

338.2
У-67

под редакцией
профессора Наливайского В.Ю.

**УПРАВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫМИ СТРУКТУРАМИ
В СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИКЕ РОССИИ**

Ростов-на-Дону
2007

Б/Н - 5э. В метод. кн. ~ 173

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ
РОСТОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
«РИНХ»**

УПРАВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫМИ СТРУКТУРАМИ В СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИКЕ РОССИИ

Монография

Под ред. проф. В.Ю. Наливайского

Библиотека
Ростовского государственного
экономического университета "РИНХ"
г. Ростов-на-Дону, ул. Б. Садовая, 69

**РОСТОВ-НА-ДОНУ
2007**

338.24

УДК 338.24

У66

67

У66 Управление корпоративными структурами в современной экономике России : монография / В.Ю. Наливайский, Л.В. Шишкина, Р.А. Цой, Т.В. Ермилова ; под ред. В.Ю. Наливайского ; Ростовский гос. экономический ун-т «РИНХ». — Ростов н/Д, 2007. — 213 с.

ISBN 978-5-7972-1087-0

В монографии изложены ключевые вопросы становления и активизации внедрения корпоративного управления в современной экономике России.

Подробно рассмотрены процессы формирования корпоративного управления в России. Определены и исследованы основные подходы к оценке влияния качества корпоративного управления на формирование рыночной стоимости компании. Даны прогнозы развития корпораций в современной экономике России.

Монография рассчитана на широкий круг лиц, интересующихся современными проблемами корпораций: аспирантов, научных работников и преподавателей, а также студентов экономических специальностей.

УДК 338.24

Утверждено в качестве монографии Редакционно-издательским Советом Ростовского государственного экономического университета «РИНХ»

Авторы: В.Ю. Наливайский, Л.В. Шишкина, Р.А. Цой, Т.В. Ермилова

Рецензенты: д.э.н., проф. С.Г. Тяглов; к.э.н., доц. Е.А. Червонный

© Наливайский В.Ю., Шишкина Л.В.,
Цой Р.А., Ермилова Т.В.

ISBN 978-5-7972-1087-0

© Ростовский государственный университет «РИНХ», 2007

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
РАЗДЕЛ I. ПРОЦЕССЫ ФОРМИРОВАНИЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ	6
1.1. Становление и развитие корпоративных форм бизнеса в российской экономике	6
1.2. Внедрение принципов корпоративного управления в российской промышленной среде	18
1.3. Развитие стандартов корпоративного управления в банковской системе России	25
РАЗДЕЛ II. ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА ФОРМИРОВАНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ	48
2.1. Взаимосвязь концепции управления стоимостью и принципов корпоративного управления	48
2.2. Разработка методики оценки рыночной стоимости компании с учетом влияния финансовых показателей стоимости и качества корпоративного управления	59
2.3. Регрессионный анализ разработанных эконометрических моделей рыночной стоимости компании	67
2.4. Отраслевые особенности влияния качества корпоративного управления на капитализацию российских компаний	78
РАЗДЕЛ III. ПРОГНОЗЫ РАЗВИТИЯ КОРПОРАЦИЙ В СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИКЕ РОССИИ	94
3.1. Прогнозирование рыночной капитализации компаний на основе разработанных эконометрических моделей	94
3.2. Апробация разработанной модели в целях управления процессами формирования стоимости российских компаний	103
3.3. Корпорации в условиях неравновесной экономической среды	114
ВЫВОДЫ	121
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК	124
ПРИЛОЖЕНИЯ	137

ВВЕДЕНИЕ

Корпоративная форма ведения бизнеса — для России явление сравнительно новое. В связи с этим особую актуальность приобретают вопросы формирования рациональной системы управления корпорацией, принципы и факторы ее построения, экономическая целесообразность внедрения стандартов корпоративного управления.

В России процесс формирования собственной национальной модели корпоративного управления лишь начинается, поэтому проблема ориентирования российской экономики на ту или иную уже существующую модель, проблемы внедрения корпоративного управления и перспективы его развития стали ключевым элементом данного исследования.

Особенно остро эти проблемы возникают при учете высокой степени неопределенности прогнозирования в условиях российской экономики, при использовании рыночной информации для целей оценки стоимости, при принятии стратегических решений управления компанией. Как следствие, необходимо найти способы разрешения специфических проблем рыночной экономики России.

Среди исследовательских центров, активно занимающихся проблемами корпоративного управления, следует выделить Государственный университет — Высшую школу экономики, Институт экономических проблем переходного периода, Фонд «Бюро экономического анализа» и Центр экономических и финансовых разработок.

Между тем, предлагаемые российскими учеными решения не охватывают все возникающие в рассматриваемой области проблемы. Например, мало изучены способы адаптации западных методик оценки стоимости компании в зависимости от уровня управления в условиях российской изменяющейся экономической среды, взаимосвязь различных методов. Открытым остается вопрос влияния качества корпоративного управления на рыночную стоимость компаний. Указанные нами пробелы в теории и практике корпоративного управления, оценки стоимости компании и определили важность исследуемых в настоящей работе проблем.

Целью предлагаемого монографического исследования является определение ключевых факторов, характерных для развития крупных корпоративных структур, и разработка методики оценки стоимости компании при учете влияния фактора корпоративного управления.

Для достижения цели были поставлены следующие задачи:

- выявить особенности эволюции корпоративных структур в России;
- исследовать трансформации собственности и процессы акционирования производственных структур;
- проанализировать процессы слияний и поглощений как фактор формирования акционерной собственности;
- исследовать формирование корпоративного управления в России;
- выявить особенности внедрения принципов корпоративного управления в промышленной и банковской среде;

- установить взаимосвязь концепции управления стоимостью и принципов корпоративного управления;
- разработать методику оценки влияния финансовых показателей и качества корпоративного управления на рыночную стоимость компании;
- спрогнозировать динамику капитализации компании на основе разработанной методики.

На взгляд авторов, эти задачи в той или иной степени были решены, о чем свидетельствуют полученные результаты, служащие достижению главной цели исследования: разработке методики оценки влияния финансовых показателей и качества корпоративного управления на рыночную стоимость компании.

В то же время некоторые выдвинутые в монографии положения носят дискуссионный характер и, на взгляд авторов, могут рассматриваться как варианты оценки рыночной стоимости компаний с учетом характеристик корпоративного управления. Поэтому замечания читателей будут встречены авторами с признательностью.

Данная монография подготовлена по результатам научно-исследовательской работы «Выявление закономерностей развития крупных корпоративных структур в экономике России» по заказу Министерства образования и науки Российской Федерации (тема 1.2.04). Над монографией работал коллектив авторов: Шишкина Л.В., Цой Р.А. (§ 1.1); Цой Р.А. (§ 1.2); Наливайский В.Ю., Ермилова Т.В. (§ 1.3); Наливайский В.Ю., Цой Р.А. (§2.1, 2.2); Цой Р.А. (§2.3, 2.4., 3.1., 3.2); Шишкина Л.В. (§ 3.3).

РАЗДЕЛ I. ПРОЦЕССЫ ФОРМИРОВАНИЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ

1.1. Становление и развитие корпоративных форм бизнеса в российской экономике

В последнее десятилетие одной из самых актуальных проблем крупного и среднего бизнеса стала проблема корпоративного управления. На сегодняшний день существует несколько трактовок термина «корпоративное управление».

- Наиболее узкая (и теоретически строгая) трактовка КУ как системы взаимоотношений между акционерами и менеджерами предприятия, направленной на защиту интересов акционеров от оппортунистического поведения менеджмента. В этом контексте основное внимание уделяется реализации прав собственности в корпоративном контроле и правам контроля (разделению прав между собственниками и менеджментом)¹.
- Более широкая трактовка предполагает систему взаимоотношений менеджеров со всеми финансовыми инвесторами, т.е. акционерами и кредиторами (включая владельцев иных ценных бумаг корпорации).
- Наиболее широкая трактовка включает в число участников так называемых «стокхолдеров» (влиятельных лиц, финансовых и нефинансовых инвесторов), имеющих в корпорации свои интересы и влияющих на ее деятельность².

В соответствии с определением Мирового Банка корпоративное управление объединяет в себе нормы законодательства, нормативные положения и практику хозяйствования в частном секторе, что позволяет обществам привлекать финансовые и кадровые ресурсы, эффективно осуществлять хозяйственную деятельность и таким образом продолжать свое функционирование, накапливая долгосрочную экономическую стоимость путем повышения стоимости акций и соблюдая при этом интересы акционеров и общества в целом.³

Выделяя корпоративное управление в особый тип, особенности которого обусловлены спецификой корпорации в качестве объекта управления, его определяют как «управление, построенное на приоритетах интересов акционеров и их роли в развитии корпорации, управление, учитывающее реализацию прав собственности, предусматривающее взаимодействие акционеров (корпоративные коммуникации), построенное на стратегии развития корпорации в целом (интересы фирмы подчинены общим интересам), наконец, это управление, которое рождает корпоративную культуру, то есть комплекс общих традиций, установок, принципов поведения».

¹ Glossary of Corporate Governance Terms & Acronyms // <http://www.thecorporatelibrary.com/>

² Долгопятова Т.Г. Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. Препринт WP1/2003/03. — М.: ГУ ВШЭ, 2003. — С. 3

³ Notes on Corporate Governance Manual // <http://www.ifc.org/europe/default/descripen/indexen/footen/footen.html>

В условиях отсутствия проработанного корпоративного законодательства и системы правоприменения, слаборазвитых традиционных «внешних» механизмов корпоративного управления, таких как рынок ценных бумаг, банкротство, рынок корпоративного контроля и высокой скорости проведения массовой приватизации, сложилась структура собственности, не отвечающая требованиям экономической эффективности. В экономической среде существует мнение¹, что распыленная структура собственности способна к удовлетворению запросов собственников только в условиях хорошо развитой институциональной среды с жестко установленными правилами инфорсмента. В работе Шляйфера и Вишны² прямо указывалось, что большинство экономистов связывают экономическую эффективность предприятия только с концентрацией собственности в руках одного или нескольких акционеров. Для дальнейших системных преобразований требовались реструктуризация собственности и решение вопросов корпоративного управления.

Процесс перераспределения собственности, начавшийся сразу после 1994 г., шел в рамках следующих тенденций:

- уменьшения доли работников с одновременным наращиванием участия в капитале менеджмента предприятия;
- увеличения доли внешних, в основном нефинансовых, инвесторов;
- концентрации акционерного капитала в руках одного или нескольких собственников;
- дальнейшего сокращения государственного участия.

Говоря о становлении корпоративного управления в России, можно выделить определенные этапы его развития.

1. Период до 1987 г. — административно-командные методы централизованного управления государством экономики перестали отвечать требованиям макроэкономической ситуации. Закон об индивидуальной трудовой деятельности (1985 г.), дал толчок развитию предпринимательства. Корпоративная среда в этот период похожа на систему партийно-хозяйственных активов.
2. 1987–1991 гг. — окончательный развал монополизированной централизованной экономики. Закладываются основы корпоративности директорского корпуса через участие работников в управлении предприятием посредством советов трудовых коллективов. В России возник и начал развиваться финансовый капитал в банках и страховых секторах экономики.
3. 1991–1994 гг. — активная чековая приватизация, в ходе которой происходит первичное перераспределение собственности, в основном среди директорского корпуса. Были созданы первые акционерные общества, но оставалось неразработанным акционерное право.

¹ См., например: Берли А., Минз Г. «Современная корпорация и частная собственность».

² Shleifer, A. and Vishny, R. A. Survey of Corporate Governance // *Journal of Finance*. — 1997.

4. 1994 г. — август 1998 г. — период денежной приватизации. Принят закон об акционерном обществе, о рынке ценных бумаг, гражданский кодекс РФ, уточняющий законодательство о приватизации. Формируется инфраструктура рынка, возникают первые инвестиционные фонды (депозитариев, регистраторов, паевые, пенсионные), аудиторские и консалтинговые фирмы. Крупные иностранные компании стали открывать филиалы, представительства, создавать совместные фирмы.
5. 1998—2001 гг. — дефолт, общий недостаток финансовых ресурсов, отток капитала из России, недостаточная развитость рынка корпоративных ценных бумаг, дальнейшее перераспределение собственности и консолидация капитала. Но все это происходит уже на фоне осознающих свои права акционеров. Начинает развиваться корпоративное управление в конкретных корпорациях в рамках базовых государственных документов (федерального закона об акционерных обществах, рынке ценных бумаг; проекта кодекса корпоративного поведения), широко используя апробированную мировую практику, нормы и приемы.
6. С 2002 г. по настоящее время — принятие Российского Кодекса корпоративного поведения, создание Национального совета по корпоративному управлению, разработка собственных кодексов корпоративного поведения российскими корпорациями и крупнейшими компаниями. Внедрение норм корпоративного поведения во внутренние документы акционерных обществ: разработка отдельных положений об органах управления акционерным обществом, о комитетах при совете директоров, о ревизионной комиссии и внутреннем контроле. Данный этап можно характеризовать как новую веху развития российских акционерных обществ в связи с внедрением норм и принципов корпоративной этики в их повседневную практику. Это означает поступательность эволюционного процесса трансформации российских компаний и приближение их стандартов работы к международным.

Существует довольно много исследований на тему структурных изменений в промышленности России. В приложении 1 приведены сводные данные по некоторым из них. Несмотря на то что их не всегда можно сопоставить из-за использования разных баз данных, тем не менее, совпадение данных позволяет сделать вывод о высокой степени достоверности цифр, приведенных в таблице, с точки зрения общих тенденций динамики структуры владения акциями на средних и крупных приватизированных предприятиях России. Не менее важно, что основными объектами практически всех опросов являются средние и крупные российские промышленные предприятия по всем регионам, что позволяет делать выводы по всей российской промышленности. Аналогично можно представить данные по концентрации акционерного капитала (табл. 1.1).

Таблица 1.1

Показатели концентрации собственности в промышленности в период 1995-2001 гг. по данным обследований независимых организаций (в %)

Показатели концентрации	ГУ ВШЭ-1		БЭА		ИЭПП	РЭБ		ГУ ВШЭ-2	
	Ко- нец 1995	Ко- нец 1998	Момент прива- тизации	На- чало 2000	Конец 1999	02.1999	02.2001	Ко- нец 1998	Ко- нец 2001
Доля крупнейшего акционера	26,3	27,8	-	-	-	32,5	34,4	36,7	42,2
Доля трех крупнейших акционеров	40,5	45,1	-	-	38,1*	-	-	48,9	57,6
Доля предприятий, имеющих акционера с пакетом более 25%	-	46,8	13,4	25,8	31,6	54,0**	59,5**	55,2	67,1
Доля предприятий, имеющих акционера с пакетом более 50%	-	19,6	5,5	10,3	12,8	25,3	25,0	32,0	39,5

Источник: Долгопятова Т.Г. Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. Препринт WP1/2003/03 — М.: ГУ ВШЭ, 2003. — С. 24.

* Данные по пяти акционерам.

** Данные по доле АО, где имеется акционер, обладающий более 20% акций.

Таким образом, по данным Государственного университета высшей школы экономики (ГУ ВШЭ), на начало 1999 г. крупнейший акционер имел контрольный пакет 50% на каждом пятом предприятии.¹ В выборке Российского экономического барометра (РЭБ) 2001 г. был отмечен «высокий» и «сверхвысокий» уровень концентрации (свыше 20% акций) для 53% предприятий при среднем размере максимального пакета 34,4% против 32,5% в 1999 г.² По данным Бюро экономического анализа (БЭА), уровень концентрации акционерного капитала с момента приватизации к 2000 г. удвоился.

Более поздние исследования³ показали, что в среднем доля крупнейшего внешнего акционера — около 24%, а администрации предприятия — более 19%

¹ Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Вопросы экономики. — 2001. — №5. — С. 46–60.

² Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности: некоторые итоги опроса российских предприятий // Рынок ценных бумаг. — 2001. — №20. — С. 33–38.

³ См. опрос Центра экономических и финансовых исследований и разработок (ЦЭФИР) по выборке ИЭПП, где на вопросы по собственности ответили в 2002 г. более 600 промышленных АО [Гуриев и др., 2003] и опрос более 300 открытых АО в разных секторах экономики (из них 127 — в промышленности), проведенный с участием и при поддержке Московского общественного научного фонда осенью 2002 г. [Голикова и др., 2003].

акционерного капитала. В АО, где были представлены эти собственники, доля крупнейшего внешнего собственника достигает 40%, а доля администрации — почти 28%. 76% респондентов, работающих в промышленности, считали, что на предприятии уже сложился собственник, имеющий контроль над ним.

Основным мотивом для перераспределения и концентрации собственности является попытка установить (для внешних инвесторов) или сохранить (для менеджмента) контроль над деятельностью предприятия и его финансовыми потоками. При существующей в 90-е гг. внешней среде («серые» схемы корпоративных финансов, «оптимизация» налогообложения, контроль финансовых потоков, вывод активов, сложные организационные структуры, криминал и др.¹) и низкой ликвидности акций, реальных дивидендов участие в собственности мелким акционерам не приносило. Все «сливки» доставались менеджменту, который скупал и концентрировал в своих руках крупные пакеты акций, закрепляя таким образом свое положение «хозяина бизнеса». Для внешних же инвесторов доведение своего пакета акций до размера контрольного являлось единственным способом преодоления «оппортунистического» поведения менеджеров. Таким образом, корпоративные конфликты середины 90-х гг. характеризовались борьбой «окопавшихся» менеджеров с внешними акционерами за право контроля. Ряд эмпирических исследований (ГУ ВШЭ, РЭБ, ЦЭК)² показали, что с середины 1990-х гг. за год в среднем на 6–8% промышленных предприятий менялся основной собственник. По данным ИЭПП³, менеджеры сменились в 1992–1999 гг. на более чем 77% обследованных предприятий.

Таблица 1.2. наглядно показывает, что в случае разделения или выделения менеджер сменился в ходе реорганизации половины предприятий. На предприятиях, из которых выделились подразделения, менеджер сменился одновременно с выделением только в 20% случаев.

¹ Радыгин А. О некоторых проблемах корпоративного управления в России. — М.: ИЭПП, 2001.

² См.: Основные направления и факторы реструктуризации промышленных предприятий. М.: Бюро экономического анализа, 2001; Итоги обследования деловой активности промышленных предприятий за I квартал 2000/2003 гг. М.: ЦЭК при Правительстве Российской Федерации, 2000—2003. Вып. 29, 33, 37, 41; Долгопята Т. Формирование отношений собственности в российской промышленности: эмпирический анализ // Управление социально-экономическим развитием России: концепции, цели, механизмы / Под ред. Д. Львова, А. Поршнева. — М.: Экономика, 2002.

³ Радыгин А., Энтов Р., Юдин А. и др. Трансформация отношений собственности и сравнительный анализ российских регионов. — М.: Консорциум по вопросам прикладных экономических исследований, 2001.

Таблица 1.2

Смена менеджеров при реорганизациях

Тип реорганизации	А	Б		Количество предприятий
		В	Г	
Разделение	52.6	50.0	66.7	19
Выделение (новое)	50.0	58.3	66.7	28
Выделение (старое)	19.4	33.3	68.0	31
Слияние	71.4	20.0	100.0	7
Поглощение	12.5	0.0	85.7	8
Всего	37.6	53.2	72.2	133

А — процент предприятий, где менеджер сменился при реорганизации

Б — процент предприятий, где менеджер не менялся после реорганизации: В — из тех, где сменился при реорганизации; Г — из тех, где не сменился при реорганизации

Источник: Лазарева О.В. Изменение границ российских предприятий. — Москва: EERC, 2004. — С. 28

Однако при слияниях менеджер сменялся гораздо чаще, что служит косвенным свидетельством того, что слияния в большинстве случаев происходили в форме враждебных поглощений. Кроме того, в период 1994–1999 гг. доля собственности менеджера на предприятиях, которые образовались в результате выделения или разделения, в среднем была гораздо выше, чем на неорганизованных предприятиях¹. Это позволяет сделать вывод о том, что именно интересы менеджеров оказали значительное влияние на процесс реорганизаций российских компаний в 90-х гг.

Этот период весьма специфичен в плане сращивания функций менеджеров и контролирующих акционеров во многих российских корпорациях. Существовало две параллельные тенденции:

- менеджеры постепенно становились контролирующими акционерами в корпорации, таким образом переходя из наемных работников высшего уровня в ранг основных собственников;
- внешние акционеры по мере консолидации контроля сами становились менеджерами или передавали эти функции своему доверенному представителю.

Слияние функций менеджера и контролирующего собственника было характерно для большинства средних и крупных корпораций России.² В условиях отсутствия развитой правовой системы защиты прав акционеров только такая ситуация давала возможность для реализации прав собственника. Именно плохое корпоративное управление тогда стало «фактором концентрации акционерной собственности и роста доли внешних собственников»³.

В отраслевом разрезе интеграционные процессы были характерны для промышленности стройматериалов, пищевой, табачной и лесной промышленности, т.е. для тех отраслей, где не требуется значительная концентрация финансовых ресурсов. Слияния и поглощения в этих отраслях позволили упоря-

¹ Лазарева О.В. Изменение границ российских предприятий. — Москва: EERC, 2004. — С. 28–29.

² Долгопята Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования). — Вопросы экономики. — 2001. — №5. — С. 46–60.

³ Долгопята Т.Г. Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. Препринт WP1/2003/03. — М.: ГУ ВШЭ, 2003. — 44 с. — С. 26.

дочить структуру акционерного капитала, а также стимулировали предприятия к реструктуризации, «чтобы не стать объектом следующего поглощения»¹.

По оценкам ФКЦБ, в 1996 г. борьба за контроль завершилась в 25% российских корпораций, в начале 1998 г. — в 50%.² По данным Леонтьевского центра из Санкт-Петербурга уже к 1997 г. более чем на 25–30% российских АО борьба за контроль в двух случаях из трех завершилась победой аутсайдеров.³ С конца 1990-х гг. доминирующей становится тенденция перехода от внутри-корпоративных противостояний к враждебным внешним захватам.⁴ В результате изменения макроэкономических условий в послекризисный период появились рентабельные производственные предприятия с большими потоками свободных денежных средств. Эти предприятия были вынуждены взаимодействовать с неплатежеспособными потребителями, недобросовестными поставщиками и просто конкурентами, таким образом ограничивая свои возможности развития. Это служило стимулом для активизации процессов слияний и поглощений, создания вертикальных или горизонтальных интеграционных цепочек. При этом ставились следующие цели: получение синергетического эффекта за счет экономии «на масштабе», снижение издержек на управление, финансирование и маркетинг, совершенствование технологических цепочек, увеличение доли рынка.⁵ Наиболее явно это проявилось после кризиса 1998 г., когда наиболее крупные корпоративные конфликты были связаны с процессами экспансии крупных интегрированных бизнес-групп. Борьба шла не за отдельные предприятия, а за власть над рынком. Это был вопрос развития бизнеса в целом.

В это время резко возросло число корпоративных реорганизаций, особенно слияний и поглощений. По данным Министерства по антимонопольной политике⁶, число различных операций, связанных со структурными изменениями в российских компаниях, составило в 1997 г. — 5000, в 1998 г. — уже около 9000, в 1999 г. — около 11000, а в 2000 г. — 16000.⁷

При этом хотелось бы отметить, что российский рынок корпоративного контроля (банкротства, слияния и поглощения) действует в основном вне организованных фондовых рынков и объем перераспределения акций в экономике (промышленности) России, проходящий вне организованных рынков, в принципе трудно оценить. Существуют относительно достоверные оценки ФКЦБ

¹ Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе // Научные труды ИЭПП. — №43Р. — М., 2002. С. 80.

² Демичев В.В. Тенденции развития акционерного капитала в России // Финансы и кредит. — 2001. — №4. — С. 21–35.

³ Васильев Д. Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшений? // Инвестиционный климат и перспективы экономического роста в России: Материалы Международной конференции. Москва, апрель 5–6. — 2000.

⁴ Радыгин А. О некоторых проблемах корпоративного управления в России — М.: ИЭПП, 2001.

⁵ Беленькая О. Анализ корпоративных слияний и поглощений // Управление компанией. — 2001. — №2.

⁶ Согласно ст. 17 Закон РСФСР от 22 марта 1991 г. №948-1 «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» (с доп. и изм.) слияния и присоединения коммерческих организаций, суммарная балансовая стоимость активов которых по последнему балансу превышает 200 тыс. установленных федеральным законом минимальных размеров оплаты труда, подлежали предварительному согласованию с антимонопольным органом.

⁷ Российская экономика в 2001 г.: тенденции и перспективы. — М.: ИЭПП, 2002. — Март. — Т. 2. — Вып. 23.

(теперь ФСФР) и Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) по соотношению биржевого и внебиржевого оборотов в деятельности профессиональных участников фондового рынка, которое составляет примерно 42–44% к 58–56% общего объема сделок на организованном рынке¹. Некоторые эксперты полагают, что объем обращения акций вне организованных рынков как минимум в 3–4 раза превосходит объем сделок на них².

Специфика действия российского рынка корпоративного контроля в том, что поглощаются в основном наиболее эффективные предприятия. Управление кризисными предприятиями возлагалось на менеджеров, отсюда повышенная концентрация собственности в их руках.

Для консолидации использовались различные методы, но наиболее значимыми стали следующие: скупка акций на вторичном рынке, скупка кредиторской задолженности и дальнейшая её конвертация в акции, эмиссии акций для размывания капитала, процедуры консолидации или обмена акций, переход на единую акцию, инициация процедуры «ложного» банкротства, различные манипуляции с реестром и др.³

В посткризисный период наибольшее количество слияний и поглощений можно было наблюдать в табачной, пищевой и фармацевтической отрасли, а также в производстве потребительских товаров. Увеличилось количество международных слияний, связанных с низкой стоимостью и ликвидностью российских компаний. Самым известным примером в фармацевтической промышленности стало приобретение местных фармацевтических компаний фирмой ICN Pharmaceuticals, США. Крупнейшие международные корпорации — RJ Reynolds, Philip Morris, British American Tobacco — инвестировали значительные средства в табачную промышленность России в основном путем приобретения местных фабрик. На сегодняшний день единственным независимым российским производителем в этой отрасли остается «Донской табак». Ускорился темп слияний в тех секторах экономики, которые были готовы к ним до возникновения кризиса, — банковском, фармацевтическом, пивоваренном, пищевом, секторе сотовой связи, в черной и цветной металлургии.

При этом произошли изменения в мотивации и стратегии поглощений. Подход к выбору объекта для поглощений стал более рациональным. Начался «переход от аморфных образований типа конгломератов к вертикально интегрированным структурам, имеющим четкие организационно-правовые границы». ⁴ Поглощались объекты, покупка которых оправдывалась технологической и финансово-экономической целесообразностью, а не просто любые доходные

¹ Григорьев Л., Гурвич Е., Саватюгин А. и др. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России: Доклад, подготовленный в рамках проекта ТАСИС «Содействие Министерству экономического развития и торговли Российской Федерации». — М., 2003.

² Конкуренция на рынках небанковских финансовых услуг / С.Б. Авдашева, Ю.А. Данилов, Р.А. Кокорев и др.; Бюро экономического анализа. — М.: ТЕИС, 2002. — 351 с.

³ Радыгин А., Энгов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе // Научные труды ИЭПП. — М., 2002. — №43Р. — С. 71.

⁴ Радыгин А., Энгов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе // Научные труды ИЭПП. — М., 2002. — №43Р. — С. 85.

предприятия, как это было в постприватизационный период. Крупные корпорации начали реструктуризацию, избавляясь от непрофильных и неэффективных активов. Происходила организационно-правовая трансформация внутри холдингов с усилением уровня корпоративного контроля в дочерних структурах.

Процесс создания холдингов начался в нефтяной промышленности, но вскоре охватил и другие отрасли. Наиболее активно в 1999–2002 гг. процесс слияний и поглощений был отмечен в металлургическом и химическом комплексах, немного отставали машиностроение, пищевая и лесная промышленность¹.

Интеграционные процессы проводятся по схемам, предполагающим вертикальную или горизонтальную консолидацию. Вертикальная консолидация обеспечивает концентрацию как сырьевых, так и перерабатывающих производств, что позволяет получить максимальный выигрыш в результате контроля над всей цепочкой, создающей добавленную стоимость. Такая схема характерна для отраслей, где значительно число технологических переделов: в нефтегазовой, химической и металлургической промышленности. Устанавливая контроль над потребителем, компания обеспечивает сбыт своей продукции, а интеграция с поставщиком позволяет регулировать поставки и цены на сырье и комплектующие.

Так, в 2000–2002 гг. нефтяные и газовые компании, владеющие сырьем для нефтехимии, активно скупали предприятия химического комплекса, а металлургические холдинги охотно поглощали машиностроительные, авиа- и автомобилестроительные компании. Например, группа компаний «Северсталь», в состав которой помимо одноименного предприятия черной металлургии входят несколько горно-обогатительных комбинатов и трубных заводов, получила контроль над Ульяновским автомобилестроительным заводом. Горьковский автомобильный завод и АО «Павловский автобус» стали частью объединенной компании «Сибирский алюминий». Минерально-химическая компания (холдинг группы МДМ) объединила под своим началом АО «Невинномысский азот», Ковдорский ГОК и АО «Фосфорит» и стала лидером в этой области.

Горизонтальная интеграция предполагает усиление рыночной власти для консолидировавшейся компании. Наиболее характерно выражена в пищевой промышленности. Так, холдинг «Красный Октябрь» и концерн «Бабаевский» формировались за счет приобретения мощными московскими кондитерскими заводами профильных предприятий в регионах, при этом одновременно расширяя географию сбыта. Аналогично действовала пивоваренная компания «Балтика». В состав холдинга «Сладко» вошли ульяновское АО «Волжанка», екатеринбургская кондитерская фабрика «Конфи» и казанское АО «Заря».

В целом рынок слияний и поглощений, который считается одним из ключевых внешних механизмов корпоративного управления, в России развивается очень активно. Компания PricewaterhouseCoopers объявило Россию в 2001 г. признанным лидером в Центральной и Восточной Европе по объему (6 млрд

¹ Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе // Научные труды ИЭПП. — М., 2002. — №43Р. — С. 85.

долл.) и количеству публично объявленных (237) неприватизационных сделок. С тех пор наша страна сохраняет свое лидирующее положение. Кроме того, специалисты PricewaterhouseCoopers отметили, что начиная с 2003 г. значительно возросла прозрачность сделок «благодаря выбору более оптимальной организационной, юридической, налоговой и финансовой структуры сделки»¹. Это свидетельствует о росте степени открытости российского рынка для инвестиций. Кроме того, методы укрупнения бизнеса стали более цивилизованными. Эксперты Ernst & Young² видят объяснение этому в том, что большая часть «доступных» активов уже консолидирована в финансово-промышленных группах, а оставшаяся контролируется опытными менеджерами, которые грамотно строят защиту против «захватчиков». Гораздо выгоднее стало договариваться о приемлемой для обеих сторон цене, чем тратить ресурсы на захват бизнеса.

Согласно исследованию Ernst & Young³ объем рынка слияний и поглощений в России в 2004 г. достиг \$30 млрд. Было зафиксировано 310 сделок, почти столько же, сколько в предыдущем году, однако средний объем сделки составил 96 млн долл. США, что на 70% превышает показатель 2003 г. Одна только продажа Юганскнефтегаза российским правительством составила свыше 30% от совокупного объема рынка слияний и поглощений.

В 2004 г. был отмечен значительный рост приобретений, совершенных российскими покупателями за рубежом — до \$3,5 млрд, что в четыре раза превышает показатель 2003 г. Крупнейшая зарубежная сделка с участием российской компании-покупателя — приобретение «Норильским никелем» 20% акций Gold Fields, одной из ведущих мировых золотодобывающих компаний, за \$1,16 млрд. Это приобретение сделало «Норильский никель» крупным игроком на мировом рынке золота.

Объем сделок с участием иностранных инвесторов составил \$26,5 млрд. Наиболее привлекательными для иностранных инвесторов секторами остаются нефтегазовая промышленность и производство товаров народного потребления. Крупнейшие сделки слияний и поглощений с участием зарубежных покупателей были совершены компаниями из США (ConocoPhillips, Alcoa, GE Consumer Finance), Франции (Total) и Бельгии (InBev).

Таким образом, Россия рассматривается иностранными инвесторами как привлекательный рынок для осуществления стратегических вложений. Присвоение инвестиционного рейтинга всеми тремя международными рейтинговыми агентствами (Fitch, Moody's и Standard&Poor's) подтверждает этот вывод.

Мнения специалистов относительно состояния российской модели корпоративного управления на настоящий момент расходятся. Есть мнения, что «в России пока нет как таковой национальной модели корпоративного управления, а существуют лишь отдельные элементы, не складывающиеся пока воедино в

¹ Хокинс Н., Сакка Э. Слияния и поглощения — фактор роста // Экономика России: XXI век. — 2004. — Июль. — №16. — С. 24.

² Исследование Ernst & Young «Слияния и поглощения в СНГ. Обзор сделок 2004 г.».

³ Там же.

целостную систему»¹. Другие же полагают, что национальная модель корпоративного управления существует в каждый момент времени², при этом постоянно трансформируется и видоизменяется под влиянием инфраструктурных и институциональных рычагов воздействия.

На настоящий момент времени созданы институты, улучшающие корпоративное управление в компаниях, принимаются меры по повышению рейтингов корпоративного управления путем объединения усилий миноритарных акционеров, инициации кампании против эмиссии акций и «размывания» пакетов и т.д. Все это оказывает воздействие на укрепление как отдельных компаний, так и рейтинга России в целом.

Справедливости ради отметим, что в российской практике корпоративного управления существуют специфические черты, негативно влияющие на формирование отечественной модели, а именно:

- нарушается принцип отделения контроля от собственности (когда во всех трех органах управления корпорацией фигурируют одни и те же лица, являющиеся собственниками);
- не работает принцип корпоративной демократии в силу концентрации акционерной собственности и усиления правовых средств защиты миноритарных акционеров;
- рынок ценных бумаг, несмотря на высокую степень развития инфраструктуры, остается весьма неэффективным индикатором реальной стоимости компаний.

Практика российских компаний показывает, что большинство из них реинвестируют в развитие либо собственную прибыль, либо банковские кредиты. Тогда как практика зарубежных компаний сводится к эффективному привлечению капитала на фондовом рынке. Нужно отметить, что такую практику осуществляют компании, реализующие англо-американскую модель корпоративного управления. Россия, переняв очень многие элементы данной модели, к сожалению, пока еще не заимствовала данную специфическую черту, которая, по нашему мнению, несет ключевое конкурентное преимущество для компаний. Оно заключается в том, что в условиях постоянной нехватки собственных средств и недостаточности ликвидных активов для обеспечения залога по банковскому кредиту, возможность компании быстро привлечь с рынка ссудных капиталов ресурсы позволит опередить конкурентов в реализации новых проектов. Доступ компании к ресурсам фондового рынка и рынка ссудных капиталов в целом является важнейшим условием устойчивого роста.

Как известно, существует прямая зависимость между внедрением стандартов корпоративного управления и возможностью привлечения финансовых ресурсов³. Одним из важнейших преимуществ корпоративного управления яв-

¹ Антонов В. Проблемы корпоративного управления в России // Маркетинг. — 2005. — №6. — С. 4.

² Клейнер В.Г. Инвесторы, ориентирующиеся на корпоративное управление // Финансовый бизнес. — 2006. — №4. — С. 8.

³ Исследование «PricewaterhouseCoopers», 2003 год; исследование группы гарвардской школы бизнеса под руководством Пола Гомперса.

ляется способность привлечения денежных средств по более низкой цене. Но, к сожалению, данное преимущество реализуют далеко не все компании, а многие из них не считают это преимуществом вовсе. Однако в условиях возрастания инвестиционных процессов в экономике нельзя игнорировать данное преимущество. Иностранные инвесторы соглашаются сотрудничать с российскими компаниями только на условиях внедрения ими стандартов корпоративного управления, а следовательно, степень доверия иностранных инвесторов определяется тем, насколько комплексно внедрены стандарты корпоративного управления. Внедрение таких стандартов, как прозрачность структуры собственности и открытость финансовой информации, косвенно свидетельствует о том, что компания в будущем получит возможность привлечь денежные средства зарубежных партнеров на выгодных условиях.

Считается, что чем выше капитализация компании, тем больше будет ее залоговая стоимость и тем ниже стоимость обслуживания заемных средств для компании. Инвесторы воспринимают эффективно управляемые компании как дружественные, внушающие больше уверенности в том, что они способны обеспечить акционерам приемлемый уровень доходности вложений. Среди инвесторов явно наблюдается тенденция включать практику корпоративного управления в перечень ключевых критериев, применяемых в процессе принятия инвестиционных решений. Чем выше уровень корпоративного управления, тем больше вероятность, что активы используются в интересах акционеров, а не разворовываются менеджерами.

Можно отметить, что изложенные факты убеждают в актуальности исследования многих аспектов корпоративного управления в России и промедление решения спорных вопросов, связанных с внедрением стандартов корпоративного управления, очевидно, негативно сказывается как на показателях деятельности самих компаний, так и на уровне экономического развития государства в целом.

Таким образом, цель реформы — радикальное изменение формы собственности — была успешно достигнута. Институт частной собственности получил правовое оформление, стал одним из инструментов привлечения частной инициативы граждан к решению экономических проблем. Приватизация положила начало формированию предпринимательского менталитета, развитию инициативы и самостоятельности товаропроизводителей, новой системы общественных ценностей. Был образован крупный негосударственный сектор экономики, что позволило преодолеть монополию государственной собственности, создать основу для развития рыночных форм хозяйственных связей и использования механизмов конкуренции. Приватизация содействовала становлению и развитию целого ряда новых экономических институтов, способствовала созданию условий для привлечения в российскую экономику иностранных инвестиций, ликвидации дефицита товаров и услуг на внутреннем рынке и пр.

подавляющее большинство производственных объектов были акционированы и проданы как отдельные компании. В результате российская экономическая система по-прежнему характеризуется наличием крупных отдельных

предприятий и мелких компаний. Более того, по оценкам экспертов Мирового банка, в настоящее время здесь существует самый высокий в мире уровень концентрации частной собственности. Слой мелких и средних собственников и предпринимателей, являющихся в развитых демократических государствах движущей силой экономического развития и опорой политической стабильности, сформирован не был.

1.2. Внедрение принципов корпоративного управления в российской промышленной среде

Проблема корпоративного управления в российских компаниях вышла на первый план в середине 90-х и остается актуальной до сих пор. В предыдущих параграфах была подробно изложена история формирования корпоративного сектора и зарождения системы корпоративного управления.

В странах с развитой экономикой доминируют две модели корпоративного управления, каждая из которых имеет свои особенности.

В Англии, США, Канаде и Австралии, для которых характерна распыленная структура собственности, полностью доминирует англо-американская модель, которая базируется на принципе жесткого разграничения собственности и управления с развитым институтом прав собственности. Участники корпоративных отношений в этих странах сведены к «узкому кругу» — собственникам, менеджерам и совету директоров. Государство в дела компаний практически не вмешивается.

Исторически сложилось, что английские и американские компании привлекают инвестиционный капитал на фондовом рынке. В законодательстве этих стран существует ряд норм, во-первых, прямо запрещающих коммерческим банкам заниматься инвестиционной деятельностью, а во-вторых, ограничивающих возможность финансовых институтов владеть крупными пакетами акций компаний. В таких условиях финансовые институты превращаются в «портфельных инвесторов», не обладающих возможностью контролировать дела в компании. Такие акционеры предъявляют весьма высокие требования к внешним атрибутам хорошего корпоративного управления — открытости информации, совету директоров, отстаивающему интересы акционеров и имеющему преимущественно независимый состав и т.д.

Континентальная европейская модель, напротив, ограничивает в правах собственников компании, ставя общественные и государственные интересы выше интересов собственников, вовлекает в корпоративные отношения различные группы стокхолдеров. Контроль над компаниями осуществляется посредством строгой финансовой отчетности перед кредитными институтами, государственного вмешательства, а также вовлечения различных групп стокхолдеров в структуру управления компаниями. Традиционным главным источником инвестиционного капитала для европейской компании является банк. Фондовый рынок в качестве инвестиционного источника играет второстепенную роль.