

Л. С. Ружанская

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В УРАЛЬСКИХ КОМПАНИЯХ: ОБЩЕЕ И ОСОБЕННОЕ

В статье представлена практика применения внутренних механизмов корпоративного управления в российских акционерных обществах на примере компаний Уральского региона. Российские корпорации со временем обнаруживают общие черты с лучшей практикой корпоративного управления, основанной на англосаксонской модели (разделение владения и управления в рядовых компаниях холдингов, развитие структуры советов, выплата дивидендов, управление рыночной стоимостью компаний и ориентация на внешнее финансирование). Однако в условиях несовершенства институтов региональные компании стремятся к закрытости и установлению тесных связей с региональными властями.

Ключевые слова: корпоративное управление, корпоративный контроль, совет директоров, дивидендная политика, раскрытие информации, корпоративная интеграция, региональные власти.

ВВЕДЕНИЕ

Проблематика корпоративного управления — очень динамичная область исследований как зарубежных, так и отечественных компаний. Корпоративное управление — это не только совокупность взаимоотношений между широким кругом стейкхолдеров в соответствии с расширенной трактовкой, данной Ж. Тиролем [Tirole, 2001], но и система стимулов. В соответствии с гипотезой Э. Берглофа и Э.-Л. Фон Таддена [Berglöf, Von Thadden, 2000] корпоративное управление трансформирует сигналы рынков товаров и факторов производства в поведение фирмы. Одна из причин нынешнего мирового кризиса — провал «глобальной модели» корпоративного управления, базировавшейся на опыте англосаксонской корпорации с опорой на распыленную собственность и публичность. Открытие доступа к дешевым деньгам для тех, чья деятельность удовлетворяла требованиям лучшей практики, позволяло осуществлять бурный рост за счет не только развития существующих компаний, но и их слияний и поглощений. Это изменило ориентиры менеджмента корпораций в пользу крат-

© Л. С. Ружанская, 2009

краткосрочных показателей деятельности и внешней оценки работы компаний. Конфликт между краткосрочными и долгосрочными интересами развития, сбой в системе координат для кредиторов и инвесторов, накопление внутренних рисков корпораций привели к необходимости переосмысления модели корпорации, которая была бы ориентирована на поступательное долгосрочное развитие. В связи с этим изучение особенностей развития бизнеса в переходных экономиках становится особенно актуальным. Подвижность внешней и внутренней среды корпораций позволяет рассматривать их как своеобразные экспериментальные образцы для создания новых стандартов лучшей практики. По этой причине важную роль играют эмпирические исследования практики российских акционерных обществ.

Эмпирические исследования по корпоративному управлению в России в основном использовали выборки по стране в целом, при этом самую крупную выборку удалось собрать исследовательскому коллективу Государственного университета — Высшей школы экономики (ГУ–ВШЭ) совместно с Университетом Хитоцубаши (Япония) по 822 акционерным обществам в 2006 г. [Российская корпорация..., 2007]. Вместе с тем наблюдаются существенные межрегиональные различия в практике корпоративного управления, обусловленные отраслевой структурой экономики регионов. Компании отдельных регионов не находились под пристальным вниманием аналитиков. Недостаточное раскрытие информации неторгуемыми компаниями, составляющими основу корпоративного сектора российской экономики, создает серьезные барьеры для сбора данных. В то же время актуальность выявления региональной специфики в развитии практики корпоративного управления стала очевидной. Связано это во многом с тем, что региональные компании к настоящему времени накопили большой практический опыт корпоративных отношений, отражающий не только общероссийские закономерности, но и специфическую позицию компаний по отношению к развитию региональных товарных рынков и взаимодействия с государством.

Уральские компании оказались в выгодном положении: благодаря высокому инвестиционному потенциалу региона и развитой научно-исследовательской базе они несколько раз становились объектами изучения различных аспектов корпоративного управления, хотя далеко не всегда эти исследования концентрировались только на Урале. Среди наиболее важных работ необходимо выделить исследование, проведенное Институтом экономики УрО РАН на панели данных 198 промышленных предприятий Свердловской области в 1992–1996 гг. [Первалов, Гимади, Добродей, 2000]. В составе 307 российских компаний АО Свердловской области вошли в опрос, проведенный по заказу Международной финансовой кор-

порацией (IFC), касавшийся качества корпоративного управления в региональных компаниях (Ростовская, Самарская, Свердловская области и Санкт-Петербург) осенью 2002 г. [Практика корпоративного управления в регионах России, 2003].

Предлагаемое вниманию читателя исследование опирается на базу данных по уральским открытым акционерным обществам и представляет собой попытку выявить общие для всех российских компаний, в том числе глобально оперирующих, черты и особенности корпоративной практики компаний, работающих в уральском экономическом регионе. Предметом изучения стало развитие внутренних механизмов корпоративного управления в уральских компаниях, поскольку низкий уровень торгуемости региональных компаний тормозит работу внешних механизмов.

ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА УРАЛЬСКОГО РЕГИОНА

Урал — один из крупнейших регионов России, чей вклад в ВВП в 2007 г. составил 15,13%. Основу экономики региона составляют добыча полезных ископаемых (36,8% ВРП 2007 г.) и обрабатывающие производства (13,5% ВРП 2007 г.), основными из них являются металлургия, машиностроение и металлообработка. Доля услуг предприятий транспорта и связи в валовом региональном продукте в 2007 г. достигла 7,8%, а оборот розничной и оптовой торговли составил 15,1% ВРП. В регионе также развиты образование и наука, финансовый сектор, сравнительно высока доля наукоемких отраслей (2,2% ВРП) [Социально-экономическое положение федеральных округов, 2009].

Несмотря на то что Урал как старопромышленный регион все больше включается в глобальную экономику, все же обнаруживается ряд проблем и противоречий:

- ♦ утяжеленная отраслевая структура экономики, когда 2/3 промышленности сосредоточено в отраслях первичного сектора с монопродуктовой направленностью, что вступает в противоречие с требованиями рыночной организации экономики (многообразие продуктов, свобода выбора и конкуренция);
- ♦ высокая доля оборонно-промышленного комплекса, основанного на государственном заказе, вступающем в противоречие с требованиями рыночной эффективности;
- ♦ фабрично-заводское расселение, противоречащее требованию трудовой мобильности при неразвитой социальной и рыночной инфраструктурах, большое количество средних и крупных моногородов, основу которых составляют предприятия металлургии и машиностроения (Верхняя Салда, Качканар, Нижний Тагил, Первоуральск).

В старопромышленном регионе ярко проявляется проблема зависимости от траектории предыдущего развития, когда сформировавшаяся система правил меняется с большим трудом, даже если был совершен неправильный выбор.

Доминирование в экономике Уральского региона базовых отраслей означает сохранение отсталых технологий, что оборачивается низким качеством продукции. На волне благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры добывающие и металлургические компании смогли накопить инвестиционные ресурсы, стали активнее прибегать к банковским займам и инструментам фондового рынка. В то же время сохраняется существенная нестабильность производственных заказов в наукоемких производствах.

Основу экономики составляют крупные и средние предприятия добывающей и обрабатывающей промышленности. Наибольшая концентрация производства сосредоточена на крупнейших нефте- и газодобывающих предприятиях Тюменской области, тем не менее доля оборота малого бизнеса в ВРП Уральского федерального округа достигла в 2007 г. значительной цифры в 29,54% [Малое предпринимательство в России, 2009]. Свердловская область, где наибольшее на Урале развитие получили услуги и торговля, отличается наименьшими показателями концентрации. Постепенное уменьшение доли индустрии в отраслевом профиле экономики Свердловской области во многом связано с тем, что Екатеринбург является административным и финансовым центром Уральского федерального округа (УрФО). Центром индустриализации на Урале остается Челябинская область.

Исторический фон формирования региональной практики корпоративного управления составляет приватизация, которая прошла на Урале очень быстрыми темпами. Только в Свердловской области за 1992–1993 гг. приватизированными оказались 34% промышленных предприятий. В 1995 г. в промышленности оставалось только 7,5% государственных предприятий. Они были одними из крупнейших в регионе: численность работающих на них составляла 20,1% всех занятых в промышленности области; выпускалось 12,2% промышленного выпуска продукции [Перевалов, Гимади, Добродей, 2000]. На 1 января 2007 г. всего в УрФО функционировало 9834 государственных предприятия, что составляло 2,81% от общего числа предприятий в округе. Государственное участие в собственности превалирует в обрабатывающих отраслях: 5,9% отгруженной продукции и 15,7% занятых в целом по УрФО за 2006 г. [Социально-экономическое положение федеральных округов, 2009].

Информационную базу данного исследования составляют интервью с руководителями, членами советов директоров 98 ОАО из Свердловской,

Тюменской и Челябинской областей, проведенные в 2006 г. в продолжение опроса 2002 г. [Ружанская, Крутиков, 2006; Ружанская, 2008]¹, а также глубинные интервью с руководителями отдельных компаний региона, проведенные в период кризиса (ноябрь 2008 г. — февраль 2009 г.). Выборка содержит в основном крупные (61,29% ОАО выборки имеют среднесписочную численность более 1000 человек) и средние (32,25% ОАО выборки имеют среднесписочную численность менее 100 человек) компании региона. По 20 компаний выборки принадлежит предприятиям металлургии и машиностроения, 18 приходится на строительство и промышленность стройматериалов, 11 предприятий — это компании легкой промышленности, 10 — компании транспорта и связи, на остальные отрасли приходится 21 ОАО. 47% ОАО входят в состав различных бизнес-групп в качестве управляющих компаний (18 ОАО) и рядовых членов группы (29 ОАО).

Выборка по уральским АО позволила выявить важные характеристики развития корпоративного сектора Уральского региона: 1) широкое распространение интеграционных процессов (48,9% ОАО выборки входят в состав различных бизнес-групп); 2) большая доля участия государства всех уровней в компаниях со смешанной собственностью (с начала акционирования доля частных компаний, в которых присутствовала доля государственной или муниципальной собственности, сократилась с 51% на момент приватизации до 33% в 2006 г.; средний пакет обыкновенных акций, принадлежавших государству и муниципалитетам, для соответствующих периодов составил 47,3 и 40,9%). Для сравнения с общероссийскими тенденциями, данные выборки в 822 АО свидетельствуют о меньшем распространении корпоративной интеграции (39,3% АО являлись членами бизнес-групп) и меньшем участии государства всех уровней в собственности компаний (в 11,7% АО акционерами выступили федеральные органы власти и в 7,9% АО — региональные и муниципальные органы власти) [Российская корпорация..., 2007, с. 431, 470–471]. Значительно меньшая доля государственного участия в собственности компаний отмечена и другими исследователями российского корпоративного сектора. Так, по данным «Российского экономического барометра» за 2003 г., доля государственной собственности составила 4,5% [Капелюшников, Демина, 2005].

Спецификой поведения региональных компаний с точки зрения анализа корпоративного управления является «закрытость», основанная на слабости предприятия как рыночного агента. Основаниями для закрытости выступают общее для всей экономики несовершенство институциональной среды, выражающееся в первую очередь в слабой защите прав собственно-

¹ Исследование проведено при финансовой поддержке Московского общественного научного фонда (2005–2006).

сти, и характерные для региональных компаний жесткие бюджетные ограничения. Нужно отметить несколько важных проявлений поведенческой «закрытости».

Информационная закрытость регионального бизнеса создает трудности в анализе предприятий для аутсайдеров, а иногда и для некоторых групп инсайдеров. Так, исследование Standard & Poog's [Исследование информационной прозрачности российских компаний..., 2007] оценило транспарентность российского бизнеса на уровне 50%. Ситуация с информационной прозрачностью компаний в целом по России претерпевает изменения к лучшему, но не столь существенные по причине рисков, связанных с раскрытием информации широкой публике — угрозой со стороны конкурентов и налоговых структур [Корпоративное управление в современной России, 2007]. Кризис, начавшийся в 2008 г., только ухудшит ситуацию с прозрачностью российских компаний в связи с растущей угрозой захватов и не всегда популярными, а зачастую и не всегда законными мерами антикризисных программ.

Далеко не все российские компании перешли на финансовую отчетность в соответствии с международными стандартами, имеют аттестованный по стандартам ISO менеджмент, раскрывают информацию в рамках требований корпоративного законодательства и рекомендаций Кодекса корпоративного поведения, что позволяет сделать бизнес более понятным и прозрачным для всех заинтересованных лиц. Информационная закрытость стала одним из препятствий для привлечения региональными компаниями внешнего финансирования на фондовых рынках. Незначительное число компаний, производство и управление в которых сконцентрировано в регионах, а не вышло на федеральный уровень, отличает фондовая активность (*закрытость для фондовых рынков*). Доля торгуемых компаний в нашей выборке из 98 уральских ОАО составила 15%, из них 5% торгуются на международных торговых площадках. В сравнении с выборкой, собранной ГУ–ВШЭ (2005 г.) из 822 АО, аналогичный показатель составляет 12,5% для российских торговых площадок и 4% — для международных [Российская корпорация..., 2007]. Тенденцию большей фондовой активности компаний, оперирующих на федеральном и международном уровнях, отражают и котировальные листы РТС, ММВБ и международных торговых площадок.

Неинтегрированные компании, оперирующие на уровне региона, имеют более жесткие бюджетные ограничения, которые в условиях неконкурентных рынков и слабых институтов создают мотивы к *закрытию региональных продуктовых рынков* для проникновения международных корпораций и федеральных игроков. Конкуренция в отрасли мотивирует компании к повышению внутренней эффективности, если невозможно построение защитных механизмов для сохранения своих позиций с меньшими издержками,

чем затраты на рост эффективности. Построение защитных механизмов в контексте корпоративного поведения осуществляется путем создания сети отношений с государством или присоединения к холдингу. Конкуренция в отрасли мотивирует компании на повышение эффективности работы, если невозможно построение защитных механизмов для сохранения своих позиций. Причем стоимость создания защитных механизмов должна оцениваться компаниями ниже затрат на повышение эффективности. Д. Брауном и Д. Эрлом было выявлено позитивное влияние конкуренции на снижение издержек фирм для выборки приватизированных предприятий, охватывающей 80,5% всей занятости в промышленности России в 1992–1999 гг. [Brown, Earle, 2001]. Для региональных компаний такого влияния подтвердить не удалось. Анализ 198 приватизированных уральских предприятий за период с 1992 по 1996 г. не выявил значимого влияния конкуренции, измеренной числом компаний в отрасли, на показатели эффективности, однако конкуренция приводит к увеличению затрат на рубль продукции и снижению производительности труда [Перевалов, Гимади, Добродей, 2000]. В целом следует обратить внимание на отмечаемую исследователями сложность выявления влияния конкуренции на показатели эффективности компаний. Построение защитных механизмов в контексте корпоративного поведения осуществляется путем создания сети отношений с государством или присоединения к холдингу.

Система взаимоотношений с государством значительным образом трансформировалась с момента начала корпоратизации крупных и средних российских предприятий. В постприватизационный период на фоне распяленной собственности никто из аутсайдеров, кроме государства, не мог противостоять силе директоров бывших советских предприятий. В условиях разрушенных хозяйственных связей и переходного кризиса государство выполняло дисциплинирующую роль. Так, для АО Свердловской области [Перевалов, Гимади, Добродей, 2000] были обнаружены положительные последствия приватизации как в условиях крайне незначительной доли государства в собственности (менее 5% акций), так и при наличии абсолютного доминирования государства как собственника (свыше 75% акций). В случае государственной собственности принципалом не является конечный бенефициар, что снижает стимулы к эффективному управлению имуществом. Кроме того, российские схемы приватизации² создали искусственное занижение доли обыкновенных акций в руках государства, в связи с чем

² Согласно российскому законодательству, если доля государства в обыкновенных акциях превышает 20%, то только 20% акций могут оставаться обыкновенными, остальные считаются привилегированными и конвертируются в обыкновенные после продажи.

государство могло реализовать контрольные функции только при наличии крупных пакетов. В то же время практическое отсутствие государства в собственности могло привести к появлению новых эффективных собственников, способных контролировать менеджмент.

Экономический подъем в начале 2000-х гг. обернулся для региональных компаний системой «обменов» между государством и бизнесом. Региональные компании через систему неформальных связей с местными властями получали субсидии и преференции в конкурентной борьбе, а также защиту от враждебных поглощений. В обмен на это компании брали на себя ряд обязательств по производству общественных благ в регионе, выполняя часть функций государства как стейкхолдера. Объектом государственной поддержки могли стать как неэффективные предприятия для снятия социальной напряженности на территории региона [Журавская, Макрушин, Слинько, 2002], так и эффективный бизнес для защиты от конкурентного давления со стороны глобально оперирующих компаний [Кузнецов, 2005].

Корпоративная интеграция стала другим механизмом защиты региональных компаний [Авдашева, 2006]. Членство в бизнес-группе позволило расширить бюджетные ограничения посредством создания внутренних финансовых рынков [Shumilov, Volchkova, 2005]. Холдинги позволили своим членам облегчить доступ к новым технологиям и развить систему маркетинга [Российская корпорация..., 2007, гл. 5].

Вышеперечисленные поведенческие особенности региональных компаний сформировали специфические черты корпоративного управления на уровне региона.

Характеризуя особенности корпоративного управления на Урале, следует остановиться на наиболее значимых для стабильного развития компаний механизмах: контроле со стороны доминирующего собственника; деятельности совета директоров; транспарентности, инвестиционной и дивидендной политике.

МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ В УСЛОВИЯХ КОНЦЕНТРАЦИИ СОБСТВЕННОСТИ

Слабая защита прав собственности сохраняет высокую концентрацию капитала в России в целом и на Урале — в частности: 61,2% компаний выборки отметили наличие контрольного пакета обыкновенных акций (на 1 января 2006 г.). На момент акционирования этот показатель составлял 44,8%: среди прочих, в выборку попали приватизированные предприятия, для которых характерна первоначальная дисперсная структура собственности. Средний размер контрольного пакета вырос незначительно — с 57,3 до 59,8% обыкновенных акций. Крупнейшими собственниками стали государство, работники как группа, исполнительный менеджмент компаний,

внешние физические лица и промышленные компании, в том числе группы предприятий (таблица). Профиль корпоративной собственности менялся в ходе перераспределения пакетов от работников и государства в пользу топ-менеджеров и крупных внешних акционеров.

Таблица

**Распределение акционерного капитала на предприятиях выборки,
% от уставного капитала**

Тип собственника	Охват выборки	Средний пакет акций	Охват выборки	Средний пакет акций	Охват выборки	Средний пакет акций
	На момент акционирования		2002 г.		2006 г.	
Государство	67,6	38,9	36,6	48,6	32,7	40,9
Работники	54,4	50,3	56,6	29,2	61,8	21,3
Топ-менеджеры	19,1	8,8	15,0	13,4	41,8	18,9
Внешние физические лица	35,3	22,1	43,3	27,1	52,7	27,0
Банки	1,5	10,0	1,6	85,0	10,9	41,8
Инвестиционные фонды	8,8	5,9	3,3	4,1	5,4	10,5
Нефинансовые компании, в том числе:	26,5	36,6	53,3	50,9	47,2	29,1
холдинги	—	—	13,7	42,7	18,1	44,0
иностранные инвесторы	3,9	20,7	1,6	28,7	7,2	44,2
прочие	33,3	36,7	36,6	48,7	47,2	27,6
Всего ОАО	68	—	55	—	55	—

Важной особенностью корпоративных отношений на уральских предприятиях явилось сохранение за государством значимых имущественных позиций в крупнейших компаниях базовых отраслей промышленности (цветной металлургии, машиностроении, химической промышленности, на транспорте и на предприятиях связи): в 2006 г. на 32,7% предприятиях выборки государство владело средним пакетом в размере 40,9% акций. Происходит двунаправленный процесс. С одной стороны, государство путем имущественных прав сохраняет за собой контроль за системообразующими предприятиями, а с другой — сами компании используют присутствие государства как сигнал о низкой степени рисков для частных инвесторов (лоббирование интересов на товарных рынках, защита от захвата, гарантированные выплаты дивидендов).

Средняя величина пакета акций доминирующих инсайдеров ниже, чем у аутсайдеров, причем средний контрольный пакет аутсайдеров превышает по величине контрольные пакеты, находящиеся в руках членов советов

директоров предприятий. Следовательно, позиция инсайдера компенсирует недостаток имущественного контроля.

Модель внутреннего контроля уступает место модели внешнего контроля на предприятиях выборки. Однако доминирующие собственники продолжают высоко ценить инсайдерское положение. Подтверждением этого факта может служить рост участия доминирующего собственника не в исполнительном органе общества, а в совете директоров. Ситуация членства в совете крупного стороннего акционера — физического лица — наблюдается на предприятиях с высокой и средней концентрацией собственности.

РАЗВИТИЕ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ В ИНТЕГРИРОВАННЫХ КОМПАНИЯХ РЕГИОНА

Основная черта уральских советов — доминирование исполнительного менеджмента и несовпадение аутсайдерской модели собственности с инсайдерской моделью совета (рисунок). Чем ниже уровень концентрации собственности, тем выше доля исполнительного менеджмента в составе совета директоров компаний. При низкой концентрации собственности внешние акционеры не имеют достаточной силы для использования совета в качестве инструмента мониторинга. Формой сохранения инсайдерской позиции крупнейшего собственника — физического лица — чаще становится не прямое участие в управлении, а позиция в совете. В то же время в структуре совета большую долю занимает группа «Другие», что свидетельствует о непрозрачности компаний и может исказить часть выводов.

Среди аутсайдеров, пожалуй, только государство в соответствии с нормативной базой управления государственным имуществом сохраняет за собой представительство в советах. Ограничить присутствие чиновников крупные собственники не могут из-за законодательных требований, а также по причине легкого вступления в альянс с государственными представителями, как отмечали сами респонденты.

Уральские компании продемонстрировали более низкий уровень совмещения функций владения и управления по критериям членства крупных акционеров в советах директоров и в составе топ-менеджмента (таблица, рисунок). Более чем на половине предприятий выборки должности председателей советов занимают вовсе не сотрудники предприятия. Разделение исполнительного менеджмента и совета директоров наблюдается в первую очередь в интегрированных компаниях. Холдинговый тип организации приводит к удалению акционеров от прямого участия в управлении. Ярким примером разделения исполнительного менеджмента и совета директоров является ОАО «Уралсвязьинформ» — крупнейший на Урале оператор связи, входящий в холдинг «Связьинвест». Высокая концентрация собственности и централизация управления в холдинге отразились на

работе совета, в состав которого входят 11 человек, более половины из них являются менеджерами «Связьинвеста», и 3 независимых директора. В 2008 г. было проведено 25 заседаний совета (очных и заочных). С 2004 г. введена служба корпоративного секретаря, с этого же времени функционируют 4 комитета (Комитет по стратегическому управлению, Комитет по аудиту, Комитет по оценке деятельности менеджмента и Комитет по кадровой политике).

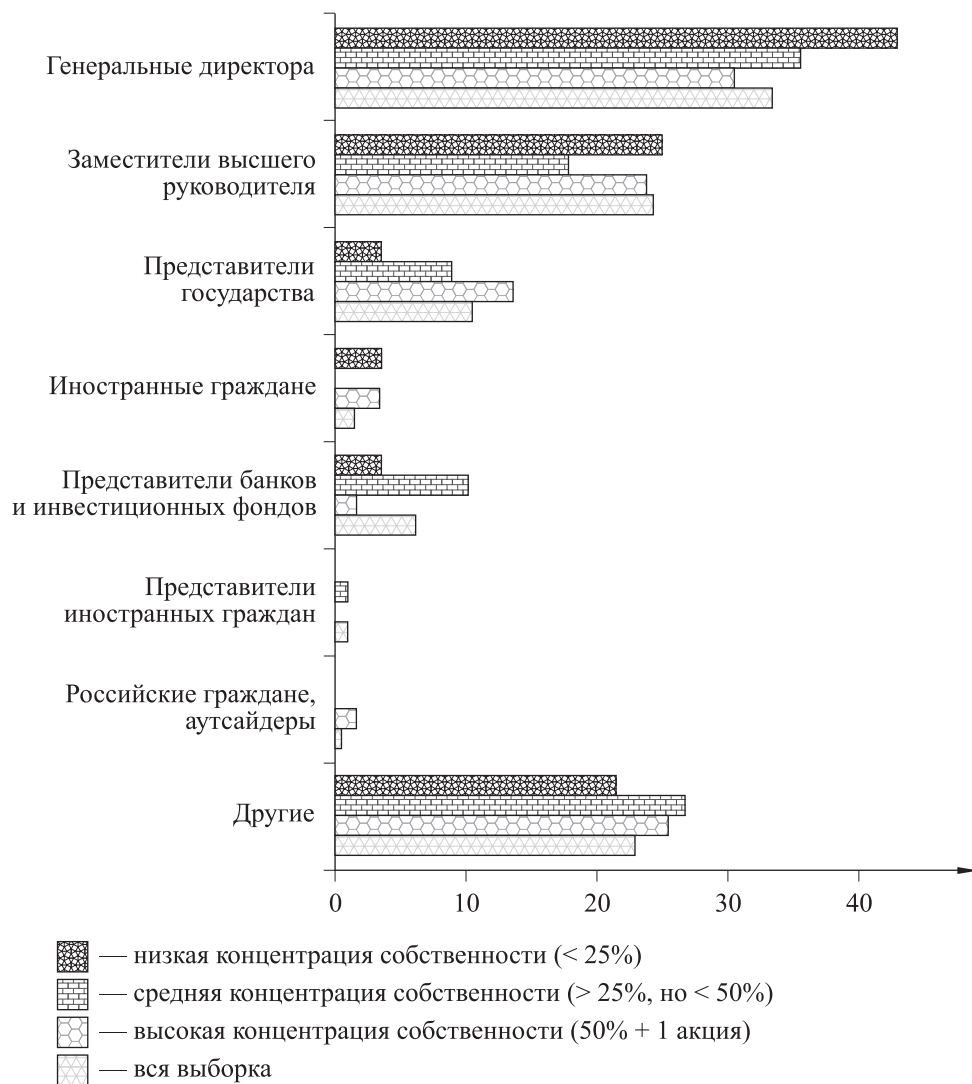


Рисунок. Состав советов директоров с разными уровнями концентрации собственности, % к числу членов совета в 2006 г.

Доля менеджеров в советах неинтегрированных компаний в 1,27 раза выше, чем в группах. При этом основная доля внешних собственников выше в рядовых предприятиях группы, где сложилась модель внешнего корпоративного контроля. Однако в ряде интервью респонденты отмечали, что, несмотря на отсутствие формальных признаков совмещения владения и управления, реальное влияние доминирующих конечных бенефициаров очень велико.

В частных компаниях с долей государства в капитале распространена модель инсайдерского совета. Даже при наличии крупных внешних собственников большинство директоров — исполнительные менеджеры компании. Во многом это связано с низким качеством работы представителей государства. Нарекания вызывает низкая компетентность представителей государства, в связи с чем экспертное сообщество ведет дискуссию по вопросу использования института независимых директоров для представления интересов государства как собственника [Портрет Совета директоров российской компании, 2007; Национальный доклад по корпоративному управлению, 2008]. Практика работы независимых директоров на Урале пока не значительна. На 2006 г. в частных компаниях независимые директора встречались в 19,6% случаев, а в компаниях с участием государства этот показатель достигал 32%. Однако замена государственных чиновников на независимых директоров происходит лишь в компаниях с федеральной собственностью. Так, ни одной замены чиновников в компаниях с собственностью правительства Свердловской области к марту 2009 г. не произошло.

Компании продемонстрировали большую лояльность бизнеса к участию представителей властей в работе советов. При незначительной доле государства в собственности компании не претендуют на серьезную поддержку, но могут пренебречь требованиями государственных представителей. При значительном пакете государства частные собственники вынуждены считаться с требованиями государства-акционера, одновременно рассчитывая на серьезную поддержку со стороны правительства региона или федерации.

Важно отметить смещение ожиданий в отношении результатов работы независимых директоров: вместо ожиданий улучшения работы совета и защиты интересов инвесторов и прочих заинтересованных лиц руководители компаний ожидали результатов для оперативного и стратегического управления компаний.

Должность корпоративного секретаря в 2006 г. была введена в 55 ОАО из 98 компаний выборки. В основном это крупные, зачастую интегрированные компании с большим по численности советом директоров (до 15 директоров), представленные на фондовом рынке.

Общей тенденцией развития советов стало появление комитетов. Получили распространение комитет по аудиту (36% респондентов), что связано с тенденцией дополнения функций внешнего аудитора, и комитет по страте-

гическому управлению и финансам (26% респондентов), отражающий природу совета как органа управления акционерным обществом. Наиболее развита система комитетов в советах интегрированных компаний. Чаще всего представлен комитет по стратегическому управлению (36% респондентов). Советы в интегрированных компаниях выполняют дополнительные функции по координации работы группы. В группах советы чаще проводят очные заседания (в среднем 1 раз в месяц). В случае преобладания членов администрации предприятия в составе советов директоров заседания проводятся довольно редко. В таких условиях совет директоров как институт корпоративного управления фактически не действует.

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ: РИСКИ И СТИМУЛЫ

Низкая прозрачность бизнеса характерна для российских компаний в целом, что подтверждают результаты регулярных обследований Standard & Poor's [Исследование информационной прозрачности российских компаний... 2007; 2008]. Наиболее чувствительными позициями для раскрытия информации оказались вознаграждения высшего менеджмента, структура собственности, процедуры работы совета директоров. Более охотно компании раскрывали финансовую информацию, переходя на использование международных стандартов ведения отчетности. Наиболее сильным стимулом для раскрытия информации стал выход компаний на IPO. Ситуация с информационной прозрачностью компаний не имеет существенных улучшений по причине рисков, связанных с раскрытием информации широкой публике: угрозой со стороны конкурентов и налоговых структур. В 2008 г. усилилась и угроза потери контроля над предприятиями, чем, по всей очевидности, объясняется ухудшение ситуации с раскрытием информации о структуре собственности: суммарная капитализация всех раскрытых пакетов в 2008 г. составила 56,5% от общей капитализации выборки из 90 ОАО против 59,3% в 2007 г. Ухудшилась также ситуация с раскрытием информации о распределении чистой прибыли компаний. Меньше сведений предоставлено о рекомендованных советом дивидендных выплатах: в условиях недостатка средств на финансирование инвестиций распределение прибыли на конечное потребление может быть воспринято рынком негативно.

Среди компаний, попавших в выборку Standard & Poor's ОАО в 2008 г., имеются три компании первой десятки, чьи основные производства сконцентрированы на Урале: «Мечел», «Трубно-металлургическая компания», «Евраз Групп».

Перечень публично раскрываемой информации по компаниям, попавшим в нашу выборку 2006 г. по Уралу, существенно не отличается от того, который наблюдается в российских компаниях в целом. По сравнению с результатами опроса тех же компаний в 2002 г., объем публикуемой информа-

ции и формы ее представления расширились по всем ОАО. Торгуемые компании демонстрируют более полное раскрытие информации. В дополнение к этому членство в бизнес-группе становится фактором информационной открытости компаний.

Незначительное, но в разы превышающее уровень 2002 г. число компаний (12 ОАО против 3 ОАО) ввели отчетность по МСФО и GAAP. Внедрение стандартов МСФО характеризовало компании, расширявшие инвестиционную активность, при этом источники финансирования инвестиций особого значения не имели. К росту внутренней прозрачности компаний привел еще и факт экспортной деятельности, традиционно ассоциирующийся с ростом эффективности управления.

В то же время открытости компаний по-прежнему препятствовали высококонцентрированная собственность и инсайдерский характер контроля. Риски, связанные с прозрачностью бизнеса, ставились руководителями компаний на первое по значимости место в ряду препятствий на пути применения стандартов корпоративного управления. Важными барьерами назывались макрориски, связанные с несовершенством российского законодательства и низкой окупаемостью в среднесрочном периоде затрат на корпоративное управление.

Примером относительной закрытости информации о собственности крупнейших компаний региона может служить группа компаний «ММК», которая включает в себя 62 общества. Непрозрачная структура собственности в «ММК» возникла в результате перекрестной структуры владения акциями компаний группы, которая оформляла контроль над группой в руках менеджмента комбината. По мнению председателя совета директоров и президента управляющей компании ООО «ММК» В. Рашникова, концентрация контроля в руках менеджмента группы позволяет достичь гомогенизации предпочтений посредством однородности членов команды, принимающих стратегические решения.

Структура собственности имеет решающее значение для открытости компании, ее финансовой стратегии и спроса на механизмы корпоративного управления. Примером «закрытой» компании с концентрированной собственностью является ОАО «Уральская горно-металлургическая компания» — второй по величине производитель меди в России. Основным владельцем компании считается президент компании И. Махмудов. Концентрированный инсайдерский контроль повлек за собой низкий спрос на механизмы корпоративного управления. В компании не принят собственный кодекс корпоративного управления. В состав совета директоров входит 7 человек, среди которых нет ни независимых директоров, ни корпоративного секретаря. Головное предприятие — ОАО «Уралэлектромедь» — только в 2007 г. осуществило дебютную эмиссию облигаций.

Использование фондового рынка для расширения финансовых возможностей роста компаний является, пожалуй, самым очевидным фактором, влияющим на раскрытие информации российскими компаниями. Характерным примером может служить повышение прозрачности одной из самых закрытых металлургических корпораций — «Евразхолдинга» в 2003 г. Холдинг сделал это в проспекте эмиссии облигаций. ООО «Евразхолдинг» управляет тремя металлургическими комбинатами — Нижнетагильским (Свердловская обл.), Западно-Сибирским и Кузнецким (Кемеровская обл.), которые производят в общей сложности более 13 млн тонн металла в год. В последнее время проспекты эмиссии ценных бумаг превратились в один из основных источников информации о компаниях. Из них, например, стали известны владельцы «ЮКОСа», «ЛУКОЙЛа», АФК «Система», «Вимм-Билль-Данна», финансовой группы МДМ, «Интеко» и др.

Своеобразный трансферт технологий наблюдается в области раскрытия информации при присоединении компаний к крупным интегрированным структурам, уже имеющим достижения в этой области. После того, как НТМК вошел в состав «Евраз Групп», его годовой отчет стал включать больше пунктов и увеличился в два раза в объеме. Например, в 2001 г. он составил 9 страниц, а в 2005 г. — 17 страниц, предоставляя более полную информацию о положении компании в отрасли, о работе совета и др. И все же годовые отчеты рядовых компаний холдингов разительно отличаются от головной структуры. Самостоятельность работы на фондовом рынке, масштаб и сила конкуренции и степень самостоятельности в стратегических решениях имеют большое значение в мотивации к прозрачности. Например, «Концерн „Калина“» является одним из лидеров среди уральских компаний по разработке годовых отчетов, форме, объему и качеству предоставления информации для инвесторов. Сочетание самостоятельности и полученного трансферта технологий являет собой Территориальная генерирующая компания № 9 (ТГК-9).

Важными характеристиками раскрытия информации являются объем предоставленных данных, их качество и легкость доступа к информации для широкого круга пользователей. Проследив наличие сайтов у компаний нашей выборки, мы заметили, что по состоянию на 2008 г. из 98 компаний работающие корпоративные сайты есть только у 62, из них только на 38 сайтах представлена информация, адресованная напрямую акционерам и инвесторам, — чаще всего это отчеты эмитентов. Годовые отчеты есть на 30 сайтах, в первую очередь — на корпоративных. Как наиболее доступный источник информации, он используется компаниями для маркетинговых коммуникаций, но не для коммуникаций с инвесторами.

Сами компании в годовых отчетах, демонстрируя соответствие фактического состояния дел в компании положениям Кодекса корпоративного

поведения, указывают на большое число имеющихся несоответствий. Так, «Аэропорт „Кольцово“» (Екатеринбург), принадлежащий «Группе РЕНОВА», указывает на наличие 2 пунктов соответствия (наличие сайта и положения об инсайдерской информации) из 7 возможных. В компании «Авиакон» (авиагрузоперевозки), входящей в состав «AVS-групп», наличие сайта дополняется раскрытием информации о фактах, влияющих на стоимость компании.

ДИВИДЕНДНАЯ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА: ЧТО ИЗМЕНИЛ КРИЗИС?

Ситуация с выплатой дивидендов компаниями Уральского региона не претерпела существенных улучшений. В 2006 г. до 90% акционерных обществ воздерживались от регулярной выплаты дивидендов [Корпоративное управление — гармонизация стандартов России и ЕС, 2006]. Часто это является причиной корпоративных конфликтов, одним из способов разрешения которых призваны стать акционерные соглашения.

Доля уральских предприятий, выплативших дивиденды как минимум за 3 года, предшествовавших опросу, составила 25,5%. Регулярность выплаты дивидендов тесно связана с активностью компаний на фондовом рынке и присутствием государства в собственности компаний на уровне не менее 25% + 1 акция. Регулярность выплаты дивидендов за трехлетний период, предшествовавший опросу, отметили 69% компаний с государственным участием и 6,8% частных компаний. На тех предприятиях, где контрольный пакет остается в руках трудового коллектива, дивиденды выплачиваются почти всегда. Напротив, невыплаты дивидендов более свойственны неторгуемым компаниям с высококонцентрированной частной собственностью. Концентрация собственности негативно влияет на выплаты дивидендов.

Всплеск начала выплат приходится на 2000 г., что связано с подъемом экономики после кризиса 1998 г. и одновременным приходом новых собственников, что, как можно предположить, обусловит активизацию дивидендной политики в результате перераспределения прав контроля вследствие начавшегося в 2008 г. кризиса. Готовящиеся в компаниях решения по выплате дивидендов за 2008 г. воспринимаются скорее как признак предстоящей продажи бизнеса, а не как улучшение практики корпоративного управления. Сокращение доходности компаний в условиях кризиса приводит к сокращению чистой прибыли и уменьшению планов производства. Члены совета директоров, ссылаясь в интервью на опыт 1998 г., предупреждают невыплату дивидендов в условиях стабильной структуры собственности.

В выборке присутствуют предприятия, на которых до 2004 г. выплата дивидендов не осуществлялась, чаще всего это — небольшие предприятия с высококонцентрированной внешней собственностью, для которых харак-

терны изъятия свободных денежных потоков вне процесса распределения прибыли.

На растущем рынке склонность к выплате дивидендов оказалась зависимой от таких переменных, как выручка, размер активов, размер собственных средств и чистой прибыли, и, как следствие, от отношений этих переменных (показателей рентабельности). Это подтверждает тезис о том, что дивиденды склонны платить финансово устойчивые компании, что является общемировой тенденцией. Рентабельность продаж компаний, выплачивающих дивиденды, в среднем в 3 раза больше рентабельности продаж не выплачивающих дивиденды компаний. Растущие компании или сокращающие свою деятельность фирмы, менеджмент которых не уверен в возможности обеспечить стабильные дивиденды, платить их не склонны.

Проблему нехватки инвестиционных ресурсов компании часто решают за счет отказа от выплат дивидендов, что, в общем, не так плохо по сравнению с развитием бизнеса посредством долгового финансирования под залог ценных бумаг в контексте кризисных явлений 2008–2009 гг. Долговое финансирование распространено даже среди тех предприятий, которые обычно дивиденды выплачивают.

В 2008 г. ситуация со среднесрочным планированием концентрируется вокруг решения проблемы резкого сокращения «кредитного плеча». На совет директоров увеличилась нагрузка по принятию решений в связи с пролонгацией ранее полученных кредитов, частичным их погашением, что должно привести к сокращению долговой нагрузки. Чрезмерная кредитная нагрузка стала острой проблемой для уральских металлургов. Кризис не только вынудил компании пересмотреть перспективы стратегии диверсификации, но и внес изменения в уже существующие портфели. Компании сокращают непрофильные активы. Так, «УГМК-Холдинг» отложил создание авиакомпании «Уктусский перевозчик», приостановил работы над девелоперским проектом «Екатеринбург-Сити». Усилия сконцентрированы на удержании текущей ситуации с производством основных видов продукции. В разной степени отразился кризис на диверсифицированных направлениях деятельности компаний «Группы Синара». Резкому сокращению подверглось девелоперское направление при незначительных изменениях в железнодорожном машиностроении. Напротив, банковское направление бизнеса, представленное ОАО «СКБ-банк», расширилось благодаря приобретению по крайне низкой цене ОАО «Свердловский губернский банк» (5-е место по размеру нетто-активов в списке банков Свердловской области на 1 января 2008 г.), находившегося на грани банкротства. В этой сделке группа получила финансовую поддержку государства со стороны Государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов». Интерес государства к сохранению банка очевиден, поскольку правительству Свердловской обла-

сти принадлежит пакет в 24,12% акций банка, а министр экономики и труда Свердловской области является членом совета директоров банка.

Принципиально важной характеристикой изменения корпоративной практики крупных компаний Уральского региона стало усиление влияния государства на федеральном и региональном уровнях в зависимости от значимости компании для экономики. Среди предприятий Уральского федерального округа в перечень Правительства Российской Федерации из 295 предприятий, которым будет предоставлена государственная поддержка, вошли предприятия «Евраз Групп» («Нижнетагильский металлургический комбинат», «Качканарский ГОК «Ванадий»»), «Уральская горно-металлургическая компания», «Магнитогорский металлургический комбинат», ОАО «Уралкалий», ОАО «Уралвагонзавод» и др. Контакты крупного бизнеса с государством становятся более тесными, хотя сложно дать однозначную оценку эффективности мер государственной поддержки государства. Среди пяти основных направлений антикризисной политики государства на поддержание крупного бизнеса направлены меры по стимулированию внутреннего спроса (госзаказ и госзакупки; инвестиционные программы субъектов естественных монополий; протекционизм; стимулирование спроса населения), расширение доступа компаний реального сектора экономики к финансовым ресурсам (содействие расширению кредитования; капитализация крупных компаний). Доминирующими стали меры по расширению доступа компаний к финансовым ресурсам (на федеральном уровне выделяется до 1200 млрд руб. дополнительных средств). Для этого в основном задействуются инструменты бюджетной политики (госгарантии, субсидии по процентным ставкам). Используются также «мягкие» инструменты (рекомендации банкам), но они недостаточно прозрачны. При реализации антикризисной политики преобладают инструменты промышленной политики (70% ресурсов). Значительные ресурсы (47%) распределяются через механизмы селективного характера, в то время как для эффективного функционирования экономики необходимо создать действенные институты, задающие на долгосрочную перспективу единые правила игры.

Безусловно, крупные компании предпринимают и самостоятельные антикризисные действия, такие как сокращение операционных издержек, увольнение работников, усиление сбытовых структур компаний, усиление централизации в управлении, сокращение непрофильных активов, внедрение новых технологий управления.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Анализ развития внутренних механизмов корпоративного управления в уральских компаниях показал, что российские корпорации, меняясь в зависимости от экономической и институциональной среды, со временем

все более приобретают общие черты, утрачивая свои особенности. Это в немалой степени способствует глобализации отечественной экономики. В российских компаниях применяются такие же механизмы корпоративного управления, как и в странах с развитой рыночной экономикой; например, в стимулирующих контрактах менеджеров крупнейших компаний стал использоваться показатель рыночной стоимости; публичные компании активно проводят дивидендную политику с использованием инструмента обратного выкупа акций; в советах директоров работают специализированные комитеты, службы корпоративных секретарей, независимые директора.

Безусловно, российская корпорация в целом имеет существенные особенности, обусловленные природой ее возникновения и характером эволюции на протяжении последних 20 лет. Доминируют концентрированный контроль и закрытость компаний. Корпоративная интеграция стала точкой роста практики применения стандартов корпоративного управления. Именно здесь, при отделении собственности от управления, наблюдается развитие совета директоров, фондовой активности и информационной прозрачности. Для рядовых компаний членство в бизнес-группе позволило расширить бюджетные ограничения посредством создания внутренних финансовых рынков. Холдинги облегчили своим членам доступ к новым технологиям и развили систему маркетинга, усилили защиту от конкуренции на товарных рынках.

Пожалуй, главной отличительной чертой работы региональных компаний стали их взаимоотношения с региональными властями. На фоне плохой защиты прав собственности в постприватизационный период укрепилась система «обменов» между государством и бизнесом: компании получали преференции в конкурентной борьбе, а также защиту от враждебных поглощений; в обмен они брали на себя ряд социальных обязательств. В условиях кризиса крупный бизнес, тесно связанный с региональными властями, еще более усилил ренто-ориентированное поведение: низкое качество институтов создало условия для оппортунизма собственников и менеджеров компаний в отношении эффективности использования ресурсов. Порочная практика использования дорогих заемных средств для финансирования инвестиций и вывода прибыли в оффшорные компании еще более усилила потребность в содействии лоббированию интересов компаний перед федеральными властями со стороны региональных органов власти. Чем сильнее в политической сфере региональные власти, чем выше его стремление к федерализации, тем значимее оно становится для регионального бизнеса с точки зрения защиты его интересов на товарных и ресурсных рынках.

Федеральное правительство является, пожалуй, единственным из участников корпоративных отношений, который остается импортером стандартов лучшей практики корпоративного управления: использования не-

зависимых директоров, учреждения комитетов в советах, регулярности выплаты дивидендов и др. Именно федеральные власти в условиях кризиса современной модели корпорации и системы ориентиров в корпоративном управлении способны выступить инициатором в разработке новых стандартов лучшей практики, причем, скорее всего, это должны стать не столько национальные, сколько наднациональные институты.

Резюмируя сказанное, хочется еще раз подчеркнуть роль институциональной среды российской экономики в развитии корпоративного управления. Несовершенство институтов сохраняет высокий уровень концентрации собственности и различные формы участия крупных владельцев в управлении компанией, что не создает потребности в эффективном и дорогостоящем мониторинге за менеджментом через механизмы корпоративного управления. Институциональная неопределенность формирует основания для оппортунизма со стороны практически всех участников корпоративных отношений, в результате чего инвесторы не получают адекватной рыночной информации для принятия эффективных решений.

Литература

- Авдашева С. Б.* Стимулы и результаты интеграционных процессов, или почему предприятия присоединяются к бизнес-группам // Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях / Под ред. Т. Г. Долгопятовой. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», № 180. М.: МОНФ, АНО «Проекты для будущего: научные и образовательные технологии», 2006. С. 157–181.
- Журавская Е., Макрушин А., Слинко И.* Причины возникновения плохих бюджетных стимулов. М.: ЦЭФИР, 2002.
- Исследование* информационной прозрачности российских компаний в 2007 г.: Значительные изменения в десятке лидеров // Standard & Poor's. 2007. 22 ноября [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.standardandpoors.ru/article.php>
- Исследование* информационной прозрачности российских компаний в 2008 г.: незначительный прогресс на фоне резкого снижения количества IPO // Standard & Poor's. 2008. 13 ноября [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.standardandpoors.ru/article.php>
- Капелюшников Р., Демина Н.* Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопросы экономики. 2005. № 2. С. 53–68.
- Корпоративное управление — гармонизация стандартов России и ЕС.* М.: НСКУ, 2006 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.nccg.ru/site.xp/054055050124055056050.html>
- Корпоративное управление в современной России: опыт и перспективы* / Под ред. В. В. Радаева. М.: НСКУ, 2007.

- Кузнецов Б. В. Влияние конкуренции на процессы модернизации и реформирования российских промышленных предприятий (опыт эмпирического анализа) // Влияние конкуренции и антимонопольного регулирования на процессы экономической модернизации / Под ред. С. Б. Авдашевой, В. Л. Тамбовцева. М.: ТЕИС, 2005. С. 44–85.
- Малое предпринимательство в России. М.: Федеральная служба государственной статистики, 2009.
- Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. 1 / Под ред. А. Е. Шаститко. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2008.
- Практика корпоративного управления в регионах России / Под ред. С. Молинеуса. М.: ИФС, АНД, 2003.
- Перевалов Ю. В., Гимади И. Э., Добродей В. В. Анализ влияния приватизации на деятельность промышленных предприятий. М.: РПЭИ. Фонд «Евразия», 2000.
- Портрет Совета директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления // Standard & Poor's. 2007. 19 марта [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.standardandpoors.ru/article.php?pubid=3236&sec=an>
- Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / Под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М.: Издат. дом ГУ ВШЭ, 2007.
- Ружанская Л. С. Развитие внутренних механизмов корпоративного управления в российских компаниях. Екатеринбург: Изд-во Уральского гос. ун-та, 2008.
- Ружанская Л. С., Крутиков Д. В. Факторы повышения рыночной стоимости уральских компаний: проблемы практики и политики. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». М.: Московский общественный научный фонд, 2006.
- Социально-экономическое положение федеральных округов — 2009. М.: Федеральная служба государственной статистики, 2009.
- Berglöf E., von Thadden E.-L. The Changing Corporate Governance Paradigm // World Development Conference / Eds. B. Pleskovic, J. Stiglitz. Washington, D.C.: World Bank, 2000.
- Brown D., Earle J. Privatization, Competition and Perform Strategies: Theory and Evidence from Russian Enterprise Panel Data. SITE Working Paper N 159. Stockholm School of Economics, 2001.
- Shumilov A. V., Volchkova N. A. Russian Business Groups: Substitutes for Issing Institutions? // Модернизация экономики и выращивание институтов: в 2 кн. / Под ред. Е. Г. Ясина. Кн. 2. М.: Издат. дом ГУ ВШЭ, 2005. С. 183–194.
- Tirole J. Corporate Governance // Econometrica. 2001. Vol. 69. N 1. P. 1–35.

Статья поступила в редакцию 19 октября 2009 г.