения не установлено уставом или внутренним документом общества, утвержденным акционерами. Требования ФКЦБ касаются определения времени направления и получения уведомлений о проведении общего собрания, предложений по поводу повестки дня собрания, бюллетеней для голосования, вопросов оформления доверенностей, а также регистрации участников собрания и других процедурных вопросов.

В редакцию Закона «Об акционерных обществах» в 2002 г. включено положение о сокращенном – шестимесячном – сроке, в течение которого акционер может обратиться в суд с заявлением об обжаловании решения общего собрания акционеров. Ограничивая этот срок, законодатель стремился исключить возможность обжалования решений общего собрания спустя длительное время после их принятия. Попытка оказалась не совсем удачной, поскольку суды исчисляют срок обжалования с момента, когда лицо, чьи права были нарушены, узнало или должно было

узнать об этом. В 2003 г. Высший Арбитражный Суд подтвердил такой подход. В частности, Суд указал, что если физическое лицо пропустит отведенный для обжалования срок по уважительной причине, то он, как иные сроки исковой давности, может быть восстановлен.

В отношении обеспечительных мер, связанных с проведением общего собрания, в судебной практике произошли кардинальные изменения. Сначала в октябре 2001 г. Верховный Суд, а впоследствии, в июле 2003 г., Высший Арбитражный Суд высказались против злоупотреблений судами и судебными исполнителями в использовании арестов и запретов с целью обеспечить исполнение судебных решений. По мнению высших судебных инстанций, принимаемые судами меры не должны парализовать деятельность акционерных обществ, или безосновательно ограничивать осуществление их прав по акциям.

(53)

При регулировании порядка выплаты дивидендов закон определяет общий 60-дневный срок для их выплаты, устраняя существовавшую прежде неясность относительно срока такой выплаты. В ноябре 2003 г. Высший Арбитражный Суд признал право акционеров на получение процентов за просрочку выплаты объявленных акционерным обществом дивидендов.

Закон «Об акционерных обществах» предусматривает особый порядок совершения крупных сделок. Такие сделки могут совершаться только с одобрения совета директоров – в отношении сделок с имуществом стоимостью от 25% до 50% балансовой стоимости активов, или общего собрания акционеров – в отношении сделок с имуществом стоимостью более 50% балансовой стоимости активов. Решение совета директоров об одобрении таких сделок должно быть единогласным, а решение общего собрания акционеров – квалифицированным (3/4 голосов). С 2002 г. закон распространил правила совершения крупных сделок на заем, кредит, залог и поручительство, чего ранее не делал и что давало

судам возможность освобождать такие сделки от правил совершения крупных сделок. В 2002 г. были уточнены и сами правила совершения крупных сделок. Теперь одобрения крупной сделки недостаточно, чтобы были одобрены наперед все сделки, соответствующие признакам крупных, а необходимо иметь одобрение условий и контрагентов по каждой сделке.

Особый порядок предусмотрен законом и для сделок с заинтересованностью. К их числу относятся сделки с прямым или опосредованным участием члена совета директоров общества, генерального директора, члена коллегиального исполнительного органа или крупного акционера (акционера, обладающего совместно со своими аффилированными лицами 20% и более голосующих акций общества). В 2002 г. круг заинтересованных лиц был расширен. К ним были отнесены лица, имеющие право давать обществу обязательные для него указания, а также управляющие организации и управляющие. Одновременно было предусмотрено, что решение об одобрении сделки с заинтересованностью принимается до ее совершения. Как и в отношении крупной сделки, при принятии такого решения должны быть четко предусмотрены контрагент и условия.

Значительный прогресс в отношении крупных и заинтересованных сделок достигнут в судебной практике. В частности, состоялись судебные решения, позволяющие выявить критерии связанности сделок – одного из наиболее сложных вопросов признания сделок крупными.

Несмотря на существенное улучшение законодательной базы и судебной практики, остается ряд проблем, требующих решения. Одной из них является проблема регулирования учета прав на ценные бумаги, которая наряду с недостаточными правоприменительными полномочиями ФКЦБ препятствовала выяснению и раскрытию информации о реальных собственниках акционерных обществ.

Отсутствие развитого ликвидного рынка ценных бумаг препятствует определению

(54)

справедливой рыночной стоимости имущества, в том числе выкупаемых акций. В результате механизмы защиты интересов инвесторов, основанные на этом институте, становятся неэффективными.

Требует уточнения предусматриваемая российским законодательством процедура поглощения, как дружественного, так и враждебного. Процедура не обеспечивает по существу равного отношения ко всем акционерам, создавая условия для приобретения акций акционерного общества – цели поглощения на разных условиях, не гарантируя реализации права акционеров на отчуждение приобретателю своих акций за должную компенсацию.

Другой проблемой является отсутствие системы административных штрафов. Механизм штрафов, закрепленный Законом «О защите прав и законных интересов на рынке ценных бумаг», действовал до 2001 г. Вступивший в силу Кодекс административных правонарушений закрепил неэффективную процедуру привлечения к административной ответственности и весьма незначительные размеры штрафов (максимальный штраф не достигает 2 тыс. долл.). В итоге свелась к минимуму возможность административного преследования за такие нарушения, как препятствование осуществлению прав на управление акционерными обществами, нарушение правил ведения реестра, использование служебной информации.

В рамках нового Арбитражного процессуального кодекса, принятого в 2002 г., не удалось провести полного разграничения юрисдикции Высшего Арбитражного Суда и Верховного Суда в отношении споров, связанных с акционерными обществами. В результате сохраняется различный подход двух ветвей судебной власти к разрешению одинаковых споров. В ряде случаев вызывает сомнения правильность занятой судами позиции. Так, вряд ли корректен вывод Высшего Арбитражного Суда, признающего

(55)

недействительным принятое с нарушением закона решение общего собрания акционеров, даже если оно никем не обжаловано.

### 2.3.

#### ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ СТРУКТУРЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Российский закон «Об акционерных обществах» предусматривает назначение единоличного исполнительного органа – генерального директора и возможность формирования коллегиального исполнительного органа – правления. Компетенция этих органов основана на остаточном принципе. Она охватывает все вопросы, не входящие в компетенцию общего собрания акционеров и совета директоров. Исполнительные органы формируются общим собранием акционеров или советом директоров, если последнему такое право предоставлено уставом.

В акционерных обществах с числом акционеров более 50 закон требует создавать советы директоров, к компетенции которых он относит решение вопросов общего управления акционерным обществом (за исключением вопросов, отнесенных законом к компетенции общего собрания) и контроль за деятельностью исполнительных органов. В соответствии с законом, совет директоров отвечает за определение приоритетных направлений стратегического развития акционерного общества. Ответственность совета директоров может быть расширена в уставе общества до пределов компетенции общего собрания акционеров. К ней закон относит наиболее важные вопросы функционирования акционерного общества (реорганизация, ликвидация, участие в финансово-промышленных группах), вопросы привлечения капитала, распределения прибыли, совершения крупных сделок и сделок с заинтересованностью. Существенной чертой российской модели акционерного общества является запрет на расширение компетенции общего собрания

(56)

за пределы, установленные законом. Это делает роль совета директоров чрезвычайно важной.

В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» совет директоров формируется общим собранием акционеров. При этом в акционерных обществах с числом акционеров более 1 тыс. человек совет директоров должен избираться путем кумулятивного голосования, а их число должно быть не менее 7. Смысл кумулятивного голосования состоит в том, что каждый акционер вправе умножить количество принадлежащих ему голосов по акциям на количество избираемых членов совета директоров. Полученные таким образом голоса акционер может целиком отдать за одного из кандидатов или распределить их среди нескольких кандидатов, исходя из численного состава совета. При такой процедуре голосования избранными считаются кандидаты, набравшие наибольшее число голосов с учетом общего количества избираемых членов совета. Кумулятивное голосование позволяет миноритарным акционерам добиться избрания в совет директоров своего кандидата и тем самым повлиять на последующие решения совета.

(57)

В феврале 2004 г. Федеральным Собранием в Закон «Об акционерных обществах» были внесены изменения, предусматривающие обязательность кумулятивного голосования при избрании совета директоров в акционерных обществах независимо от числа его участников. Принятие этих изменений является важным шагом на пути совершенствования корпоративного управления в России.

С 2002 г. закон требует, чтобы исполнительные директора составляли не более 1/4 состава совета директоров, ограничивая таким образом влияние исполнительных органов. Прежний вариант закона допускал формирование из исполнительных директоров до половины состава совета директоров. Еще большее значение имеют рекомендации Кодекса корпоративного поведения, который предлагает, чтобы не менее 1/4 состава совета директоров формировалось из независимых директоров. Кодекс

предлагает относить к независимым директорам лиц, которые не являются членами правления, независимы от должностных лиц общества и их аффилированных лиц, от крупных контрагентов общества, а также не находятся с обществом в иных отношениях, которые могут повлиять на независимость их суждений (например, не получают более 10% своего дохода от акционерного общества), и не являются представителями государства.

Закон устанавливает требования к кворуму на заседаниях совета директоров – не менее половины его состава, а также требует личного осуществления полномочий члена совета директоров. В дополнение к этому Кодекс корпоративного поведения рекомендует создавать в рамках совета директоров несколько комитетов. На них возлагается предварительное рассмотрение наиболее важных вопросов, относящихся к компетенции совета директоров, и подготовка рекомендаций для принятия соответствующих решений. Кодекс рекомендует создавать следующие комитеты:

1) по стратегическому планированию – для определения стратегических целей общества и разработки приоритетных направлений его развития, а также для оценки эффективности деятельности общества в долгосрочной перспективе;

2) по аудиту – для контроля за исполнением финансово-хозяйственного плана акционерного общества, выработки рекомендаций по выбору независимого аудитора, для взаимодействия с самим аудитором и с ревизионной комиссией акционерного общества;

3) по кадрам и вознаграждениям – для определения критериев подбора кандидатов в члены совета директоров, генерального директора, членов правления, других должностных лиц акционерного общества, для определения условий договоров с ними, предварительной оценки их кандидатур и последующей регулярной оценки их деятельности, для выработки политики в области вознаграждения должностных лиц акционерного общества;

(58)

4) по урегулированию корпоративных конфликтов – для предотвращения и эффективного разрешения корпоративных конфликтов с участием акционеров общества.

Российское законодательство требует от должностных лиц разумных и добросовестных действий в интересах акционерного общества. Тем самым косвенно на них возлагается обязанность действовать в интересах всех акционеров, а не только тех, кто предложил и поддержал их кандидатуры. В свою очередь, Кодекс корпоративного поведения трактует требование действовать добросовестно и разумно как обязанность каждого должностного лица проявлять заботу и осмотрительность, которых следует ожидать от хорошего руководителя в аналогичной ситуации при аналогичных обстоятельствах. Закон «Об акционерных обществах» и новый Трудовой кодекс, вступивший в силу в 2002 г., предусматривают, что полномочия исполнительных органов и членов совета директоров могут быть прекращены в любой момент по решению акционеров. Главной проблемой является недостаточная ответственность руководителей акционерных обществ. Суды по-прежнему не готовы применять принципы разумности и добросовестности при оценке действий менеджмента компаний, а также учитывать специфику положения единоличного исполнительного органа, членов правления и совета директоров. Не нашли пока разрешения споры о пределах ответственности этих лиц, а также об основаниях их освобождения от должностей. Из-за отсутствия четкости в общих правилах трудового законодательства и Кодексе административных правонарушений малоэффективны механизмы гражданской и административной ответственности.

Российское законодательство ужесточило ответственность должностных лиц хозяйственных обществ. В соответствии с поправками 2002 г., в Уголовном кодексе появился ряд новых составов уголовных преступлений, имеющих отношение

(59)

к деятельности руководителей, – уклонение от предоставления информации, злоупотребление полномочиями, коммерческий подкуп. Тем самым были созданы предпосылки для уголовного преследования нарушителей в сфере корпоративного управления. Однако, несмотря на большое количество публично обсуждаемых случаев подобных правонарушений, число связанных с ними уголовных дел крайне невелико.

**2.4.  
ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ ТРЕБОВАНИЯ  
К РАСКРЫТИЮ ИНФОРМАЦИИ  
ОБ АКЦИОНЕРНОМ ОБЩЕСТВЕ**

(60)

Российское законодательство рассматривает раскрытие информации как ключевой элемент корпоративного управления. По закону акционеры имеют право на регулярное и своевременное получение информации. Доверие акционеров и других инвесторов к акционерным обществам основывается на возможности получения и равном доступе к информации об акционерном обществе: о его финансовом положении, о сделках, которые могут существенно изменить его экономические показатели, о структуре собственности. Своевременное раскрытие информации, во-первых, позволяет акционерам принимать обоснованные решения, во-вторых, снижает возможности использования инсайдерской информации.

В настоящее время объем как финансовой, так и нефинансовой информации, раскрываемой российскими акционерными обществами, соответствует требованиям Европейского Союза и Международной организации регуляторов фондового рынка. В течение ближайших лет будет решен вопрос о переходе российских компаний на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО). Начиная с 2004 г. такая отчетность будет предоставляться кредитными организациями, а также эмитентами, чьи ценные бумаги будут включаться в листинг фондовых

бирж. Эмитенты, чьи ценные бумаги уже включены в листинг фондовых бирж, перейдут на МСФО до 2005 г.

Акционерные общества, публично размещающие ценные бумаги или рассчитывающие на их публичное обращение, обязаны составить и зарегистрировать в ФСФР России (а кредитные организации – в Банке России) проспект, в котором раскрываются сведения:

- о финансовом положении акционерного общества, включая результаты финансово-экономической деятельности, факторы, оказывающие влияние на ее изменение, факторы риска, бухгалтерскую отчетность и иную финансовую информацию за три последних года;
- о структуре органов управления акционерного общества с указанием подробных данных о лицах, входящих в состав его органов управления;
- о структуре капитала акционерного общества с указанием участников, владеющих не менее чем 5% обыкновенных акций, и совершенных ими в течение предшествующих лет заинтересованных сделках;
- подробная информация о порядке и условиях размещения эмиссионных ценных бумаг.

(61)

Характер раскрываемых в проспекте ценных бумаг сведений детально регламентируется ФСФР. Проспект ценных бумаг утверждается советом директоров, а содержащаяся в нем информация подлежит подтверждению со стороны единоличного исполнительного органа, главного бухгалтера, аудитора и оценщика, а также финансового консультанта (брокера или дилера, оказывающего эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг).

Достоверность сведений в проспекте ценных бумаг обеспечивается возложением имущественной ответственности на лиц, подписавших и утвердивших его. Члены совета директоров, равно как и лица, подписавшие проспект ценных бумаг, несут уголовную ответственность за заведомо недостоверную информацию, если в результате этого был причинен крупный ущерб гражданам, организациям или государству.

Компании должны предоставлять информацию акционерам ежеквартально, в течение 45 дней после окончания отчетного квартала. Подобная информация включает те же сведения, что и проспект ценных бумаг, только по результатам отчетного квартала. Компании и их исполнительные органы несут административную ответственность за задержку предоставления ежеквартального отчета.

Законодательство предусматривает раскрытие информации об эмитентах в форме сообщений о существенных фактах. События, о которых акционерное общество в качестве эмитента обязано предоставлять информацию, перечислены в Законе «О рынке ценных бумаг», а также в нормативных актах надзорного органа. К числу таких событий относятся существенные изменения в финансовом положении акционерного общества, изменения структуры управления и правового статуса общества и другие события, которые могут повлиять на стоимость ценных бумаг.

Изменения в законодательстве, которые произошли в 2003 г., коснулись порядка, сроков и способов раскрытия информации. Компании, ценные бумаги которых публично размещаются или обращаются на рынке, обязаны иметь сайт, где раскрывается вся информация о компании: устав, внутренние документы, регулирующие деятельность корпоративных органов управления; проспект ценных бумаг, ежеквартальные отчеты, информация об аффилированных лицах, а также иные существенные факты.

На компании возлагается также обязанность раскрывать информацию на ленте новостей одного из информационных агентств, уполномоченных ФСФР на публичное предоставление информации. В случаях, предусмотренных законодательством, компании должны публиковать информацию в периодическом печатном издании. Сроки раскрытия информации на ленте новостей, как правило, не должны превышать 1 дня, на сайте в сети Интернет – 3 дней, а в периодическом печатном издании – 5 дней после принятия соответствующего решения или наступления события,

(62)

информация о которых подлежит раскрытию. Нормативные акты предусматривают максимально короткие сроки раскрытия информации о существенных фактах в целях уменьшения вероятности использования инсайдерской информации. Особые правила установлены для компаний, чьи ценные бумаги котируются на фондовой бирже. Эти компании обязаны представить бирже информацию, которая может оказать существенное влияние на стоимость ценных бумаг, включенных в котировальный список, до ее раскрытия в ленте новостей.

Несмотря на значительное повышение требований к раскрытию информации, ряд проблем остаются нерешенными. Одной из наиболее существенных является проблема раскрытия компаниями информации о структуре акционерного капитала. Сами компании нередко не располагают информацией о владельцах ценных бумаг. Учет прав на ценные бумаги осуществляют как регистраторы, так и депозитарии. В результате компания и ее акционеры могут узнать об изменении состава акционеров только при подготовке общего собрания акционеров, что препятствует регулярному раскрытию информации о структуре капитала.

Не решает данную проблему и Закон «О рынке ценных бумаг», требующий сообщать в ФСФР (ранее – в ФКЦБ) информацию о приобретении свыше 20% ценных бумаг любого эмитента и об изменении указанной доли на 5%. Ввиду отсутствия санкций за нарушение такой обязанности соответствующие сообщения практически не поступают. В случаях же поступления сообщений закон не предусматривает права или обязанности регулятора раскрывать полученную информацию рынку.

Другая проблема, связанная с раскрытием структуры капитала, – невозможность получения информации о бенефициарных собственниках ценных бумаг. Акционеры часто скрывают свою собственность, приобретая акции через одну или несколько офшорных компаний, формально не связанных с бенефициаром.

(63)



Достаточно остро стоит вопрос об использовании инсайдерской информации. Закон «О рынке ценных бумаг» содержит понятие «служебная информация» и вводит запрет на ее использование. Основные недостатки закона включают:

- нечеткость определения служебной информации, которое не содержит все необходимые признаки, характеризующие инсайдерскую информацию на фондовом рынке;
- отсутствие для большинства лиц, располагающих инсайдерской информацией, запрета на ее использование и передачу «третьим» лицам. В частности, закон не относит к инсайдерам профессиональных участников фондового рынка, членов совета директоров, эмитентов, оценщиков, аудиторов;
- отсутствие законодательных запретов на использование инсайдерской информации при совершении сделок за чужой счет и на предоставление рекомендаций или побуждение третьих лиц заключать сделки с ценными бумагами.

В России отсутствует уголовная ответственность за использование служебной информации. Предусмотренная административная ответственность за использование служебной информации неадекватна с точки зрения общественной опасности и причиняемого ущерба.

## 2.5.

### **РОЛЬ ЗАИНТЕРЕСОВАННЫХ ЛИЦ И МЕСТНЫХ ОРГАНОВ ВЛАСТИ В УПРАВЛЕНИИ АКЦИОНЕРНЫМИ ОБЩЕСТВАМИ**

В соответствии со сложившейся в 1990-х гг. практикой, в качестве субъектов корпоративного управления в России рассматривались только акционеры и должностные лица компании. Это не означало игнорирование интересов муниципальных образований и субъектов Российской Федерации.

(64)

Напротив, влияние местных властей на расположенные на их территории компании весьма существенно, что выражается для бизнес-структур в значительном социальном бремени. Заметное влияние на политику компаний оказывали интересы трудового коллектива, особенно наглядно проявившиеся на начальных этапах перехода к рынку. Должностные лица, в первую очередь те, кто сохранил свои должности после приватизации, игнорировали интересы скорее акционеров, чем трудовых коллективов.

Российские акционерные общества всегда были вынуждены учитывать интересы заинтересованных лиц (stakeholders). Однако многие компании не смогли пока обеспечить необходимый баланс интересов акционеров, менеджеров и иных заинтересованных лиц. Зачастую социальная роль компании, ставшая результатом компромисса ее руководства с различными органами исполнительной власти, противоречит интересам акционеров.

Требует пересмотра и характер отношений с трудовыми коллективами. В компаниях со значительной долей акционеров, являющихся работниками, менеджмент имеет реальную возможность действовать в интересах трудового коллектива, игнорируя интересы акционеров. В наиболее явном виде данный эффект проявляется в так называемых акционерных обществах работников (народных предприятиях). Закон о таких акционерных обществах, вступивший в силу в 1998 г., закрепил структуру корпоративного управления, исключая возможность обеспечить должный баланс интересов. Работники, являющиеся акционерами, дорожат своим рабочим местом и находятся в зависимости от руководителей акционерного общества. Народные предприятия было бы неверно отождествлять с теми механизмами стимулирования участия работников в капитале, которые используются за рубежом. В рамках российской модели значение участия в капитале по существу нивелировано, что способствовало

(65)

закреплению неограниченной власти несменяемых директоров.

Кодекс корпоративного поведения рекомендует исполнительным органам и членам совета директоров при осуществлении своих обязанностей учитывать интересы других лиц – работников, контрагентов общества, государства и муниципальных образований, на территории которых находится общество или его обособленные структурные подразделения. Кодекс исходит из того, что все участники отношений, связанных с корпоративным управлением, имеют собственные интересы. С учетом этого, ключевую роль в обеспечении эффективной деятельности акционерного общества играет достижение баланса интересов всех сторон.

(66)

# ПРАКТИКА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

(67)

## **3.1. ФОРМИРОВАНИЕ СИСТЕМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ**

Позитивные изменения в России в последние годы оказали существенное влияние на стратегию развития российских компаний. В условиях возросшей политической стабильности, устойчивого роста экономики, развития конкуренции заметно возросло число компаний, которые стали переходить от краткосрочной стратегии получения выгоды за счет контроля над финансовыми потоками к долговременному развитию своего бизнеса.

С завершением приватизации преобладающей части предприятий, с ростом концентрации во многих отраслях возможности увеличения масштабов бизнеса за счет приобретения дешевых активов заметно сократились. Дальнейшее развитие компаний основано, прежде всего, на повышении эффективности их деятельности благодаря выбору и успешной реализации адекватной стратегии, на привлечении инвестиций и их рациональном использовании.

Ведущую роль в этом процессе играют компании сырьевых отраслей – нефтяной, газовой, горно-металлургической. С конца 1990-х гг. несколько российских компаний регулярно входят в число 500 крупнейших компаний мира. Контрольные собственники компаний начинают осознавать, что расширение масштабов требует привлечения значительных ресурсов для развития. Важным источником ресурсов являются новые, в том числе иностранные, акционеры. Компании готовы предпринять меры по привлечению крупных инвестиций – путем частного предложения акций или выхода на зарубежные фондовые рынки. Приоритетной для многих компаний становится задача повышения капитализации с целью обеспечить более выгодные условия привлечения акционерного капитала.

(68)

В начале 2003 г. основные акционеры СУАЛ-Холдинг, второй по размерам алюминиевой компании страны, заключили соглашение с британской инвестиционной компанией Fleming Family о создании объединенной промышленной группы, в которую войдут промышленные активы СУАЛа в России и Казахстане и Fleming Family в Мозамбике и на Кубе. В соответствии с соглашением, через два года после создания новая компания разместит 25% своих акций на одной из европейских бирж. Весной 2003 г. основные акционеры Тюменской нефтяной компании (ТНК), четвертой нефтяной компании страны, заключили соглашение с British Petroleum (BP) о формировании в России на паритетных началах совместной компании ТНК-BP.

В период 1998–2001 гг. крупнейшие российские бизнес-группы препятствовали приходу в Россию крупных иностранных инвесторов, видя в них конкурентов в скупке активов. Но с 2002 г. ситуация стала меняться. Растущее число таких групп превращается в своего рода инвестиционные фонды, которые кредитуют или приобретают предприятия с целью их реструктуризации, повышения рыночной стоимости и, в конечном счете, продажи новому

инвестору. В отличие от первых посткризисных лет такие группы ориентируются на вложения в предприятия, которые контролируют заметную долю рынка, определяют тенденции развития в своих отраслях и обладают высоким потенциалом роста стоимости. Примерами такого рода являются инвестиции компании «Интеррос» в энергетическое машиностроение, золотодобычу, аграрный сектор, «Альфа-Групп» в телекоммуникации, инвестиции АФК «Система» в биотехнологии и электронику, приобретение компанией «Базовый элемент» Горьковского автомобильного завода и страховой компании «Ингосстрах».

(69)

С участием бизнес-групп были созданы компании-лидеры в новых для России отраслях. К их числу относятся МТС (основной акционер – АФК «Система») и «ВымпелКом» (один из крупнейших акционеров – «Альфа-Групп») – ведущие телекоммуникационные компании Восточной и Центральной Европы. С самого начала в основе их развития лежала модель ведущих западных компаний, включая регулярное привлечение инвестиций за счет эмиссии акций и их размещения на ведущих мировых биржах.

В рамках крупнейших интегрированных бизнес-групп происходит разделение собственности и управления. Основные владельцы постепенно отходят от непосредственного управления активами, концентрируясь на функциях контроля и стратегического управления. Крупнейшие собственники (акционеры) с должностей генеральных директоров перемещаются на позиции председателей советов директоров контролируемых компаний и руководителей управленческих структур, осуществляющих общий контроль за деятельностью группы. В результате внутри бизнес-групп формируется система управления, позволяющая вырабатывать единую стратегию и контролировать ее реализацию дочерними компаниями. Однако отделение собственников от непосредственного управления пока не преобладает даже среди крупнейших компаний. Подавляющее

большинство крупных российских собственников по-прежнему играет активную роль в процессе оперативного управления своими компаниями.

Можно полагать, что высокая степень концентрации собственности в крупнейших российских компаниях сохранится в среднесрочной перспективе. Как правило, даже в случае продажи части акций сторонним инвесторам нынешние собственники стремятся сохранить за собой контроль. По данным исследования, проведенного Standard & Poor's в октябре 2003 г., из 45 крупнейших российских компаний по показателю рыночной капитализации 30 компаний имели контролирующего акционера (владельца более 50% голосующих акций), а 44 – владельцев крупных пакетов акций. В действительности, степень концентрации собственности может быть выше из-за аффилированности формальных собственников.

В посткризисные годы ряд российских компаний, начинавших свою деятельность в качестве средних или мелких частных фирм с небольшим числом собственников, совершили рывок в своем развитии, заняли ведущие позиции в своих отраслях и вышли на российский и зарубежные фондовые рынки. Наиболее наглядным примером может служить компания «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания» (ВБД). Начав с единственной линии по розливу соков и годового оборота в 30 тыс. долл. в 1992 г., она стала ведущим российским производителем соков и молочных продуктов с оборотом почти 1 млрд долл. В 2002 г. ВБД разместила свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже. По прогнозам экспертов, в результате бурного роста средних предприятий доля десяти крупнейших интегрированных бизнес-групп в общем объеме промышленного производства России будет снижаться на 1–2% в год.

Заметную роль играет процесс консолидации активов в головных компаниях, зарегистрированных в России, с перспективой перехода на единую акцию. До сих пор формальными владельцами таких активов выступали многочисленные офшорные фирмы. Если

(70)

в 1998–2000 гг. этот процесс затрагивал только крупнейшие компании, то сейчас он начал распространяться и на региональные компании «второго эшелона» с оборотом в несколько сот миллионов долларов. Примером могут служить Трубная металлургическая компания, Уральская горно-металлургическая компания, «Илим Палп Энтерпрайз». Консолидация значительно повышает прозрачность компаний для инвесторов и миноритарных акционеров. По оценкам экспертов, значительная часть средств, переведенных в 2003 г. российскими компаниями за рубеж, была связана с реоформлением права собственности на активы с офшорных компаний на компании, зарегистрированные в России, а также с выкупом российскими собственниками долей у иностранных партнеров. Однако и для указанной группы компаний характерна высокая концентрация собственности в руках небольшого числа акционеров, непосредственно участвующих в управлении. Исследования Высшей школы экономики, Института экономики проблем переходного периода, Бюро экономического анализа выявили характерную особенность: для средних российских компаний с числом занятых до 5 тыс. человек усиление концентрации собственности, как правило, сопровождается повышением их экономической эффективности.

Высокая степень концентрации собственности в крупных и большинстве средних российских компаний изменяет механизмы функционирования системы корпоративного управления по сравнению со странами с распыленной структурой собственности, прежде всего США. В России основной задачей корпоративного управления является не обеспечение эффективного контроля за наемным менеджментом со стороны мелких акционеров, а выстраивание отношений между контрольными (или очень крупными) и миноритарными акционерами. В последние годы в рамках бизнес-групп фокус сместился на отношения между контрольными

(71)

акционерами материнской компании и менеджерами и миноритарными акционерами дочерних компаний.

Улучшению корпоративного управления в российских компаниях могут способствовать иностранные инвесторы, заинтересованные в широком распространении «передовой практики» (best practices). В то же время реальная политика инвесторов в отношении приобретения ценных бумаг российских компаний не дает оснований для однозначных оценок. Исследование Российского института директоров (РИД), проведенное в июне–сентябре 2003 г., показало позитивную корреляцию между уровнем корпоративного управления и динамикой цен на акции компаний на ведущих российских биржах. Однако этот вывод применим, главным образом, к небольшой группе из 10–12 компаний, т. н. «голубым фишкам». В отношении остальных компаний оценка инвесторами значения лучшего корпоративного управления не столь убедительна. В большинстве случаев основными факторами, которыми руководствуются инвесторы при принятии решения о покупке российских акций, являются размер компании и ее доля на рынке. Однако международный опыт показывает, что проблема большего учета инвесторами состояния корпоративного управления в компаниях-реципиентах актуальна не только для российского, но и для других рынков.

О планах первичного публичного размещения своих акций (IPO) в ближайшие год-два заявили примерно 20–25 компаний. В их числе металлургические предприятия («Северсталь», «Мечел», Магнитогорский металлургический комбинат, «ВСМПО-Ависма», Уральская горно-металлургическая компания), компании лесной и деревообрабатывающей промышленности («Илим Палп Энтерпрайз»), машиностроительной («Силовые машины»), пищевой (АПК «Черкизовский»), оборонной отрасли (авиационное объединение «Иркут»), торговли (Торговый дом «Перекресток»), энергетики («Белон»), отдельные многоотраслевые холдинги (АФК «Система»). Значительно больше компаний планируют первичные частные размещения своих акций (private placement).

(72)

Отмеченные факторы повышают роль корпоративного управления как важного компонента общей стратегии развития компаний. Утверждение передовых норм корпоративного управления происходит весьма неравномерно в различных группах компаний, наталкивается на существенные ограничения. Однако уже сейчас можно констатировать формирование в России слоя крупных собственников, осознающих, что эффективная система корпоративного управления способствует достижению устойчивого баланса интересов различных групп, обеспечивает более высокую стоимость компании и защиту прав акционеров, позволяет им контролировать деятельность менеджмента.

(73)

Признание российским бизнес-сообществом необходимости совершенствования практики корпоративного управления проявилось в следующем.

1. Возросшее внимание к разработке внутренних документов компаний, регулирующих важнейшие аспекты корпоративного управления: положения об общем собрании, совете директоров, исполнительном органе, ревизионной комиссии, о комитетах совета директоров и по информационной политике. Компании считают необходимым закрепить в документах новейшие требования корпоративного законодательства, рекомендации Кодекса корпоративного поведения, международных организаций, влиятельных объединений инвесторов.

2. Разработка и принятие, прежде всего группой ведущих компаний, внутренних кодексов корпоративного управления. Компании берут на себя обязательства по соблюдению прав акционеров и заинтересованных групп в соответствии со стандартами, превышающими требования законодательства. Ряд компаний, включая Сбербанк, РАО ЕЭС, ЮКОС, Магнитогорский металлургический комбинат, разработали собственные кодексы корпоративного поведения. Во второй половине 2003 г. о подготовке кодексов объявили еще свыше 10 компаний из числа тех, чьи акции привлекают внимание зарубежных инвесторов. К их числу относятся корпорации в сфере телекоммуникаций (все дочерние

компания «Связьинвеста», «Ростелеком»), нефтяные («Сибнефть») и металлургические компании («Северсталь»), основные «дочки» РАО ЕЭС, компании, планирующие первичное публичное размещение своих акций.

3. Осознание руководством многих российских компаний того, что их нынешняя практика корпоративного управления далека от стандартов, предписываемых законодательством, «передовой практикой» и рекомендациями инвесторов. Согласно исследованию Российского союза промышленников и предпринимателей (РСПП), проведенному летом 2003 г., 62% компаний полагают, что уровень корпоративного управления в России требует улучшения. Более 50% опрошенных членов РСПП оценивают уровень управления в своей компании «ниже среднего уровня на рынке». Компании, планирующие в ближайшие 3 года разместить свои акции на фондовом рынке или выпустить долговые бумаги (о таком намерении заявили 80% опрошенных компаний), намерены в течение ближайшего года повысить качество корпоративного управления. Сходные результаты дало обследование деятельности 307 региональных, преимущественно средних российских компаний, проведенное в ноябре–декабре 2002 г. под эгидой Международной финансовой корпорации. Участники опроса объективно оценили уровень корпоративного управления в своих компаниях, отметив необходимость серьезных улучшений в этой сфере.

Вместе с тем для большинства высших менеджеров крупных и ведущих средних компаний характерно недостаточное понимание взаимосвязи между улучшением корпоративного управления и возможностями по привлечению средств инвесторов. Многие из них по-прежнему ориентируются на собственные средства или краткосрочные заимствования как основные источники развития или считают, что успешно функционирующая производственная база, позитивные текущие финансовые показатели достаточны для того, чтобы заинтересовать инвесторов.

(74)

### 3.2.

#### РАБОТА ОРГАНОВ УПРАВЛЕНИЯ И КОНТРОЛЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

За последние годы в практике подготовки и проведения общих собраний акционеров российских компаний произошли позитивные изменения. Прежде всего, это касается таких аспектов, как регулярность собраний, извещение акционеров, формирование повестки дня, соблюдение полномочий собрания, процедура голосования, подсчет голосов. Распространенная в 1990-е гг. практика умышленного проведения общих собраний в труднодоступных для большинства акционеров местах стала исключением даже для компаний, действующих в отдаленных регионах. Возросли возможности акционеров для подготовки к обсуждению. Повестка дня общих собраний, как правило, включает теперь вопросы, о которых акционеры были проинформированы заранее. Пункты же, появившиеся по инициативе менеджеров или крупных акционеров уже после рассылки информации о собрании акционерам, обсуждению не подлежат.

Акционеры, считающие, что в процессе подготовки и проведения общих собраний были нарушены их права, имеют возможность подать в суд иск с просьбой отменить принятые решения. Подобного рода судебные вердикты становятся все более эффективным средством отстаивания прав акционеров. Вместе с тем, существует определенная тенденция к злоупотреблению мелкими акционерами такими исками.

Острой проблемой остается проведение параллельных общих собраний, организуемых конфликтующими группами акционеров. Возможность такой практики вытекает из действующего законодательства. Оно предусматривает созыв внеочередного общего собрания по требованию акционеров, владеющих более 10% голосующих акций, в случае, если их требование было отклонено действующим составом совета директоров. Очевидно, что эта проблема непосредственно связана

(75)

с расширением возможностей миноритарных акционеров по защите своих прав в условиях доминирующего положения в советах представителей контрольных акционеров и недостаточной эффективности судебной системы. Одним из способов решения этой проблемы может быть внесение в закон «Об акционерных обществах» поправки, предусматривающей судебное разрешение спора в случае отказа совета директоров созвать общее собрание по требованию акционеров, владеющих 10% и более голосующих акций.

Кандидаты в состав совета директоров выдвигаются непосредственно акционерами, что не требует их одобрения действующим составом совета. Большинство миноритарных акционеров, в первую очередь зарубежных, широко используют это право, выдвигая своих кандидатов. Все большее распространение получает практика формирования пулов голосов миноритарных акционеров для избрания общих кандидатов в состав советов компаний. Активную роль в координации такой деятельности, главным образом среди зарубежных миноритариев, играет созданная в 1999 г. Ассоциация по защите прав инвесторов. В отношении мелких частных российских акционеров подобную функцию выполняет Организация по защите прав инвесторов и акционеров предприятий. В компаниях, где миноритарные акционеры обладают достаточным количеством голосов, их представители, как правило, регулярно избираются в состав советов директоров.

Как показывают результаты проверок регулирующих органов, во всех крупных и значительном большинстве средних российских компаний обеспечено разделение должностей генерального директора и председателя совета директоров. По данным Российского института директоров, возросла также доля неисполнительных директоров в советах директоров многих компаний.

Упомянутое выше обследование Международной финансовой корпорации 307 компаний показало, что в советы директоров 32% средних по размерам

(76)

региональных компаний вообще не входят исполнительные директора. В целом соотношение исполнительных и неисполнительных директоров в опрошенных компаниях составляет 1 к 4. В итоге по меньшей мере 3/4 членов советов директоров являются неисполнительными директорами, что соответствует требованиям российского законодательства.

Советы директоров, прежде всего ведущих компаний, укрепили свою роль в контроле за деятельностью менеджмента. Это касается в основном таких аспектов, как утверждение стратегии и контроль за ее реализацией, одобрение крупных сделок, реструктуризация компании. Практика свидетельствует также о соблюдении компаниями требований закона, касающихся минимальной численности членов советов директоров, выборов членов советов директоров путем кумулятивного голосования, что значительно облегчает миноритарным акционерам избрание их кандидатов.

При наличии острого дефицита квалифицированных управленческих кадров, имеющих опыт работы в условиях рыночной экономики, успешное развитие компании может быть обеспечено благодаря балансу различных категорий членов совета директоров. В советах директоров российских компаний большинство по-прежнему составляют лица, так или иначе связанные с менеджментом компании. Очевидно, однако, расширение представительства в советах директоров миноритарных акционеров и независимых директоров. В их число входят видные представители зарубежных деловых кругов. Компания «Объединенные машиностроительные заводы» стала первой российской компанией, в совете директоров которой большинство составили независимые директора – иностранцы.

В опубликованном в январе 2004 г. американским аналитическим агентством Energy Intelligence рейтинге корпоративного управления (основанном на оценке деятельности советов директоров) ведущих мировых нефтегазовых компаний, компания ЮКОС заняла 2-е место, «Сибнефть» – 8-е, ЛУКОЙл – 11-е. Средний показатель американских

(77)

компаний в рейтинге составил 59,7 балла, европейских – 53,9 балла, российских – 52,8 балла. Характерно, что указанные три российские компании опередили ряд ведущих западных корпораций.

Оценка состояния корпоративного управления компании по формальным критериям работы органов управления и контроля далека от совершенства, поскольку эффективное корпоративное управление – это, прежде всего, способ действий при разрешении споров и конфликтных ситуаций. Однако, как показал опыт последних лет, проблема расхождения между формой и содержанием в корпоративном управлении актуальна едва ли не в равной степени для компаний всех стран. Определенные формальные атрибуты практики работы совета директоров являются неременной составной частью всех рекомендаций «передовой практики». Поэтому их наличие в той или иной компании может рассматриваться, пусть и с оговорками, как свидетельство улучшения корпоративного управления.

Подтверждением возросшего значения советов директоров стало создание в небольшом числе компаний внутренних специализированных комитетов – по аудиту, корпоративному управлению и назначениям, по оплате труда. До 2002 г. такие комитеты были в рамках совета директоров 4–5 компаний, чьи акции котируются на зарубежных биржах.

В большинстве же компаний работа советов директоров требует серьезных изменений с тем, чтобы она отвечала требованиям инвесторов. Существующая практика работы советов директоров во многом связана с высокой концентрацией собственности в российских компаниях и непосредственным участием крупных собственников в управлении. Основные нормы зарубежной передовой практики применительно к организации работы советов директоров, базирующиеся на опыте компаний с распыленной структурой собственности, предусматривают передачу контроля и права на принятие ключевых решений независимым директорам, не связанным материальными интересами с менеджментом. Они, как

(78)

правило, представляют не участвующих в управлении многочисленных мелких акционеров и осуществляют от их имени и по их поручению контроль за деятельностью наемных менеджеров. Очевидно, что простое перенесение такой модели контроля в условия, когда главный управляющий (генеральный директор) часто является и контролирующим акционером, вряд ли будет способствовать решению проблемы. В этой ситуации управляющий не только распоряжается принадлежащей акционерам собственностью, но и сам несет материальные риски, превосходящие риск других акционеров. Для него характерна наиболее высокая степень мотивированности работать на обеспечение долгосрочного развития компании. Однако велик и соблазн использовать возникающие преимущества только в собственных интересах или переложить на других акционеров основные издержки, особенно в кризисных ситуациях. Поиск решения этой проблемы является очень актуальным не только для России, но и для всех стран с высокой концентрацией акционерной собственности.

(79)

Повышение стандартов корпоративного управления проявляется также в следующем:

- приобретение частью российских компаний полисов страхования ответственности для своих советов директоров и высших менеджеров. В развитых странах полисы давно признаны важным инструментом защиты прав акционеров. Прежде чем выдать такой полис, страховщики внимательно изучают систему корпоративного управления в компаниях, их системы управления рисками. В России на этом рынке активно работают такие ведущие мировые компании, как AIG, Allianz. Соответствующие услуги начинают предлагать и российские страховые компании;
- внедрение института корпоративных секретарей, который должен значительно повысить эффективность взаимодействия компаний с акционерами;
- привлечение зарубежных менеджеров на должности главных управляющих крупных российских компаний. Одновременно вырос уровень российских менеджеров, прежде всего высшего звена;



- формирование в компаниях коллективных исполнительных органов – правлений, на которые возлагается принятие решений по вопросам, в наибольшей степени затрагивающим интересы акционеров. В частности, это относится к утверждению крупных сделок с имуществом компаний. По данным Международной финансовой корпорации, правления созданы в рамках 21% обследованных региональных российских компаний с числом акционеров от 50 до 1000, и у 33% компаний с числом акционеров свыше 1000;
- создание специальных департаментов для работы с инвесторами;
- увязка вознаграждения высших менеджеров с результатами работы компаний, включая рост ее рыночной стоимости. В компаниях, чьи акции являются «голубыми фишками» или торгуются за рубежом, в практику вознаграждения высших менеджеров, реже – членов советов директоров, внедряются опционы. Низкая степень развития российского фондового рынка ограничивает использование этого инструмента другими компаниями. Однако в целом используемые подавляющим большинством компаний компенсационные схемы оцениваются сторонними акционерами как непрозрачные, слабо увязывающие интересы этих лиц с долгосрочным ростом стоимости компании. На практике данная проблема не является специфической для России и актуальна для всех, в том числе развитых, стран.

### 3.3. Практика раскрытия информации о деятельности компаний

Важным фактором улучшения корпоративного управления является раскрытие информации о деятельности компаний. В соответствии с постановлением ФКЦБ (май 2002 г.), акционерные общества обязаны предоставлять акционерам для подготовки к общим собраниям следующую информацию: положение компании в отрасли;

(80)

приоритетные направления деятельности; отчет совета директоров; описание основных факторов риска; биографии членов совета директоров, исполнительного управляющего, членов коллегиального исполнительного органа и сведения о владении ими акциями компании, критерии определения и размер вознаграждения (индивидуально или в целом) этих лиц; сведения о соблюдении компанией Кодекса корпоративного поведения. Годовой отчет компании должен быть заверен лицом, занимающим должность единоличного исполнительного органа общества и главным бухгалтером общества.

(81)

Компании добились определенных улучшений в практике раскрытия информации о своей деятельности. В сентябре 2002 и 2003 гг. агентство Standard & Poor's провело исследования информационной открытости 45 российских компаний. В их число входили 18 компаний, включенных в фондовый индекс S&P/IFCI. На долю обследованных компаний приходится примерно 98% общей капитализации фондового рынка России. Эксперты агентства анализировали качество раскрытия информации, прежде всего, с точки зрения международного инвестора на основе 98 элементов, касающихся структуры собственности и отношений с инвесторами, финансовой и производственной информации, состава и процедур работы совета директоров и менеджмента. По итогам исследования 2002 г. эксперты пришли к выводу, что достигнутый уровень информационной открытости российских компаний соответствовал показателям компаний стран Латинской Америки. Исследование 2003 г. зафиксировало дальнейшие позитивные изменения по ряду направлений. Так, если в 2002 г. лишь у трех российских компаний уровень раскрытия информации по вопросам, включенным в исследование, равнялся или превышал 50% от максимально возможного, то в 2003 г. таких компаний насчитывалось уже 12. В 2003 г. средний уровень раскрытия информации обследованными российскими компаниями возрос до 40% против 34% в 2002 г.

Исследование показало большие различия в степени раскрытия информации даже внутри этой группы российских компаний. Так, качество раскрытия информации несколькими компаниями, занимающими верхние строчки рейтинга («Вимм-Биль-Данн», МТС, «Ростелеком»), позволяет поставить их в один ряд со многими западноевропейскими фирмами. В то же время, следующие за ними компании раскрывают уже значительно меньше информации, а компании, занимающие последние строки, вообще предоставляют явно недостаточный объем информации.

(82)

За последние два года ряд крупнейших российских компаний – ЛУКОЙЛ, АФК «Система», «Норильский никель», «Объединенные машиностроительные заводы», Магнитогорский металлургический комбинат, СУАЛ-Холдинг, ЮКОС – раскрыли информацию о своих бенефициарных собственниках. Наибольшие успехи в обеспечении прозрачности достигнуты по таким направлениям, как раскрытие информации об основных производственных показателях деятельности и общих финансовых результатах. Увеличился объем предоставляемых сведений о кандидатах в состав советов директоров и их членах, о высших менеджерах.

Однако позитивные изменения в практике раскрытия информации, включая выполнение требований законодательства, затронули пока сравнительно небольшую часть российских компаний. Особо остро стоит вопрос о раскрытии информации, касающейся вознаграждения членов исполнительных органов акционерных обществ, и сведений о бенефициарных (реальных) собственниках российских компаний. Поскольку реальные собственники, как правило, прячутся за компаниями, зарегистрированными в офшорах, для решения этой проблемы необходимо расширение международного сотрудничества по вопросам регулирования офшорного бизнеса. Существенно, что иностранные институциональные инвесторы,

работающие в России, не всегда последовательны в своих требованиях раскрытия информации об акционерах и бенефициарных владельцах.

Сделаны важные шаги по обеспечению перехода российских компаний на международные стандарты финансовой отчетности. В частности, Правительство РФ приняло принципиальное решение о внедрении МСФО для составления и представления консолидированной отчетности организациями с публично обращаемыми акциями начиная с 2005 г. Также планируется, что профессиональные участники рынка ценных бумаг начнут применять МСФО с 2005 г. Очевидно, что переход на МСФО актуален, прежде всего, для крупных, а также тех средних компаний, которые планируют или по уровню своего развития объективно подошли к привлечению внешних инвестиций в значительных масштабах, а также для финансовых институтов. Важным фактором является позиция российских финансовых институтов, выступающих за ускорение внедрения МСФО не только в свою деятельность, но и в деятельность компаний-эмитентов.

(83)

Более эффективному переходу на МСФО призван способствовать созданный в октябре 2003 г. по инициативе РСПП фонд «Национальная организация по стандартам финансового учета и отчетности». В работе фонда принимают участие представители ведущих российских компаний, инвесторов, аудиторов, органов государственной власти, оценщиков, ученых. Фонд выступает за поэтапный переход российских бизнес-структур на МСФО на уровне как консолидированной отчетности, так и отчетности отдельных юридических лиц, входящих в состав крупнейших компаний.

#### 3.4.

#### РЕАЛИЗАЦИЯ ОСНОВНЫХ ПРАВ И ИНТЕРЕСОВ АКЦИОНЕРОВ

За последние несколько лет произошли позитивные перемены в решении проблем, связанных

с обеспечением прав и законных интересов акционеров в процессе реализации основных корпоративных действий (крупные сделки, сделки с заинтересованностью, реструктуризация, консолидация, приобретения, поглощения, выплата дивидендов). По действующему законодательству, крупными считаются сделки, затрагивающие не менее 25% активов компании и требующие соблюдения специальных процедур. Во многих компаниях такие процедуры уже распространяются на сделки со значительно меньшим объемом активов. Обычной практикой становится отнесение к ним сделок, охватывающих 5% и более всех активов. В ряде компаний этот порог установлен на значительно более низком уровне. В частности, в «Связьинвесте» и его дочерних компаниях в соответствии с внутрикорпоративными стандартами процедуры крупных сделок обязательны для всех операций с активами, превышающими 0,5% от общей стоимости активов.

(84)

В посткризисный период ряд крупнейших российских компаний успешно провел реструктуризацию при полном соблюдении прав и интересов всех акционеров. В качестве примеров можно привести реструктуризацию «Норильского никеля» и «Связьинвеста». На начальном этапе миноритарные акционеры выражали свои опасения. Однако практическим результатом реструктуризации стал значительный рост рыночной стоимости обеих компаний. В крупнейшей электроэнергетической компании – РАО ЕЭС в целях усиления контроля за реструктуризацией со стороны инвесторов при совете директоров был создан специальный комитет, во главе с представителем зарубежных миноритарных акционеров. Практика показала, что конфликты между менеджментом и миноритарными акционерами в ходе реструктуризации компаний нередко возникают не из-за стремления нарушить права акционеров, а из-за отсутствия опыта, недостаточного понимания важности согласования всех необходимых вопросов.

Обоснованные претензии акционеры предъявляют к практике поглощений российских компаний. Необходимо учитывать, что законодательство предоставляет стороне, которая приобрела контрольный пакет, возможность установить эффективный контроль над компанией. Владельцы миноритарных пакетов могут требовать выкупа принадлежащих им акций, но не имеют права противодействовать установлению контроля над компанией со стороны контролирующего акционера. Подобные меры могут быть предприняты лишь с нарушением законодательства.

(85)

Одно из основных прав акционеров – получение адекватной доли в прибыли компании. Степень его реализации существенно влияет на привлекательность компании в глазах инвесторов. Российские компании, как правило, стремятся к минимизации дивидендных выплат. Многие из них вообще не выплачивают дивидендов. Отчасти это оправдано экономическими соображениями. Потребность в средствах для обновления изношенных основных фондов, особенно у средних компаний, очень велика. Но в последние годы компании, получившие значительную прибыль и стремящиеся привлечь инвесторов, стали выплачивать существенные дивиденды. В 2001 г. 95 крупнейших по объему прибыли российских компаний выплатили дивидендов на общую сумму 31,1 млрд рублей, а в 2002 г. – 82,7 млрд рублей. Большинство нефтяных компаний выплатило дивиденды в размере 15–22% от чистой годовой прибыли. Более 40% чистой прибыли выплатила своим акционерам в виде дивидендов по итогам 2002 г. компания «Уралкалий». Крупные дивиденды были выплачены по итогам 9 месяцев 2003 г. компаниями «Норильский никель» и «Северсталь». По оценкам аналитиков, в ближайшие годы ведущие компании будут выплачивать более 40% чистой прибыли в виде дивидендов.

По данным Международной финансовой корпорации, дивиденды выплачивали менее 30% региональных российских компаний с оборотом менее

10 млн долл. и более 50% компаний с оборотом свыше 10 млн долл. Доля чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, увеличилась с 16% в 2000 г. до 21% в 2001 г.

Практика выплаты российскими компаниями объявленных дивидендов свидетельствует о частых случаях затягивания сроков с перечислением средств акционерам, но не дает примеров неравных по размерам выплат разным группам акционеров. По мере улучшения экономической ситуации в стране, изменения налогового законодательства, стимулирующего дивидендные выплаты, роста заинтересованности компаний в привлечении новых акционеров будет увеличиваться число компаний, выплачивающих дивиденды.

(86)

### 3.5. КОРПОРАТИВНАЯ СОЦИАЛЬНАЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ

На протяжении последних лет крупнейшие компании – «Норильский никель», ЛУКОЙЛ, ЮКОС, СУАЛ-Холдинг, РУСАЛ, «ВымпелКом» – значительно расширили свою деятельность в социальной сфере. Реализуемые ими программы охватывают меры по защите окружающей среды, предоставление стипендий одаренным студентам, поддержку музеев, театров и детских домов творчества, выделение современного учебного оборудования и компьютеров сельским школам, предоставление кредитов на приобретение жилья сотрудникам и пенсионерам компаний, а также корпоративных пенсий.

По данным британской благотворительной организации Charities Aid Foundation (CAF Russia), российские корпорации ежегодно тратят на благотворительность и социальные программы около 500 млн долл. (80% поступает муниципальным и местным властям, а 20% – детским домам, художественным и культурным центрам). По данным самих компаний, «Норильский никель» в 1997–2003 гг. только на переселение жителей Норильска

из арктических в европейские районы России затратил 100 млн долл., «Северсталь» в 2002 г. направила на социальные проекты 30 млн долл.

В апреле–мае 2003 г. независимый Центр экономических и финансовых исследований совместно с Хельсинкской школой экономики и Институтом переходных экономик банка Финляндии провел опрос среди 404 крупных и средних промышленных компаний (кроме топливной промышленности) из 40 регионов России. Согласно полученным данным, в 2002 г. компании направили на финансирование социальных услуг 8,4% фонда оплаты труда. В масштабах всей промышленности это 97 млрд рублей (0,9% ВВП). Эксперты отмечают также, что в обмен на финансирование социальных программ большое число компаний получают налоговые льготы.

(87)

В российском бизнесе формируется представление о корпоративной социальной ответственности как о деятельности более широкой, чем благотворительность. Это соответствует практике развитых стран, где поддержание высоких стандартов корпоративной социальной ответственности способствует повышению рыночной стоимости компаний, снижению операционных издержек, росту производительности труда, увеличению продаж и лояльности потребителей. В России экономический эффект от высоких стандартов социальной ответственности пока не столь очевиден. В ближайшие годы экономический эффект могут дать в первую очередь меры, продиктованные ответственным отношением компаний к охране окружающей среды. Сокращение выбросов газов, влияющих на глобальное изменение климата, способно увеличить энергоэффективность производства путем уменьшения расходов на коммунальные услуги. Инициативы по вторичной переработке приведут к сокращению расходов по вывозу и уничтожению отходов производства и росту прибыли от продажи материалов вторичной переработки. Результатом программ пожизненного найма может стать снижение пропусков работы и текучести кадров, что способствует финансовой

экономии компаний за счет роста производительности и снижения расходов на наем и подготовку новых работников.

В ноябре 2003 г. бюро правления Российского союза промышленников и предпринимателей (РСПП) приняло решение о создании Комитета по социальной ответственности крупного бизнеса. Главной задачей комитета станет координация действий крупного бизнеса, направленных на развитие системы образования и здравоохранения, облегчение условий получения населением потребительских и ипотечных кредитов. РСПП рассматривает вопрос о введении в России международных стандартов социальной ответственности, разработке рейтингов социальной и экологической ответственности компаний.

(88)

### **3.6. Пути улучшения КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Первые шаги, направленные на использование норм передового корпоративного управления компаниями-эмитентами ценных бумаг, предприняли российские биржи. В 2003 г. они ввели новые правила листингования ценных бумаг. В соответствии с ними компании-эмитенты, чьи ценные бумаги включены в котировальные листы высоких уровней, должны соблюдать основные положения Кодекса корпоративного поведения, придерживаться общепринятых принципов дивидендной политики. Паевым инвестиционным фондам предписано при формировании своих портфелей учитывать состояние корпоративного управления в компаниях, ценные бумаги которых они приобретают.

В профессиональном сообществе менеджеров активно развивается процесс консолидации, выработки и внедрения профессиональных стандартов. Ассоциация менеджеров раз в полгода публикует рейтинги 1000 ведущих российских менеджеров, работа которых оценивается по 7 критериям. Одним из ключевых критериев является эффективность

менеджеров в области корпоративного управления. С 2002 г. в России действует Объединение специалистов по связям с инвесторами, разрабатывающее стандарты деятельности в этой сфере и занимающееся повышением квалификации своих членов.

По инициативе крупнейших российских компаний-эмитентов и инвесторов, РСПП, ТПП и ФКЦБ в марте 2003 г. был создан Национальный совет по корпоративному управлению – постоянно действующий общественный совещательный форум. Национальный совет призван сделать нормы передового корпоративного управления неотъемлемой частью повседневной практики ведущих российских компаний. Группой ведущих российских компаний учрежден Российский институт директоров, призванный способствовать внедрению стандартов деятельности членов советов директоров, распространению практики избрания независимых директоров.

(89)

В России формируется система внесудебного разрешения корпоративных споров (alternative dispute resolution). В 2002 г. РСПП принял Хартию корпоративной и деловой этики, сформировал коллегию арбитров. Коллегия включает 60 человек из числа крупнейших российских бизнесменов, представителей государственных органов власти и экспертов. Первоначально коллегия рассматривала только те случаи нарушения корпоративной этики, когда обе стороны добровольно соглашались участвовать в урегулировании конфликта. В ноябре 2003 г. высказались за то, чтобы рассматривать обращение заявителя без участия второй стороны в случае ее отказа присутствовать на заседаниях. Наказанием для нарушивших нормы бизнес-этики предпринимателей может стать внесение их в реестр неблагонадежных партнеров, а также публикация таких фактов в средствах массовой информации и на сайтах ведущих объединений бизнеса.

Подобная практика получает поддержку и распространение в российских регионах. Так, в Ростове, столице Южного федерального округа,

местное бизнес-сообщество создало в ноябре 2003 г. комиссию по деловой этике по образцу панели арбитров РСПП. В комиссию избраны 15 известных и уважаемых в городе предпринимателей, которые, как правило, возглавляют отраслевые ассоциации. Арбитры призваны давать этические оценки поведению тех представителей делового сообщества, на которых в комиссию поступит жалоба. Рассмотрением каждого спора будут заниматься трое из 15 арбитров: по одному выбирают конфликтующие заявители, третьего назначает председатель комиссии. При рассмотрении споров арбитры намерены руководствоваться Хартией корпоративной этики РСПП и Кодексом корпоративного поведения.

(90)

Активизировали свою деятельность по разработке кодексов передовой практики корпоративного управления и деловой этики отраслевые и профессиональные объединения. К их числу относятся производители мороженого, кондитерских изделий, алкогольной продукции. В конце 2002 г. был принят Российский рекламный кодекс, призванный регулировать отношения между различными сторонами в сфере рекламы. В процессе разработки находятся профессиональные кодексы аудиторов, бухгалтеров. Эффективность этих документов во многом будет зависеть от последовательности соблюдения изложенных в них принципов всеми сторонами.

Факт улучшения практики корпоративного управления признается и позитивно оценивается инвесторами. Однако масштабы изменения среди компаний существенно различаются. Можно отметить группу крупных компаний, менеджмент и основные акционеры которых стремятся повысить капитализацию и инвестиционную привлекательность бизнеса за счет улучшения корпоративного управления. Целью усилий является возможная продажа крупных пакетов акций стратегическим инвесторам, улучшение условий заимствований, выход на внешний рынок, совместные проекты с ведущими иностранными компаниями. Руководство

компаний рассматривает Кодекс корпоративного поведения как важный, хотя и не единственный, ориентир при формировании собственных стандартов корпоративного управления. Однако даже в этих компаниях улучшение корпоративного управления, внедрение положений Кодекса происходит крайне неравномерно. Небольшая группа компаний добилась позитивных изменений в отдельных сферах, и лишь несколько компаний-лидеров претворяют в жизнь заметную часть рекомендаций «передовой практики» и Кодекса корпоративного поведения.

К числу нерешенных вопросов относятся следующие:

(91)

- выработка ясной информационной политики, ее закрепление во внутренних документах компании и практическая реализация;
- увеличение объема раскрываемой информации о деятельности компании, прежде всего в отношении структуры собственности, деятельности совета директоров, вознаграждения высших менеджеров;
- разработка критериев, процедур и регулярная оценка работы совета, его членов и высших менеджеров;
- обеспечение контрольных функций совета директоров: формирование внутренних комитетов, руководство со стороны неисполнительных директоров, принятие документов, определяющих функции и полномочия комитетов;
- работа членов совета директоров на основе ясных и прозрачных профессиональных стандартов и этических норм;
- формирование систем внутреннего контроля с учетом первостепенной роли совета директоров;
- внедрение процедур, позволяющих выявлять и разрешать конфликты интересов;
- выработка специальных критериев, позволяющих определять уровень вознаграждения членов советов и высших менеджеров и раскрывать информацию о вознаграждении;
- повышение эффективности процедур подготовки и реализации важнейших корпоративных решений;

- выработка и воплощение в жизнь ясной дивидендной политики.

Практика свидетельствует о серьезных концептуальных проблемах, которые необходимо учитывать при совершенствовании работы советов директоров. Первая из них – высокая концентрация акционерного капитала и широкое распространение практики участия основного акционера в управлении компании. Вторая проблема касается позиции различных типов инвесторов. В России на фондовом рынке доминируют краткосрочно ориентированные, спекулятивные портфельные инвесторы. Основной объем премии, которую они платят за улучшение корпоративного управления в российских компаниях, приходится на переход от крайне низкого уровня к процедурам, обеспечивающим защиту интересов акционеров. Спекулятивные инвесторы, выступая за улучшение корпоративного управления в российских компаниях, не готовы платить значимую премию за продвижение к стандартам «передовой практики». Более высокий уровень стоимости акций наиболее привлекательных компаний не соответствует ограниченным ресурсам этой категории инвесторов, а размеры возможного роста доходности не выглядят достаточно привлекательными.

Ведущие российские компании могут рассчитывать на признание достижений в сфере корпоративного управления от долгосрочных портфельных инвесторов, управляющих пенсионными и страховыми накоплениями. Приход таких инвесторов на российский рынок и/или возрастание объемов приобретаемых акций российских компаний за рубежом может стать значительным стимулом улучшения корпоративного управления, продвижения к стандартам «передовой практики».

В государственной собственности, как федеральной, так и муниципальной, остается значительный объем активов, в основном пакеты акций в разных компаниях. Одна из ключевых задач представителей органов государственного управления в советах директоров компаний – способствовать

(92)

внедрению передовых норм корпоративного управления. Министерство имущественных отношений совместно с ФКЦБ разработало директивы для представителей интересов Российской Федерации в советах директоров (наблюдательных советах) открытых АО, акции которых находятся в федеральной собственности, по вопросам реализации (использования) положений Кодекса. Однако в целом работа представителей федеральных и региональных органов власти в органах управления акционерных обществ малоэффективна. Особое внимание обращает на себя слабая мотивация представителей госструктур работать в качестве членов советов директоров. Чтобы изменить ситуацию, требуется, во-первых, усиление координации различных ведомств, связанных с вопросами корпоративного управления, во-вторых, концентрация усилий на компаниях, стратегия которых базируется на использовании потенциала фондового рынка.

Приоритетной задачей органов регулирования является содействие формированию большой группы инвестиционно привлекательных компаний, с учетом экономических показателей их деятельности и уровня корпоративного управления. Выход за пределы ограниченного числа «голубых фишек» (10–15 компаний) даст инвесторам значительно больше возможностей для диверсификации рисков, сделает российский рынок более устойчивым и ликвидным.

Для подавляющего большинства средних и мелких компаний задачи в области корпоративного управления носят иной характер по сравнению с крупными компаниями. Международный и российский опыт показывает, что основным источником инвестиций для средних компаний являются банковские кредиты и сотрудничество с прямыми инвесторами, в отличие от размещения ценных бумаг на фондовом рынке. Вопросы оценки качества корпоративного управления в этой группе компаний будут решаться в процессе переговоров

(93)

непосредственно между собственниками и потенциальными новыми акционерами. Создание в средних компаниях масштабной системы корпоративного управления в соответствии с рекомендациями мировой «передовой практики» вряд ли экономически целесообразно, так как связано со значительными расходами и рисками. В данном случае регуляторные требования, касающиеся объема раскрываемой информации и практики корпоративного управления, должны быть существенно меньше по сравнению с требованиями к компаниям, акции которых торгуются на рынке.

(94)

## 4 ИНВЕСТОРЫ И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

(95)

### 4.1. ОЦЕНКА ИНВЕСТОРАМИ ТЕНДЕНЦИЙ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Сразу после финансового кризиса 1998 г. интерес иностранных инвесторов к России резко снизился. Потеряв миллиарды долларов, многие компании предпочли полностью закрыть лимиты на Россию или резко их сократить. Одновременно были значительно повышены требования к качеству обеспечения по кредитным сделкам. Рынок акций «второго эшелона» практически перестал существовать. В 2000 г. ситуация стала постепенно улучшаться, иностранные инвесторы начали возвращаться на российский рынок. Хотя этот процесс был достаточно долгим и не всегда последовательным, к настоящему времени с точки зрения инвесторов последствия кризиса практически полностью преодолены.

Однако сохраняется целый ряд проблем в отношении инвесторов к России. Российский фондовый рынок характеризуется особенностями, которые во многом обуславливают типы и объемы инвестирования, модели поведения инвесторов. Среди



главных особенностей – высокая концентрация собственности на акции российских компаний и небольшой объем акций в свободном обращении (free float). В этом состоит одна из основных причин низкой ликвидности российских фондовых инструментов и огромной волатильности их стоимости.

Почти все крупные компании имеют внутренних стратегических инвесторов – владельцев блокирующих пакетов акций (25% и более голосующих акций). По данным исследования, проведенного Standard & Poor's в октябре 2003 г., у 45 крупнейших российских компаний по показателю рыночной капитализации удельный вес блокирующих пакетов в суммарном капитале составляет 56%. От вложений средств в компании с концентрированной собственностью институциональных инвесторов удерживают, с одной стороны, формальные ограничения, касающиеся уровня ликвидности акций компаний и российского рынка в целом, с другой, риски, связанные с влиянием мажоритарных акционеров, т. е. с особенностями корпоративного управления.

Компании, инвестирующие на российском рынке, – это в основном те, кто готов принимать на себя высокий риск в расчете на высокую доходность. Главный смысл инвестирования для них состоит не в получении устойчивых дивидендов, а в возможности значительного роста стоимости акций. Поскольку в большинстве случаев российские компании недооценены рынком, потенциал такого роста весьма велик. Не случайно некоторые инвестиционные фонды, специализирующиеся на российских финансовых инструментах, в определенные годы показывали доходность, измеряемую трехзначными величинами. Подобные инвесторы считаются спекулятивными, однако и для них проблемы корпоративного управления в компаниях, акции которых они покупают, играют заметную роль. Значимость этого факта очевидна, учитывая исторически низкие стандарты контроля, ответственности и прозрачности в российских компаниях. Риски, связанные с качеством корпоративного управления, в условиях высокой

(96)

концентрации собственности в руках основных владельцев особенно существенны для миноритарных акционеров, поскольку чреватые полной или весьма масштабной потерей активов. Спекулятивные инвесторы, склонные к риску, при принятии конкретных инвестиционных решений все равно стремятся его минимизировать всеми возможными способами.

Финансовый кризис 1998 г. подтвердил, что риск потери инвестиций в компаниях с низкими стандартами корпоративного управления оказался гораздо выше по сравнению с компаниями с более высоким уровнем корпоративного управления. В частности, многие российские банки, включая крупнейшие, предпочли полностью отказаться от выполнения своих обязательств и вывели часть активов в формально неаффилированные компании, подконтрольные основным акционерам. С учетом объективно малых возможностей портфельных инвесторов влиять на деятельность менеджмента, большинство инвесторов высоко оценивают значимость финансовой и операционной прозрачности компаний. Прозрачность позволяет оперативно оценивать действия менеджмента и быстро принимать решения о дальнейшей судьбе вложений. Российское законодательство и судебная система в период финансового кризиса оказались неспособны поддержать иностранных инвесторов в условиях масштабного вывода активов. Поэтому инвесторы приветствуют изменения в законодательстве, обеспечивающие более эффективные механизмы защиты вложений.

Важнейшей задачей экономической политики остается привлечение в Россию тех категорий институциональных инвесторов, которые на сегодняшний день практически отсутствуют, – настолько ничтожны объемы вкладываемых ими денег. Это – менее рискованные, более традиционные инвесторы. В первую очередь, речь идет о крупных пенсионных фондах и страховых компаниях, которые работают на рынках развитых стран и стран с развивающейся

(97)

экономикой, но с большой осторожностью относятся пока к России. По данным опроса компании McKinsey 200 крупнейших инвестиционных институтов мира, под управлением которых находилось 3,2 трлн долл., в 2000 г. никто из них не вкладывал деньги в Россию. Через два года некоторые из числа тех же инвесторов ответили, что они интересуются Россией. Однако лимиты, выделяемые ими на Россию, весьма малы. В индексе S&P/IFCI (индекс развивающихся рынков) вес России составляет 6,36% по сравнению с 4,50% два года назад. В индексе MSCI Emerging Markets вес России равен 4,81%, повысившись за два года на 1,47 процентных пункта. Причины такой ситуации связаны не только с макроэкономическими, политическими, институциональными факторами, но и с общей культурой бизнеса в России, включая корпоративные отношения и корпоративное поведение.

(98)

Для инвесторов корпоративное управление значит больше, чем набор стандартных механизмов, разграничивающих ответственность разных сторон за принятие решений в компании. Прежде всего, это культура поведения на рынке и в бизнесе, в том числе при разрешении споров и конфликтных ситуаций, открытость и дружелюбность по отношению к инвесторам, практика строгого контроля и правильного учета. Без такого рода культуры невозможно доверие между участниками инвестиционного процесса. Наличие подобной культуры и соответствующих моделей корпоративных отношений, в том числе отношений с государством, воспринимается инвесторами как необходимая часть инфраструктуры бизнеса, без которой инвестиционный процесс затруднен и осложнен чрезмерными рисками. Упомянутый опрос инвесторов McKinsey показал, что за акции компаний с высоким уровнем корпоративного управления большинство инвесторов готовы платить премии. Характерно, что Россия относится к группе стран с максимальным уровнем премий: 38% для России, 39% для Египта, 41% для Марокко.

В ноябре 2003 г. компания Standard & Poor's провела опрос институциональных, в основном иностранных инвесторов, работающих на российском фондовом рынке. Все респонденты отметили растущий интерес иностранных инвесторов к российскому фондовому рынку. Свыше 80% респондентов обратили внимание на повысившийся интерес и со стороны российских инвесторов, преимущественно банков и частных фондов. Опрошенные инвесторы, в основном типичные портфельные, в подавляющем большинстве случаев не стремятся приобрести блокирующий пакет акций в компаниях, в которые они вкладывают средства. Как правило, они инвестируют в «голубые фишки», т. е. самые крупные и ликвидные компании. Только 20% респондентов осуществляют вложения в акции компаний «второго эшелона» – из-за низкой ликвидности этих акций и собственных краткосрочных интересов.

(99)

#### 4.2.

#### ПОРТФЕЛЬНЫЕ И ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ, ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ

Институциональные портфельные инвесторы – наиболее мобильная часть инвестиционного сообщества. Они имеют возможность быстро реагировать на изменение ситуации, оперативно выводить средства с рынка в случае ухудшения конъюнктуры и столь же оперативно размещать дополнительные ресурсы при благоприятных перспективах роста. Об изменении интереса инвесторов к акциям национальных компаний говорит динамика фондовых индексов. Рост российских индексов, рассчитываемых на основе рыночной капитализации, свидетельствует о том, что в последние два года российский фондовый рынок действительно находился на этапе существенного подъема. Индекс РТС (59 наиболее ликвидных компаний) за 2003 г. вырос на 58% – больше, чем в течение 2002 г. (34,1%). На 31 декабря 2003 г. суммарная рыночная капитализация российских компаний составляла 173,4 млрд долл. (капитализация индекса РТС плюс

капитализация ОАО «Газпром»). Индекс ММВБ (12 компаний) в течение 2003 г. вырос на 61%, за 2002 г. его рост составил 29,2%. Данные об объеме торгов также показывают рост по сравнению с 2002 г. Объем торгов за 2003 г. на рынке акций РТС, ММВБ, а также на Лондонской, Нью-Йоркской и Франкфуртской биржах (депозитарные расписки на акции российских эмитентов) составил порядка 109 млрд долл., увеличившись на 69% по сравнению с предшествующим годом.

Основной торговой площадкой для российских ценных бумаг остается ММВБ. Необходимо принимать во внимание, что данные о суммарных объемах торгов на ММВБ включают значительный объем спекулятивных операций, в основном с акциями РАО «ЕЭС России». Некорректно делать вывод о массивном притоке портфельных инвестиций, основываясь исключительно на данных по объемам торгов. Но совокупный прирост объема и ценовых показателей фондового рынка подтверждает общий позитивный настрой инвесторов. Заметную роль играет повышение суверенных кредитных рейтингов международными рейтинговыми агентствами. В октябре 2003 г. Moody's повысило рейтинг России с Ba2 до Ba3. В январе 2004 г. компания Standard & Poor's повысила суверенный рейтинг России с BB до BB+ по обязательствам в иностранной валюте и с BB+ до BBV- по обязательствам в национальной валюте.

Характерно, что количество и состав эмитентов, чьи акции активно торгуются на рынке, за последние несколько лет практически не изменились. Несмотря на высокие темпы роста фондового рынка, активность эмитентов по привлечению капитала через размещение своих акций на биржах оставалась низкой как по объему привлеченных средств, так и по абсолютному количеству размещений. Вхождение в фондовый рынок сдерживается отсутствием должной мотивации у владельцев компаний. Пока не исчерпаны внутренние и внешние кредитные резервы компаний, собственники предпочитают не расставаться с акциями, чтобы сохранить контроль. В течение 2002–2003 гг. только

(100)

одна российская компания провела первичное размещение своих акций на западных рынках – в феврале 2002 г. ОАО «Вимм-Билль-Данн» разместило около 18% своих обыкновенных акций в форме АДР 3-го уровня на Нью-Йоркской фондовой бирже и привлекло таким образом финансирование в объеме около 207 млн долл. На российском рынке за это время состоялось всего два размещения акций. В апреле 2002 г. ОАО «РосБизнесКонсалтинг – информационные системы» разместило на ММВБ и РТС 16% своих акций за 13,3 млн долл., а в январе 2003 г. ОАО «Аптечная сеть 36,6» разместило на ММВБ 20% акций за 14,4 млн долл.

Фундаментальная проблема, которая существенно тормозит развитие экономики России, – относительная узость внутреннего фондового рынка. Об этом свидетельствует сравнение сумм, получаемых компаниями при размещении акций внутри страны и за границей, объемы торгов финансовыми инструментами на российских торговых площадках в сравнении с аналогичными данными на биржах западноевропейских и азиатских стран. В России пока не сложился класс внутренних портфельных инвесторов, что в значительной мере тормозит приток инвестиций извне. Основная масса физических лиц пока далека от инвестиционного процесса, а публичные инвестиционные институты крайне слабы. В последние годы благодаря устойчивому экономическому росту ситуация с внутренней ликвидностью стала улучшаться. Однако сегодня дополнительные ликвидные средства вновь инвестируются преимущественно в один финансовый инструмент аналогично тому, как это было в предкризисный период 1997–1998 гг. с государственными краткосрочными обязательствами (ГКО). Сейчас этот инструмент – быстрорастущие, хотя и весьма рискованные, корпоративные рублевые заимствования. По оценке ФКЦБ, в конце октября 2003 г. рынок таких инструментов оценивался на уровне 5,2 млрд долл. Для существенного роста стоимости и объемов торговли российскими акциями необходимо повышение собственного внутреннего инвестиционного потенциала. Для иностранных инвесторов

(101)

формирование внутреннего фондового рынка – это также фактор, снижающий риски, связанные с низкой ликвидностью фондовых инструментов.

О доверии инвесторов в значительной степени можно судить по объемам прямых иностранных инвестиций в страну и их динамике. Прямые и стратегические инвесторы, как правило, более консервативны, чем портфельные. Им требуется гораздо больше времени для принятия решения об инвестировании даже в тех ситуациях, когда они позитивно оценивают перспективы своего входа на рынок. Прямые иностранные инвестиции в Россию после значительного падения, последовавшего за российским кризисом 1998 г., и спада, вызванного ситуацией в глобальной экономике в 2001 г., обнаружили некоторую тенденцию к повышению в 2002–2003 гг., однако их объемы в расчете на душу населения и в отношении к ВВП по-прежнему низки по сравнению со странами Восточной Европы и другими странами с развивающимися рынками. Осторожность иностранных инвесторов обусловлена, прежде всего, недостаточно благоприятным инвестиционным климатом в России.

При оценке инвестиционного климата инвесторы учитывают, в частности, следующие факторы. По качеству национальной бизнес-среды как компонента индекса конкурентоспособности бизнеса, рассчитываемого Всемирным экономическим форумом, Россия переместилась с 55-го места в 2001 г. на 61-е в 2003 г. По уровню эффективности государственных институтов в 2003 г. Россия заняла 68-е место в мире, опустившись с 65-го в 2002 г. По индексу институциональных реформ, рассчитываемому Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР), Россия в 2003 г. была на 12-м месте среди 27 стран Центральной и Восточной Европы и бывшего Советского Союза. Согласно опросу западных менеджеров, работающих в России, опубликованному совместно журналом «Эксперт» и SRU Limited (Великобритания), уровень рисков, связанных с бюрократией, произволом и коррупцией чиновников

(102)

в России, оценивается в 4,3 балла (по пятибалльной шкале). В итоге по отношению к российскому ВВП объем прямых инвестиций в 2002 г. составил 0,85% (для сравнения – 2,0% в Польше, 3,4% в Китае), а их доля в общей сумме международных вложений всего 0,35%.

#### 4.3. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ КАК ФАКТОР ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ

В целом более 80% опрошенных Standard & Poor's инвесторов считают, что качество корпоративного управления может быть определяющим фактором при принятии инвестиционных решений. Практически все респонденты подтвердили, что готовы платить премию за акции компаний с надежной практикой корпоративного управления. Миноритарные акционеры, как правило, хорошо представляют себе риски, связанные с качеством корпоративного управления, и строят модели инвестиционных портфелей исходя из соотношений риска и доходности. В России ряд инвестиционных компаний («Тройка Диалог», Brunswick UBS) присваивают собственные рейтинги корпоративного управления и учитывают их при расчете справедливой цены акций для своих клиентов. Уровень присущего компании риска, связанного с корпоративным управлением, отражается на величине ставки дисконтирования, по которой будущие денежные потоки приводятся к их стоимости на сегодняшний день. При этом, по оценкам некоторых инвесторов, удельный вес качества корпоративного управления среди других факторов, влияющих на инвестиции, относительно снижается по мере сокращения рисков, связанных с управлением, т. е. по мере продвижения страны в направлении цивилизованных корпоративных отношений.

Сходную точку зрения высказывают и стратегические инвесторы. Согласно опросу, проведенному аналитическим центром «Эксперт» в 2003 г., среди 16 факторов инвестиционной

(103)

привлекательности России по значимости для респондентов корпоративное управление стояло на девятом месте (после экономического роста, геополитической значимости страны, размера экономики, налоговой системы, безопасности, политической стабильности, трудовых ресурсов и качества связи). Корпоративное управление опередило такие факторы, как качество законодательной базы, уровень сервиса, инфраструктура и транспорт.

Информация о качестве корпоративного управления в стране поступает к инвесторам из весьма ограниченного числа источников. С этой точки зрения рейтинги корпоративного управления Standard & Poor's ценны для инвесторов благодаря их широкому распространению среди инвестиционного сообщества, сопоставимости практики компаний разных стран и независимости анализа. Рейтинг корпоративного управления (РКУ) отражает мнение рейтингового агентства об уровне так называемых нефинансовых рисков, т. е. рисков неэффективного или нечестного управления компанией. В течение последних 1,5 лет Standard & Poor's в основном повышала присвоенные и опубликованные РКУ российских компаний («Северо-Западный Телеком» (СЗТ), «Аэрофлот», «Ленэнерго», «Уралсвязьинформ»), тогда как до этого в основном происходили снижения (те же СЗТ и «Аэрофлот»).

Отдельные компоненты корпоративного управления по-разному влияют на принятие инвестиционных решений. Опрос инвесторов, проведенный Standard & Poor's в ноябре 2003 г., показывает относительное значение разных факторов (см. табл. 1).

(104)

Таблица 1.

*Наиболее важные факторы корпоративного управления в России (мнение инвесторов)\**

ФАКТОР	СРЕДНИЙ БАЛЛ
Информационная прозрачность	9,1
Эффективность и независимость совета директоров	8,1
Отсутствие конфликтов интересов акционеров	7,9
Соблюдение корпоративных процедур и прав акционеров	7,6
Доверие к менеджменту	7,6
Надежные процедуры внутреннего контроля	7,1
Отсутствие мажоритарных акционеров	3,4

(105)

\* Инвесторам было предложено при оценке значимости основных факторов корпоративного управления присвоить ранги от 0 (минимальный) до 10 (максимальный) по каждому из семи предложенных вариантов ответов или добавить недостающие факторы.

Очевидно, что при оценке инвестиционной привлекательности компаний в первую очередь принимаются во внимание именно три первых фактора, хотя не стоит недооценивать и значение других составляющих. Характерно, что инвесторы не придали большого значения такому фактору, как наличие мажоритарного акционера. Для восприятия общего уровня корпоративного управления важно не наличие или отсутствие мажоритарного акционера, а отсутствие конфликта интересов между акционерами, эффективность корпоративных механизмов, позволяющие судить о степени сбалансированности интересов разных групп акционеров.

#### 4.4.

#### КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И ПРЕДПОЧТЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ

Пример корреляции между качеством корпоративного управления и возможностью успешного привлечения инвестиций дает российская телекоммуникационная отрасль. В ходе опроса инвесторов большинство респондентов назвали наиболее успешными

в отношении корпоративного управления телекоммуникационные компании, в первую очередь компании мобильной связи. Сравнительной бесконфликтностью управления и высокой прозрачностью отличаются компании, изначально создававшиеся с участием иностранных стратегических инвесторов, – «ВымпелКом», МТС и Golden Telecom. В силу высокой капиталоемкости этой отрасли ситуация с корпоративным управлением оказалась непосредственно связана с инвестиционными потребностями компаний. На достаточно раннем этапе компаниям пришлось обратиться сначала к частным иностранным инвесторам, а затем и к публичным рынкам капитала за финансовыми ресурсами. Поэтому были поставлены более серьезные, чем в других отраслях, задачи по повышению открытости и стандартов корпоративного управления. В итоге по стоимости компаний в расчете на одного обслуживаемого абонента и по соотношению цена-доходность лучшие российские телекомы стали вполне сопоставимы с аналогичными компаниями в странах Восточной и Западной Европы.

Напротив, акции компаний в отраслях, которые в силу ряда причин стали центром корпоративных войн – в черной металлургии, алюминиевой промышленности, химии, деревообработке, оказались в итоге выкупленными крупными российскими промышленными группами. Миноритарные акционеры либо вовремя покинули эти компании, либо оказались вытесненными из них. В настоящий момент возврат акционеров в большинство компаний указанных отраслей невозможен из-за присутствия сильных стратегических собственников, для которых предпочтительна частная форма собственности. Добиться повышения стоимости этих компаний собственники смогут, скорее всего, путем вывода акций на фондовый рынок. В противном случае будет трудно максимизировать стоимость при продаже. В связи с этим особенно важно формирование в компаниях эффективной системы

(106)

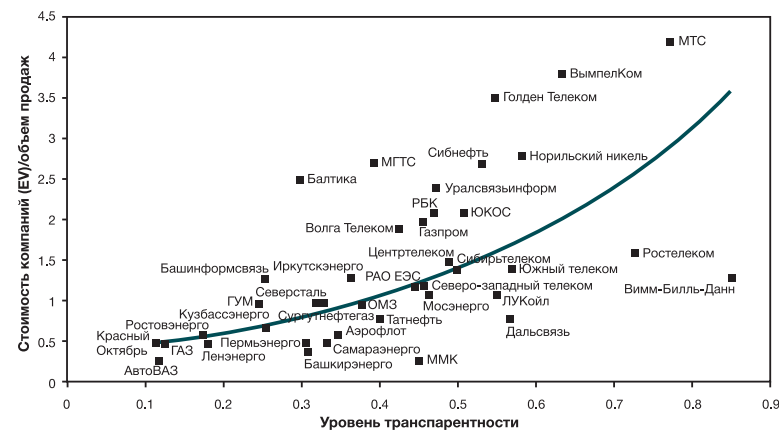
корпоративного управления, которая могла бы вызвать доверие у будущих инвесторов и заставить их забыть о прежних конфликтах.

Ежегодные исследования Standard & Poor's показывают, что уровень корпоративной прозрачности тесно связан с коэффициентами рыночной оценки акций компаний. Компании, которые более открыты по отношению к инвесторам и публикуют полезную корпоративную информацию, оказываются более высоко оценены рынком.

График 1.

*Корреляция между рыночной оценкой и уровнем корпоративной прозрачности*

(107)



В ходе опроса инвесторов значимость компонентов корпоративного управления оценивалась так же высоко, как и значимость экономических факторов. Инвесторы назвали улучшение качества корпоративного управления одним из главных факторов, повлиявших на повышение фондовых индексов наряду со стабилизацией политической обстановки в стране и позитивными изменениями в российском законодательстве. Важнейшим фактором было признано повышение уровня прозрачности корпораций. Отмечалось, что многие компании раскрыли свою структуру собственности вплоть

до бенефициарных владельцев, стали публиковать финансовую отчетность по международным стандартам с полным набором комментариев к ней, улучшили стиль общения с миноритарными акционерами. По данным Standard & Poor's на осень 2003 г., компаниями была раскрыта информация о 33% совокупной частной собственности 45 крупнейших российских компаний по сравнению с 29% в 2002 г.

**4.5.  
ОЦЕНКА ИНВЕСТОРАМИ ПРОБЛЕМ,  
СВЯЗАННЫХ С КОРПОРАТИВНЫМ  
УПРАВЛЕНИЕМ В РОССИИ**

(108)

Инвесторы отмечают существенное улучшение корпоративного управления в российских компаниях, однако считают, что в этой сфере Россия по-прежнему отстает от развитых стран. На это указало абсолютное большинство инвесторов, участвовавших в опросе Standard & Poor's 2003 г. Недостаточно высокие стандарты в сфере корпоративного управления остаются одним из факторов, сдерживающих рост рыночной капитализации российских компаний (см. табл. 2).

Таблица 2.

*Основные проблемы корпоративного управления в России (мнение инвесторов)\**

ФАКТОР	СРЕДНИЙ БАЛЛ
Конфликты интересов главных акционеров и миноритариев – вероятность злоупотребления мажоритарными акционерами возможностями контроля	8,3
Непрозрачная структура собственности	8,3
Сделки с заинтересованностью, увод активов, слабость процедур внутреннего контроля	8,3
Информационная закрытость, неравенство в доступе к информации	7,4
Неэффективный менеджмент	6,9
Не вызывающий доверия менеджмент	6,7
Злоупотребления при проведении реорганизации компании/перехода на единую акцию	6,6
Отсутствие эффективных и независимых советов директоров	6,5
Концентрированная структура собственности	6,3
Нерегулярные/несвоевременные выплаты дивидендов	4,8
Препятствия к участию в собраниях акционеров	3,4

(109)

\* Инвесторам было предложено при оценке значимости основных проблем корпоративного управления присвоить ранги от 0 (минимальный) до 10 (максимальный) по каждому из 11 предложенных вариантов ответов или добавить недостающие факторы.

Инвесторы оценивают риски корпоративного управления, прежде всего, с точки зрения потенциального влияния на доходность. Риски непосредственной потери активов в России имеют более высокий вес, чем риски, связанные с неэффективным управлением, потери от которого в большинстве случаев могут расцениваться в терминах упущенной выгоды. В первую категорию попадают все риски, связанные с потенциальным выводом активов и нерыночными сделками. В основном это относится к сделкам с лицами, аффилированными с мажоритарным акционером или менеджментом. Вероятность вывода активов с использованием механизмов трансфертного

ценообразования, продажи активов по заниженным ценам, залога активов с последующим отказом от выполнения своих обязательств с автоматической потерей залога по-прежнему считается высокой.

В истории российского бизнеса корпоративные войны, неясности в ходе проводившихся или планируемых реорганизаций или игнорирование интересов инвесторов нередко приводили к резкому падению стоимости компаний. В проигрыше оказывались, в первую очередь, миноритарные акционеры. В некоторых случаях, например, в ходе промежуточного этапа реорганизации осуществлялся вывод или предусматривались возможности вывода из компаний наиболее ценных активов. Миноритарные акционеры из-за опасений по поводу того, что их интересы могут быть серьезно нарушены, начинали продавать акции, что приводило к значительному снижению стоимости компании на рынке. Однако есть и примеры попыток улучшения ситуации усилиями руководства компаний. В частности, руководство ПАО «ЕЭС России» пошло навстречу миноритарным акционерам, установив с ними диалог и внедрив механизм учета их требований при дальнейшей разработке программы реструктуризации. Вместе с тем, у многих инвесторов все же остаются опасения по поводу возможного ущемления их интересов в ходе перераспределения структуры собственности на наиболее привлекательные активы ПАО ЕЭС.

Получение недостаточной или неадекватной информации также рассматривается инвесторами в числе основных проблем. Этот фактор резко ограничивает возможности инвесторов оперативно принимать решения о выходе из своих вложений или принимать иные меры, способные остановить снижение стоимости инвестиций. В качестве одного из примеров непрозрачной деятельности и нежелания руководства делиться с инвесторами информацией о финансовом состоянии инвесторы приводят политику компании «Газпром». Ряд проблем отмечается также в отрасли связи, традиционно наиболее прозрачной из всех секторов российской экономики. Так, региональные

(IIО)

дочерние компании «Связьинвеста» ежегодно отчисляют 1% от выручки в учрежденное ими некоммерческое партнерство на проведение общекорпоративных проектов. При этом расходование средств партнерства и механизм принятия решений о заключаемых им договорах остаются непрозрачными для инвестиционного сообщества. Сделки компаний «Связьинвеста» по приобретению системы управления ресурсами на базе платформы Oracle через посредническую структуру также вызывают вопросы по поводу их высокой стоимости и отсутствия тендерных процедур. В некоторых компаниях активы продаются без тендеров, а покупателями выступают юридические лица с непрозрачной структурой собственности.

(III)

Инвесторы серьезно обеспокоены неэффективностью схем компенсации членов совета директоров и менеджмента в российских компаниях. Система вознаграждения менеджмента и совета директоров должна, во-первых, приводить в соответствие их личные интересы с интересами всех акционеров, во-вторых, способствовать росту стоимости компании в долгосрочной перспективе. Разработка адекватных компенсационных схем представляет собой проблему во всем мире и не имеет однозначного решения. Для подавляющего большинства российских компаний характерно отсутствие компенсационных пакетов, включающих в качестве существенного компонента акции или опционы на акции. Сложившаяся ситуация обусловлена прежде всего тем, что в России крайне мало компаний с ликвидными акциями и компаний, готовых выходить на фондовый рынок. Только в компаниях с относительно ликвидными акциями сегодня идет работа над внедрением схем вознаграждения, привязанных к стоимости акций (например, компании МТС, «ВымпелКом», ПАО ЕЭС).

На вопрос о том, достаточно ли во всех или во многих российских компаниях вознаграждение менеджмента увязано с финансовыми показателями, утвердительный ответ дали около 1/3 респондентов-инвесторов. Еще немногим менее половины согласились с тем, что данное утверждение верно



по крайней мере для некоторых компаний. Остальные посчитали, что зависимость вознаграждения менеджмента от финансовых показателей недостаточна во всех компаниях в России, в которые они инвестировали. Более того, инвесторам зачастую недоступна информация о величине вознаграждения менеджмента, хотя их потребность в таких данных вполне оправдана. Подавляющее большинство инвесторов сообщили, что они могут получить доступ к такой информации только в некоторых компаниях (в основном это те же телекомы). Около 1/4 опрошенных инвесторов констатировали, что они не имеют такого доступа ни в одной российской компании, куда они инвестируют свои средства. В отношении вознаграждения членов совета директоров отмечалось отсутствие механизма оценки эффективности директоров и их личного вклада, а также отсутствие мотивации неисполнительных директоров к достижению долгосрочных результатов.

(II2)

Важно подчеркнуть, что в настоящее время инвесторы не считают острой проблемой нерегулярные или несвоевременные выплаты дивидендов российскими компаниями. Несколько лет назад это было одной из главных претензий к менеджменту со стороны мелких акционеров. Очевидно, здесь достигнут значительный прогресс. По результатам опроса, примерно 1/4 инвесторов отметили, что дивиденды выплачиваются в назначенные сроки во всех или во многих компаниях, куда они инвестировали средства. Остальные считают, что своевременно дивиденды выплачивают только некоторые компании. Улучшилась ситуация с выплатами дивидендов обещанного размера. Более 1/3 респондентов указали, что дисциплина выплаты дивидендов по суммам соблюдается во всех или многих российских компаниях – объектах инвестирования.

Инвесторы, как правило, с пониманием относятся к тому, что компания не выплачивает дивиденды, направляя всю или большую часть своей прибыли на развитие, отчетливо понимая инвестиционные потребности компаний и выгоды

от вложений. Вместе с тем только 1/5 опрошенных Standard & Poor's инвесторов считают, что суммы дивидендов адекватны прибыли во всех или во многих компаниях, куда они направляли инвестиции. Более 2/3 инвесторов полагают, что это соотношение адекватно далеко не везде. Расчет дивидендных выплат ведется от величины чистой прибыли компаний, определение которой не закреплено законом. Это дает возможность компаниям манипулировать суммами дивидендов.

#### 4.6.

#### СОВЕТЫ ДИРЕКТОРОВ И ОСОБЕННОСТИ ПОВЕДЕНИЯ МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

(II3)

Результаты опроса свидетельствуют о том, что доверие инвесторов к менеджменту российских компаний пока не растет. В значительной мере это связано с историей корпоративных войн и скандалов, участниками которых были нынешние руководители или владельцы компаний. Неадекватные условия для инвесторов во многом вызваны отсутствием органов корпоративного управления, которые могли бы эффективно защищать их права и интересы, т. е. независимых советов директоров. Это, в свою очередь, является следствием концентрированной структуры собственности российских компаний. Из-за высокой концентрации собственности и нежелания владельцев уступать контроль подавляющее большинство мест в советах директоров, как правило, имеют представители контролирующих или крупных акционеров. Представительство миноритариев и независимых директоров крайне невелико. В России пока нет достаточного количества бизнесменов с устойчивой репутацией или научных деятелей, которые пользовались бы доверием инвесторов и могли бы быть приглашены в российские компании в качестве независимых директоров. Исследование структуры советов директоров 45 крупнейших российских компаний, проведенное Standard & Poor's в октябре

2003 г., показало, что представители мажоритарных акционеров и менеджмента составляли в советах директоров 30 и 24% соответственно.

Большинство иностранных инвесторов, работающих в России, хотя и не занимают стратегические позиции по объемам вложений и не всегда имеют долгосрочные интересы, достаточно активны в отношении корпоративного управления и готовы принимать участие в работе советов директоров. На момент проведения опроса, 38% респондентов уже являлись членами советов директоров в российских компаниях.

При наличии крупных или мажоритарных акционеров в корпорациях портфельные инвесторы в России играют более активную роль, чем это принято на Западе, особенно в англосаксонских странах. Миноритарные иностранные акционеры при оценке рисков вынуждены учитывать, что в условиях высокой волатильности рынка доход на инвестиции фактически обусловлен активным участием в корпоративном управлении. Важным фактором является наличие в Законе «Об акционерных обществах» положения о кумулятивном голосовании при избрании членов советов директоров в крупных компаниях. При концентрированной структуре собственности эта мера обеспечивает вхождение представителей миноритарных акционеров в совет директоров. По данным исследования Standard & Poor's, в советах директоров 45 крупнейших российских компаний 56 человек, или 12% всех директоров, были представителями миноритарных портфельных инвесторов. Еще 45 человек, или 10% всех директоров, были представителями миноритарных стратегических инвесторов.

Участие в совете директоров в ряде случаев может приводить к конфликту интересов, поскольку директор от миноритариев как правило одновременно является портфельным инвестором, имеющим возможность использовать инсайдерскую информацию о компании в операциях с ценными бумагами. Однако избрание в совет директоров позволяет мелким

(II4)

акционерам балансировать влияние мажоритарного или крупного акционера и добиваться учета своих интересов при решении ключевых для них вопросов. Представители миноритариев редко могут кардинально повлиять на принимаемые решения, поскольку они находятся в меньшинстве и их голоса не могут «перевесить» голос мажоритарного собственника. Исключение составляют случаи, когда на голосование ставится вопрос о заключении сделки, в которой имеется заинтересованность, и все или несколько представителей главного акционера не голосуют как заинтересованные лица. Однако сам факт присутствия миноритариев, высказываемая ими точка зрения, возможность того, что они доведут принимаемые решения до сведения других акционеров или публично прокомментируют проблемы, вызываемые избыточным влиянием крупных собственников, – все это оказывает значительное дисциплинирующее воздействие на основных владельцев и менеджмент компаний, влияет на саму культуру корпоративных отношений.

По мнению абсолютного большинства членов советов директоров из числа опрошенных Standard & Poor's инвесторов, они выполняют функцию независимых директоров. Исследования Standard & Poor's, проводимые в ходе присвоения рейтингов корпоративного управления, свидетельствуют, что представители миноритарных акционеров в советах директоров в большинстве случаев действительно независимы в своих решениях. Главное, что исследования не выявили существенных конфликтов между их интересами как институциональных инвесторов и интересами прочих акционеров.

В ряде случаев директора, представляющие портфельных инвесторов, сталкиваются с нехваткой информации о деятельности компании. Материалы, предоставляемые членам совета директоров, зачастую не содержат ответов на ключевые вопросы, интересующие инвесторов: о существенных условиях сделок, структуре собственности контрагентов, экономических обоснованиях предлагаемых или уже принятых решений. Кроме того, многие фактические

(II5)

сделки со связанными сторонами могут выпадать из поля зрения членов совета директоров. Дело в том, что в российском законодательстве понятие связанных сторон трактуется только как прямая аффилированность. Однако во многих случаях аффилированность менеджмента или крупных акционеров компании с ее контрагентами опосредована через промежуточные структуры. По этим причинам в ходе опроса Standard & Poor's менее 1/4 инвесторов признали работу советов директоров эффективной во всех или во многих российских компаниях, с которыми им пришлось работать. Достаточно высока доля тех (примерно 1/5 опрошенных), кто считает, что ни в одной российской компании работу совета директоров нельзя считать эффективной. Однако, по мнению инвесторов, эффективность советов директоров в крупных компаниях заметно возросла по сравнению с ситуацией 3–4-летней давности, когда российские компании вообще знали о независимых директорах лишь понаслышке.

(116)

#### 4.7.

#### **Возможности продвижения на рынок компаний «второго эшелона»**

В последнее время случаи нарушения принципов корпоративного управления в крупных российских компаниях встречаются заметно реже. На эту позитивную динамику обратили внимание все портфельные инвесторы, участвовавшие в опросе. В отношении средних и мелких компаний инвесторы по-прежнему невысоко оценивают качество раскрытия ими информации. Нарушения же финансовых прав мелких инвесторов распространены практически везде. Эти компании не привлекают портфельных инвесторов и развиваются в основном как частные компании, обходясь собственными финансовыми ресурсами или ограниченными заимствованиями.

Инвесторы всячески приветствовали бы увеличение числа ликвидных компаний на рынке, поскольку это создало бы новые возможности для вложений и обеспечило большую диверсификацию

их портфелей. Но мелкие предприятия, чьи акции доступны на рынке, зачастую не отвечают критериям инвестирования, существующим у большинства портфельных инвесторов. Во-первых, большинство из них не достигает минимально необходимого размера с точки зрения базовых показателей, включая капитализацию, долю акций в свободном обращении, объемы выручки. Во-вторых, инвесторы не доверяют менеджменту или акционерам, имеющим контрольные пакеты. Высокий потенциал роста стоимости компаний в связи с хорошими финансовыми показателями ограничен низкими стандартами корпоративного управления, и инвесторы продолжают воздерживаться от подобных вложений.

(117)

Как правило, они готовы инвестировать только в том случае, если могут получить достаточно крупный, по крайней мере, блокирующий, пакет. Это резко сужает круг потенциальных инвесторов, фактически исключая «портфельщиков». Последние готовы участвовать в корпоративном управлении только при условии значительных перспектив повышения стоимости своих пакетов. Компании с объемами продаж до 300 млн долл. таких перспектив предложить не могут. Предполагаемая степень и механизмы участия акционеров в контроле намного превосходят возможности портфельных инвесторов. Стратегические же инвесторы, в том числе финансовые, видят в контроле главный способ избежать потери активов. При наличии прозрачных и эффективных корпоративных механизмов как способа защиты прав собственности они могут оказать российским компаниям помощь в укреплении бизнеса вплоть до выхода на публичные рынки. Для того чтобы частные, потенциально успешные компании могли привлечь стратегических инвесторов, они должны обеспечить инвесторам возможность участия в корпоративном управлении и продемонстрировать готовность к внедрению необходимых процедур. Такие компании в России пока немногочисленны. Среди последних событий в этом направлении стоит упомянуть инвестиции Fleming Family в СУАЛ-Холдинг, увеличение доли Pulp Mill Holding GmbH в «Архангельском ЦБК», приход фонда Templeton

в Торговый дом «Перекресток», покупку иностранными стратегическими инвесторами ряда активов в машиностроительной, парфюмерной, пищевой промышленности и бытовой химии. Основной формой иностранных стратегических инвестиций являются, однако, предприятия со 100%-ным иностранным капиталом, где не возникает вопросов раздела влияния и формирования новых механизмов корпоративного управления. Другая форма участия прямых инвесторов в управлении – создание совместных предприятий с заранее прописанными процедурами, предполагающими паритетное влияние. Эта форма корпоративного управления приобрела принципиально иные масштабы в связи с учреждением в 2003 г. совместного предприятия компании British Petroleum и Тюменской нефтяной компании.

(118)

Важнейшую роль в обеспечении уверенности инвесторов в сохранении своих капиталов играют механизмы судопроизводства и правоприменения. Многие инвесторы не решаются обращаться в суд в связи с крайне длительными сроками разбирательства и малой вероятностью получения адекватной компенсации. Абсолютно все инвесторы, принявшие участие в опросе Standard & Poor's, сталкивались с проблемами корпоративного управления, однако только 1/5 часть из них обращались для разрешения конфликтных ситуаций в суд. При этом им удалось выиграть только немногие процессы. Международный опыт доказывает, что задачи улучшения корпоративного управления и привлечения крупномасштабных инвестиций не могут быть решены без обеспечения эффективных и надежных механизмов правовой и судебной защиты инвесторов.

## ОБ АВТОРАХ

**Астапович Александр Захарович**,  
советник управляющего директора компании «Интеррос»,  
профессор, доктор экономических наук

**Беликов Игорь Вячеславович**,  
директор Российского института директоров,  
ответственный секретарь Национального совета  
по корпоративному управлению,  
кандидат исторических наук

(119)

**Гавриленков Евгений Евгеньевич**,  
управляющий директор, главный экономист компании  
«Тройка-Диалог», профессор, кандидат технических наук

**Константинов Геннадий Николаевич**,  
директор Центра корпоративного управления  
Государственного университета –  
Высшей школы экономики, профессор,  
доктор физико-математических наук

**Кочетыгова Юлия Владимировна**,  
директор Службы рейтингов корпоративного  
управления «Standard & Poor's»,  
кандидат экономических наук

**Медведева Татьяна Михайловна**,  
старший советник по правовым вопросам,  
фонд «Центр развития фондового рынка»,  
кандидат юридических наук

**Тимофеев Алексей Викторович**,  
советник по правовым вопросам,  
фонд «Центр развития фондового рынка»

**Корпоративное управление  
и экономический рост в России**  
(на рус. и англ. яз.) / И. В. Беликов,  
Е. Е. Гавриленков, Г. Н. Константинов,  
Ю. В. Кочетыгова, Т. М. Медведева,  
А. В. Тимофеев. М., 2004. 120 с.

*Дизайн:*

Е. А. Корнеев.

*Верстка:*

Д. Ю. Бирюков.

*Редактор:*

Н. А. Лозинская.

*Корректор:*

С. В. Поварова.

Национальный доклад посвящен анализу последних тенденций в сфере корпоративного управления в России. Значительный прогресс достигнут как в самой практике российских компаний, так и в законодательной базе. В докладе особо подчеркнуто растущее понимание правительством и деловым сообществом важности корпоративного управления с точки зрения долгосрочного экономического роста и привлечения инвестиций. Авторы стремились также выявить основные направления улучшения корпоративного управления на основе общепринятых в мире принципов и стандартов.