

ТЕМА ГОДА: ВЛИЯНИЕ КРИЗИСА НА КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

Ю.А. Данилов, Ю.В. Симачев, А.А. Яковлев¹

(1)

Сегодня очевидным является тот факт, что одной из причин кризиса стала неэффективность крупных корпораций, долгое время принимающих на себя избыточные риски и скрывающих неудачные результаты реализуемых проектов. Эта неэффективность проявилась и в России, и во всем мире. Поэтому анализ последствий кризиса для развития корпоративного управления в России необходимо проводить с учетом глобального и национального контекста.

¹ Данилов Юрий Алексеевич – кандидат экономических наук, директор Фонда «Центр развития фондового рынка», заведующий лабораторией анализа финансовых рынков Государственного университета – Высшей школы экономики, заведующий кафедрой финансов факультета менеджмента Международного университета в Москве, председатель попечительского совета «Института посткризисного мира»;
Симачев Юрий Вячеславович – кандидат технических наук, заместитель директора Межведомственного аналитического центра;
Яковлев Андрей Александрович – кандидат экономических наук, проректор, директор Института анализа предприятий и рынков Государственного университета – Высшей школы экономики.
Данная глава подготовлена с использованием результатов, полученных авторами в рамках Программы фундаментальных исследований ГУ-ВШЭ. Авторы признательны за высказанные замечания и комментарии Я.Ш. Паппэ, Л.М. Фрейнкману, Р.И. Капелюшникову, И.А. Розинскому, Т.Г. Долгопятовой, Г.И. Колесникову.

1.1. ГЛОБАЛЬНЫЙ КОНТЕКСТ: ПРОТИВОРЕЧИЯ «ИДЕАЛЬНОЙ МОДЕЛИ»

Мировой финансово-экономический кризис выявил существенные слабости сложившихся в последние десятилетия экономических институтов. Институты корпоративного управления также оказались неадекватны реальностям современной экономики. Эта неадекватность, на первый взгляд, проявляется прежде всего в формировании ложных стимулов корпоративного развития. Формирование таких стимулов происходило в силу ряда причин.

(2)

В частности, произошло углубление «агентской проблемы» – традиционного противоречия между преимущественно краткосрочными интересами менеджеров и долгосрочными интересами собственников-акционеров. Нарастание этой проблемы проявлялось в относительном падении эффективности и накоплении рисков в деятельности крупнейших международных компаний, причем такое падение эффективности и такие риски были не видны для внешних инвесторов, что создавало иллюзию стабильности и общего снижения рисков в экономическом развитии. Считается, что механизмы, обеспечивавшие углубление данного противоречия, были весьма разнообразны: это и система стимулирования менеджеров, и система расчета достаточности собственного капитала и/или безопасности уровня долговой нагрузки, и система риск-менеджмента, организация работы совета директоров, реализация прав акционеров, и, возможно, система учета обязательств по производным инструментам¹. Среди этих механизмов, по общему мнению, ведущую роль играла сложившаяся в последние

¹ В Докладе ОЭСР «Финансовый кризис и корпоративное управление: ключевые выводы и основные направления работы» (OECD. Corporate Governance And The Financial Crisis. Key Findings And Main Messages. June 2009) были выделены следующие основные проблемы корпоративного управления, наиболее ярко проявившиеся в ходе кризиса (приводятся в той же последовательности, что и в докладе): компенсационные системы; системы риск-менеджмента; организация работы совета директоров; реализация прав акционеров.

годы система стимулирования менеджеров, ориентированная на сугубо краткосрочные стимулы и исключавшая из рассмотрения иные ориентиры, кроме роста капитализации корпорации.

Сдвиг в практике корпоративного управления в сторону названных выше механизмов, порождавших ложные стимулы, имел определенные объективные предпосылки. По нашему мнению, этот сдвиг был связан с последствиями азиатского кризиса 1997 года, когда очевидной стала неэффективность системы, основанной на преимущественно банковском финансировании корпоративного сектора. В условиях слишком тесного взаимодействия и персонального сращивания с нефинансовыми корпорациями банки оказались не способны к объективной оценке финансового состояния крупных заемщиков – что привело к накоплению «плохих» долгов и стало одной из причин кризиса в Южной Корее и ряде других стран.

Ответом на этот «провал рынка» в сфере корпоративного управления стало смещение акцентов в пользу альтернативной модели, исторически характерной для Великобритании и США и предполагавшей оценку компании через механизмы фондового рынка. Теоретической основой для такого сдвига стали многочисленные работы, рассматривавшие фондовый рынок как объективный независимый механизм, неподвластный манипулированию со стороны инсайдеров, и тем самым более эффективно защищающий права и интересы сторонних инвесторов (аутсайдеров).

Следствием такого подхода стало своего рода «возвышение» показателя капитализации, его становление с конца 1990-х годов в качестве основного интегрального критерия успешности корпоративного развития. При этом теоретически было доказано, что данный показатель более объективный по сравнению с другими, в том числе по сравнению с показателем динамики прибыли и коэффициентами, рассчитываемыми на основе прибыли. Если показатель прибыли может быть подвержен манипулированию со стороны инсайдеров, то на капитализацию они влиять не могут, так как капитализация есть оценка, сделанная множеством участников рынка.

(3)

Однако в теоретических работах, в которых в качестве интегральной оценки успешности развития корпорации указывалась долгосрочная относительная динамика капитализации, одновременно отмечались и предпосылки для применимости такой оценки. Необходимым условием этого, в частности, было условие полной информационной эффективности фондового рынка (сильной формы эффективности рынка), которая, как известно, практически никогда не достигается в реальности. Существующие же в реальности полусильная и особенно слабая форма информационной эффективности фондового рынка¹ порождали значительные искажения, которые неизбежно отражались в динамике капитализации.

(4)

Суммируя сказанное выше, можно констатировать, что каждый кризис предоставляет возможность внести дополнительный вклад в понимание природы экономических процессов и экономических показателей. Кризис 1997–1998 годов помог понять, что банки не могут самостоятельно и эффективно давать адекватную оценку стоимости бизнеса². Результатом этого стал вывод о том, что оценка со стороны рынка, воплощенная в капитализации, более объективна. Следует отметить, что внедрение капитализации в качестве интегральной оценки эффективности корпоративного развития было стимулировано также стремлением к повышению ответственности менеджеров за результаты деятельности корпорации, к повышению объективности оценок

1 Сильная, полусильная и слабая формы эффективности фондового рынка понимаются нами в соответствии с определениями Ю. Фама и его последователей. Гипотеза эффективного рынка была впервые сформулирована американским экономистом Юджином Фама в его диссертации 1960 года. См.: *Fama E.F. Random Walks in Stock Market Prices // Financial Analysts Journal, September/October 1965.*

2 См.: *Allen F., Gale D. Diversity of opinion and the financing of new technologies // Journal of Financial Intermediation. 1999. № 8. P. 68–89; Rajan R., Zingales L. Financial Dependence and Growth // The American Economic Review. 1998. Vol. 88. № 3. P. 559–586; Demircuc-Kunt A., Maksimovic V. Law, Finance, and Firm Growth // The Journal of Finance. 1998. Vol. 53. № 6. P. 2107–2137.*

их вклада в корпоративное развитие. Нынешний финансово-экономический кризис подводит к выводу о том, что и оценка стоимости корпорации только со стороны рынка также может быть недостаточно объективной и односторонней.

Последние два года, сопровождавшиеся чередой корпоративных скандалов и банкротств на развитых рынках, наглядно показали, что без решения выявившихся проблем корпоративного управления полноценный выход из финансово-экономического кризиса невозможен. Для этого в глобальном контексте в области корпоративного управления требуется решение двух ключевых задач:

- переход от краткосрочного целеполагания и стимулирования к долгосрочному, сопоставимому с длиной экономического цикла;
- расширение пространства корпоративных отношений с включением в их рамки и учетом интересов всех ключевых стейкхолдеров, а не только традиционных участников в лице акционеров и менеджеров.

«Провалы» применяемых на практике методов и инструментов корпоративного управления осознаются мировым сообществом. Так, в упомянутом выше докладе ОЭСР «Финансовый кризис и корпоративное управление: ключевые выводы и основные направления работы» сформулированы достаточно четкие подходы к решению проблем в ряде ключевых областей, включая систему компенсаций, риск-менеджмент, реализацию прав акционеров¹.

Более того, в отдельных сегментах мы уже видим вполне конкретные предложения по преодолению выявленных ложных стимулов корпоративного развития. Ярким примером в данном случае может служить документ «Принципы лучшей практики в области вознаграждений. Стандарты внедрения»², подготов-

(5)

1 Авторы благодарят члена совета Фонда «Центр развития фондового рынка» Андрея Якушина за помощь в обобщении рекомендаций доклада ОЭСР «Финансовый кризис и корпоративное управление: ключевые выводы и основные направления работы».

2 FSB Principles for Sound Compensation Practices. Implementation Standards. FSB, 25 September 2009.

ленный Советом по финансовой стабильности (СФС) для Питтсбургского саммита G20 (сентябрь 2009 года). СФС отмечает, что сложившаяся в значимых финансовых институтах система вознаграждений стала одним из важных факторов, предопределивших кризис, начавшийся в 2007 году. Вот почему действия, направленные на изменение этой системы во всех крупных финансовых центрах, должны быть быстрыми, конкретными и последовательными. Корпорации и надзорные органы должны запустить процесс внедрения лучшей практики в данной области немедленно. Предполагается, что СФС будет регулярно вносить изменения и дополнения в данные принципы, учитывающие опыт их применения на практике. Предложенные 19 принципов представляются весьма эффективными для совершенствования корпоративного управления в финансовых институтах, способными преодолеть в них ложные стимулы корпоративного развития.

(6)

В свою очередь, в коммюнике Питтсбургского саммита G20 руководители стран «Большой двадцатки» заявили: «Мы полностью одобряем осуществление стандартов СФС, направленных на согласование вознаграждения с процессом создания долгосрочных ценностей и отказом от принятия чрезмерных рисков». В коммюнике также сказано: «Стандарты для крупных международных финансовых компаний должны быть соразмерны издержкам, связанным с их крахом»¹.

В целом можно констатировать доминирующую тенденцию в оценке «провалов» в сфере корпоративного управления: сформировавшиеся в последние десятилетия и кодифицированные в документах ОЭСР принципы корпоративного управления не нуждаются в изменении, так как в них уже заложены подходы по преодолению выявленных проблем. Основной задачей является надлежащее применение принципов корпоративного управления. Иными словами – проблема не только и даже не столько в теоретических представлениях о том, каким должно быть корпоративное управление,

1 Цит. по: Питтсбургский саммит – заявление глав государств «Группы двадцати» – http://news.kremlin.ru/ref_notes/300

а в практической реализации сформулированных рекомендаций по использованию лучшей практики корпоративного управления.

При этом с точки зрения базовой для корпоративных отношений «агентской проблемы» общая направленность мер по совершенствованию корпоративного управления в настоящее время сводится к регламентации действий и ужесточению контроля за менеджерами («агентами») со стороны регуляторов, действующих в интересах акционеров («принципалов»). Стоит подчеркнуть, что такие меры не являются новыми: в таком же ключе была сформулирована и реализована на политическом уровне реакция на кризис, порожденный банкротством компании Enron в 2001 году. Однако это ужесточение регулирования не предохранило американский и глобальный рынки от краха 2008 года, в значительной мере ставшего следствием провалов в области корпоративного управления.

(7)

Это не значит, что предлагаемые сегодня меры по раскрытию информации о вознаграждениях менеджмента, введению минимальных и максимальных отсрочек выплаты переменной части вознаграждения и установлению ее предельной доли в общем объеме вознаграждения не нужны и не оправданны. На фоне кризиса эти меры представляются разумными и адекватными как для глобальных, так и для российских компаний. Однако сегодняшний кризис корпоративного управления, как представляется, может оказаться более глубоким, чем те проблемы, на решение которых нацелены выработанные меры.

Дело в том, что проблемы корпоративного управления, наглядно проявившиеся в условиях кризиса, проистекали не только из возросшего оппортунизма менеджеров, но и из существенного ослабления позиций собственников, размывания самой этой категории участников корпоративного управления. Этот процесс носил объективный характер и был обусловлен логикой конкуренции за привлечение финансовых ресурсов в рамках модели публичной корпорации. Приобретение статуса публичной компании, связанное с определенными стартовыми издержками и необходимостью после-

дующего раскрытия информации, давало компании X доступ к более дешевым финансовым ресурсам и обеспечивало более благоприятные возможности для развития. Но эти возможности не были исключительными – компании-конкуренты также могли приобрести их, выйдя на фондовый рынок. В результате компания X могла эффективно реализовать это временное конкурентное преимущество в доступе к финансовым ресурсам только в рамках стратегии быстрого роста как на собственной производственной базе, так и за счет слияний и поглощений (M&A), особенно с использованием кредитных ресурсов¹. При этом очевидно, что с точки зрения демонстрации быстрого результата M&A оказывались предпочтительнее. Более того, отказ от такой стратегии был чреват рисками утраты собственного бизнеса – следуя логике «если не куплю я, то купят меня». Однако подобная стратегия перманентной экспансии (под которую, в свою очередь, подстраивались механизмы внешней оценки компаний аудиторскими и рейтинговыми агентствами и система стимулов для менеджмента)² неизбежно требовала привлечения все большего объема финансовых ресурсов – что создавало стимулы к проведению новых дополнительных размещений акций и вело к размыванию пакетов существующих акционеров.

(8)

В итоге по мере развития конкурентной гонки M&A крупные доминирующие акционеры постепенно превращались в миноритариев – с соответствующим изменением их целей и горизонта интересов. Если для доминирующих акционеров, как правило, характерны долгосрочные цели развития бизнеса и они могут рассматриваться как выразители (носители) интересов всей компании, то для миноритариев типичной является забота

¹ Следует подчеркнуть, что причинами активизации выхода компаний на фондовый рынок и использования возможностей M&A были не только стимулы менеджеров – важнейшей фундаментальной причиной этих процессов мы считаем возросший уровень конкуренции, ставший следствием процессов глобализации.

² Корпоративное управление в условиях кризиса (круглый стол в Институте современного развития – ИНСОП) // Вопросы экономики. 2010. № 3. С. 150–156.

о стоимости своего пакета на кратко- и среднесрочном горизонте. Миноритарии объективно не обладают достаточными возможностями для контроля за действиями менеджмента. Одновременно на них начинает сказываться «проблема безбилетника», так как плоды их возможных усилий по повышению эффективности компании в значительной степени достанутся не им, а другим акционерам, которые не понесли ради этого никаких затрат.

Тем самым ценой краткосрочного повышения эффективности компаний, достигавшегося в момент выхода на фондовый рынок, становилось постепенное исчезновение «принципала», который в идеальной модели должен в споре с «агентом» формулировать и отстаивать долгосрочные интересы развития бизнеса.

Этот процесс протекал в течение последних 15–20 лет на фоне глобализации финансовых рынков и не имел существенных страновых и региональных различий. Вместе с тем представляется характерным, что нынешний кризис начался именно в США, где тенденции ослабления позиций крупных акционеров стали проявляться раньше, чем в других странах.

Парадоксальным следствием такого развития является то, что современные глобальные корпорации стали напоминать знакомое нам по советской плановой экономике явление «общенародного предприятия», которое формально принадлежало государству, а реально управлялось менеджерами. В свою очередь, многоступенчатая корпоративная иерархия (когда крупная компания может иметь под собой 10–15 уровней дочерних структур) все более напоминает бюрократическую структуру советских отраслевых министерств – с похожими стимулами для искажения данных, передаваемых «наверх», и отсутствием у первых лиц реальной информации о том, что на самом деле происходит в их бизнесе. Подчеркнем, что эти параллели в данном случае проводятся не для российских компаний, а для глобальных корпораций, действующих на международных рынках и имеющих штаб-квартиры в Нью-Йорке или Лондоне.

Цель приведенных выше рассуждений – показать, что проблемы корпоративного управления не сводятся лишь к ложным стимулам на стороне менеджмента.

(9)

Проблема стимулов (а точнее, проблема короткого горизонта интересов) сегодня также присутствует на стороне акционеров. В этом контексте те направления совершенствования корпоративного управления, которые предпринимаются в настоящее время международным сообществом, с известной долей упрощения можно охарактеризовать как попытки реконструкции, воссоздания комплекса интересов мажоритарного собственника в условиях отсутствия самого мажоритарного собственника. Функцию представительства интересов собственника в этих условиях все более берет на себя государство, а защита этих интересов реализуется путем ужесточения и формализации регулирования взаимодействия собственников и менеджеров.

Однако подобный подход не решит проблем, выявившихся в ходе кризиса, так как регулятор не может заменить собственника. Такая постановка проблемы возвращает нас к старой дискуссии о преимуществах и недостатках разных моделей корпоративного управления. Компании с наличием доминирующего акционера скорее могут обеспечить эффективный контроль за действиями менеджмента, но на кратко- и среднесрочном горизонте они, как правило, проигрывают публичным компаниям, привлекающим более дешевые финансовые ресурсы с фондового рынка. В свою очередь, публичные компании с распыленной структурой собственности и контроля сталкиваются с возрастанием оппортунизма менеджеров («агентов») на фоне ослабления позиций акционеров («принципалов»). При этом по мере роста масштабов бизнеса все компании сталкиваются с проблемой усложнения структур внутрифирменного управления и падения их эффективности.

Иными словами, та идеальная модель корпоративного управления в рамках публичной корпорации, которая, казалось бы, сложилась в последнее десятилетие и выступала своего рода целевым ориентиром для фирм из развивающихся и переходных экономик, на самом деле не является идеальной. Данная модель наряду с достоинствами имеет свои серьезные недостатки (см. главу 2). В этом контексте мы полагаем, что и на сегодняшний день рецепты совершенствования

(10)

корпоративного управления при всей своей разумности являются промежуточными. Глобальный финансовый кризис показал необходимость поиска новых моделей организации крупного бизнеса. Ниже мы постараемся обозначить направления, в которых может идти такой поиск. Однако сначала мы охарактеризуем основные тенденции развития российского корпоративного сектора и его реакцию на кризис.

1.2. Исходная ситуация: российский корпоративный сектор в начале – середине 2000-х годов

(11)

Результаты исследований, проведенных в последние годы¹, свидетельствовали об улучшении (по формальным признакам) качества корпоративного управления в России в 2000-е годы при сохранении ряда типичных признаков российской корпорации. К ним, в частности, можно отнести: высокий уровень концентрации собственности и контроля; активное развитие корпоративной интеграции (характеризующееся большой ролью интегрированных бизнес-групп в российской экономике), «персонификацию» бизнеса.

Более детальные исследования² выявили новые тенденции в российском корпоративном секторе. Одна из них – начавшееся разделение собственности и менеджмента. Наиболее заметной эта тенденция была в рамках холдингов (бизнес-групп), которые часто включали

¹ Puffer S.M., McCarthy D.J. The Emergence of Corporate Governance in Russia // *Journal of World Business*. 2003. Vol. 38. P. 284–298; Yakovlev A. Evolution of Corporate Governance in Russia: Governmental Policy Vs. Real Incentives of Economic Agents // *Post-Communist Economies*. 2004. Vol. 16. P. 387–403; Andreff W. Corporate Governance Structures in Postsocialist Economies: Toward a Central Eastern European Model of Corporate Control? // *EACES Working Paper No 4*. May 2005; Яковлев А.А., Данилов Ю.А. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование // *Российский журнал менеджмента*. Т. 5. 2007. № 1. С. 3–34.

² Dolgopyatova T., Iwasaki I., Yakovlev A. Organization and Development of Russian Business: A Firm-Level Analysis. Palgrave Macmillan, 2009.

несколько десятков самостоятельных юридических лиц. В такой ситуации конечный собственник уже не мог лично управлять всеми принадлежащими ему активами. В результате именно бизнес-группы лидировали в привлечении наемных менеджеров на подконтрольные им предприятия.

Другая тенденция – более широкое реальное использование инструментов современного корпоративного управления. Повышение прозрачности компаний, привлечение независимых директоров, регулярные выплаты дивидендов и проведение IPO на внутреннем и международном рынках в первой половине 2000-х годов во многом воспринимались как меры, необходимые для улучшения деловой репутации российских компаний на глобальных рынках, но не затрагивающие реальные процессы принятия решений. Однако обследование 822 акционерных обществ, проведенное в 2005 году в рамках совместного российско-японского проекта¹, показало, что внедрение лучших образцов практики корпоративного управления происходило не только под воздействием имиджевых факторов или под давлением миноритарных акционеров (роль которых по-прежнему была мала). Российские компании стали шире использовать инструменты корпоративного управления для решения агентской проблемы взаимоотношений собственников и менеджеров. При этом акцент делался на внутренние инструменты: повышение роли советов директоров, внедрение систем стимулирования менеджмента в зависимости от результатов деятельности компании и т.д. Эта тенденция привела и к существенному обновлению менеджмента на крупных и средних предприятиях: кадровые изменения стали зависеть от результатов деятельности предприятий.

(12)

Названные тенденции характерны прежде всего для предприятий – рядовых членов бизнес-групп. Другими словами, российские бизнес-группы, создававшиеся во многом для защиты прав и интересов собственников

¹ Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / Под ред. Т.Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А.А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2007.

предприятий в условиях несовершенной институциональной среды, стали выступать активными проводниками лучшей практики корпоративного управления.

В целом результаты последних исследований говорят о постепенном изменении российской модели корпорации. Для российской экономики 1990-х годов был типичен феномен «переходной фирмы», которая управлялась менеджерами, не зависевшими от акционеров. Она характеризовалась крайней непрозрачностью структуры собственности, грубыми нарушениями прав акционеров, враждебностью по отношению к внешним инвесторам, а также отторжением норм и механизмов корпоративного управления¹. Эта специфическая модель корпорации уходит в прошлое. При сохранении элементов национальной специфики развитие российских компаний, функционирующих в организационно-правовой форме акционерных обществ, в середине 2000-х годов стало приближаться к классическим траекториям, типичным для стран с рыночной экономикой. Здесь можно выделить две разные модели: для крупных и средних компаний, которые объективно играют разную роль в экономике.

Модель организации бизнеса, характерная в перспективе для средних российских компаний, может быть определена как *closely held firm*² – с тяготением к концентрированной структуре собственности, ограниченным присутствием на фондовых рынках и дистанцированием от государства. Напротив, в силу особенностей политики российского государства можно было ожидать развития крупнейших компаний по модели *development firm* – с опорой на неформальные отношения с инвесторами и правительством, характерные, в частности, для стран Юго-Восточной Азии.

¹ *Kraakman R.H., Black B., Tarassova A. Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? // Stanford Law Review. 2000. Vol. 52. P. 1731–1808.*

² *Berglöf E., von Thadden E.-L. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transitional and Developing Countries // S.S. Cohen, G. Boyds (eds.). Corporate Governance and Globalization: Long-range Planning Issues. Cheltenham: Edward Elgar, 2000.*

1.3. ОСОБЕННОСТИ ПОВЕДЕНИЯ ФИРМ В ПРЕДКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД

Можно выделить ряд тенденций, характерных для всего корпоративного сектора России в период с 2006 по 2008 год:

- расширение государственного сектора за счет как увеличения объемов и видов активов государственных компаний, так и формирования новых АО с государственным участием (производственные холдинги на основе реструктуризации государственной собственности, институты развития, капитализация за счет государственных средств);

- более активное государственное стимулирование спроса в рамках закупок для государственных нужд, государственной поддержки реализации крупных инвестиционных проектов за счет средств Инвестфонда и Внешэкономбанка, формирование значимых инфраструктурных программ (Сочи, Владивосток), реализация нацпроекта по ипотеке и, как следствие, ориентация части корпораций на государственные ресурсы, приобретение для этих целей специализированных зарубежных активов;

- усиление конкурентного давления со стороны глобального рынка, толкавшее компании на увеличение масштабов бизнеса. Инструментом такого роста часто выступало приобретение новых активов через слияния и поглощения – как более простая альтернатива инновациям и технологической модернизации существующих активов;

- расширение заимствований за рубежом, увеличение долговой нагрузки;

- ужесточение ограничений для иностранных инвесторов и акционеров (закон об инвестициях в стратегически предприятия, конфликт с ВР).

Вместе с тем наблюдался ряд тенденций, специфических лишь для определенных групп компаний в рамках корпоративного сектора. Так, для крупных компаний были характерны быстрое расширение масштабов бизнеса, усложнение его организации, снижение внутренней эффективности и управляемости для собственников. Впрочем, эта тенденция была присуща всем крупным

(13)

(14)

компаниям, выходящим на глобальные финансовые рынки и претендующим на то, чтобы занять там достойное место. Но одновременно действовали и особые российские тенденции:

- усиление неформальных связей с государством (особенно после «дела ЮКОСа»). Фактически ни один крупный бизнес на российском рынке в этот период не мог существовать без «одобрения» со стороны государства;

- для многих компаний связи с государством обусловили возможность извлечения административной ренты, которая в краткосрочном периоде существенно превышала возможную отдачу от упорядочения бизнес-процессов и повышения внутренней эффективности;

- одновременно близость к государству создавала иллюзию снижения рисков и стимулировала активные заимствования (прежде всего за рубежом в силу недостаточной развитости российской финансовой системы) и проведение сверхагрессивной политики по скупке активов;

- росту внешней задолженности корпоративного сектора могла способствовать и сохраняющаяся неопределенность прав собственности¹.

В результате можно было говорить о нарастающей внутренней неэффективности крупнейших российских компаний. На фоне высоких темпов экономического роста и «доступных» денег это оставалось незаметным для внешних инвесторов и, судя по всему, не осознавалось собственниками и топ-менеджерами самих компаний.

¹ Так, по оценкам президента РСПП А.Н. Шохина, несмотря на высокую доходность инвестиций на отечественном рынке, собственники многих российских частных компаний предпочитали выводить получаемую прибыль на зарубежные оффшорные счета и вкладывать ее в заведомо менее рентабельные проекты. При этом развитие компаний в России финансировалось за счет заимствований. Тем самым компании обременялись избыточными долгами, отвечать по которым в случае перехвата контроля пришлось бы новым собственникам-захватчикам (см. стенограмму выступления А.Н. Шохина на VII Международной научной конференции ГУ-ВШЭ «Модернизация экономики и государство» на http://www.hse.ru/org/hse/conf-april_ru/2006).

В последние годы в российской экономике заметную роль стал играть средний бизнес (см. вставку 1.1). Вопреки сложившимся в экспертном сообществе представлениям, такие компании быстро росли в 2000-е годы и именно они во многом обеспечивали реальные процессы диверсификации российской экономики¹.

Вставка 1.1. Что такое крупный и средний бизнес?

Ведущий российский эксперт по проблемам крупного бизнеса Я. Паппэ считает, что крупными могут считаться компании с объемом продаж в 1 млрд долларов в год в нефтегазовой промышленности и 500 млн долларов – в остальных отраслях². Последний рейтинг «Эксперт-400» (рассчитанный осенью 2009 года по данным за 2008 год)³ замыкали компании с объемом реализации около 420 млн долларов в год.

В одной из наших предшествующих работ⁴ в качестве крупных по глобальным меркам мы рассматривали компании с годовым оборотом, превышающим 1 млрд долларов. Используя этот подход, к крупным предприятиям по итогам 2008 года в России можно было отнести 187 компаний (исходя из данных рейтинга «Эксперт-400» и среднегодового валютного курса в 2008 году на уровне 26,96 рублей за доллар).

Определение параметров среднего бизнеса в российских условиях также вызывает известные

¹ Эксперт. 2008. № 36; Семенцов С., Мурзина А., Горбань А., Туригина О. «Локомотив» российской экономики // Вопросы экономики. 2008. № 11.

² Паппэ Я.Ш., Галухина Я.С. Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993–2008 гг. М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2009. С. 22. Правда, практически тут же Я. Паппэ отмечает, что пороговое значение в 500 млн долларов в основном приходится сохранять из-за двух отраслей – машиностроения (без тракторного и транспортного) и пищевой промышленности.

³ См.: Эксперт. 2008. № 36; http://raexpert.ru/rankingtable/table_folder=/expert400/2008/main/

⁴ Яковлев А.А., Данилов Ю.А. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование // Российский журнал менеджмента. Т. 5. № 1. 2007. С. 3–34.

(15)

(16)

затруднения. Согласно Федеральному закону № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации», к средним относятся предприятия с числом занятых от 100 до 250 (ст. 4, п. 2), а соответствующим постановлением Правительства РФ значения выручки от реализации для средних предприятий определены в интервале от 400 млн до 1 млрд рублей в год. В специальном проекте «Средний бизнес» журнала «Эксперт»¹ к этой категории были отнесены компании с годовым оборотом свыше 10 млн долларов – за исключением предприятий, входящих в рейтинг «Эксперт-400». В 2006 году в России в частном секторе число таких фирм составляло около 13 тысяч, а в общей выручке от реализации всех российских компаний с оборотом свыше 10 млн долларов на них приходилось 44%.

(17)

По нашему мнению, с учетом международного опыта к средним следует относить фирмы с оборотом от 50 млн до 1 млрд долларов. Таких компаний в России в 2006 году насчитывалось немногим более 3 тысяч.

Как показало исследование журнала «Эксперт», темпы развития таких компаний были очень неравномерными. Так, примерно у четверти средних фирм (по определению журнала «Эксперт» – с объемом продаж свыше 10 млн долларов) в 2000–2006 годах, несмотря на бурный экономический рост, наблюдалось снижение реального оборота в сопоставимых ценах. Напротив, для 38,5% таких средних компаний на протяжении этого периода были характерны темпы роста в 20% в год и более (что в три раза превышало темпы роста по экономике в целом).

Эти данные согласуются с данными проекта о конкурентоспособности российской обрабатывающей промышленности, реализованного в 2005–2007 годах ГУ-ВШЭ и Всемирным банком. Анализ ситуации на микроуровне показал, что за низкими средними показателями скрываются гигантские различия в уровне и динамике эффек-

¹ См.: Виньков А., Гурова Т., Полунин Ю., Юданов А. Делать средний бизнес // Эксперт. 10 марта 2008. № 10 (599).

тивности на отдельных предприятиях¹. Так, разрыв в уровне производительности труда между 20% лучших и 20% худших предприятий в одной отрасли составляет от 10 до 20 раз в зависимости от отрасли. Лучшие 20% работают в 2,5–3 раза более эффективно, чем отрасль в среднем.

Следовательно, можно утверждать, что накануне кризиса российский бизнес характеризовался очень высокой степенью дифференциации. В его составе были как высокоэффективные компании, соответствующие международным стандартам конкурентоспособности, так и абсолютно неэффективные фирмы, которые должны были бы «умереть», но тем не менее продолжали существовать.

(18)

При этом в экономике сложился сегмент успешных средних фирм, которые в сравнении с компаниями первого эшелона отличались большей мобильностью и более высокой внутренней эффективностью. Доступ средних компаний в целом к внешним финансовым ресурсам был существенно ограничен, поэтому им были присущи более низкие показатели отношения задолженности к выручке от реализации по сравнению с крупным бизнесом. В последние годы средние компании проявляли заметную активность на рынке акций, прежде всего российском (см. вставку 1.2).

Вставка 1.2. Роль рынка акций как источника инвестиций для крупных и средних компаний в России в 2007–2008 годах

В 2007 году на фондовый рынок, проведя IPO², впервые вышли 19 корпораций, еще 10 российских корпораций осуществили последующие публичные размещения своих акций (SPO) на фондовом рынке; кроме того, публичное размещение акций на иностранных биржах провели еще 5 компаний с российскими активами³.

¹ См.: Российская промышленность на перепутье: что мешает нашим фирмам стать конкурентоспособными: доклад ГУ-ВШЭ // Вопросы экономики. 2007. № 3.

² В данном случае мы понимаем IPO в узком смысле – как первое публичное размещение акций корпорации на фондовом рынке.

³ Данилов Ю.А., Якушин А.Ф. IPO в России: Итоги 2007. WP CCMD 2008. № 1. М.: ЦРФР, 2008.

В 2008 году еще 7 корпораций провели IPO, 10 – SPO, публичные размещения акций также провели 2 иностранные компании с российскими активами¹. Столь активный вход корпораций на рынок долевого капитала позволяет дать достаточно репрезентативную его оценку с точки зрения распределения между крупными и средними корпорациями (табл. 1.1).

Хотя рынок долевого капитала более доступен самым крупным корпорациям, как следует из приведенных данных, немало средних по размеру российских компаний активно его используют в качестве источника инвестиций для динамичного развития.

Таблица 1.1.

Количество корпораций, проводивших публичные размещения акций в 2007–2008 годах

Показатель	Крупные корпорации	Средние корпорации	Отсутствуют в «Эксперт-400» (невозможно классифицировать)	Средний пакет акций
Количество корпораций, проводивших IPO	7	6	13	26
Количество корпораций, проводивших SPO	7	7	6	20
Иностранные корпорации с российскими активами	3	0	4	7
Итого	17	13	23	53

Более высокая внутренняя эффективность успешных средних фирм по сравнению с компаниями первого эшелона объяснялась обзримостью бизнеса для его собственников, меньшими возможностями использования административного ресурса, более конкурентными условиями функционирования средних компаний и их большей склонностью к инновациям. Для успешных российских средних фирм в сравнении с их зарубежны-

¹ Данилов Ю.А., Якушин А.Ф. IPO в России: Итоги 2008. WP CCMD 2009. №3. М.: ЦРФР, 2009.

ми аналогами также характерна способность быстро адаптироваться к неблагоприятным внешним условиям – включая «суровый» предпринимательский климат¹.

Вместе с тем, как показал более детальный анализ в рамках проекта журнала «Эксперт» 217 наиболее успешных средних компаний, сверхвысокие темпы их роста часто объяснялись нахождением специфических рыночных ниш с практически неограниченным спросом относительно производственных возможностей данных компаний.

В целом можно констатировать, что накануне кризиса наблюдалось относительное падение эффективности крупного бизнеса. Одновременно в российской экономике сформировался сегмент быстрорастущих средних компаний – до 20–25% общего числа фирм среднего бизнеса. Их устойчивый рост на протяжении 7 лет может рассматриваться как признак эффективности этих компаний. Но наряду с ними во втором эшелоне сохранялись низкоэффективные и среднеэффективные компании.

На наш взгляд, выходу экономики из кризиса будет прежде всего способствовать поведение крупнейших и растущих (эффективных) средних компаний. Именно те фирмы, которые смогут продолжить модернизацию производственных и бизнес-процессов и повысить свою эффективность, будут определять траектории развития российской экономики после кризиса. Однако необходимо отметить, что в группе средних компаний, стабильно и быстро развивавшихся в предкризисный период, следует различать две подгруппы. К первой можно отнести компании, которые демонстрировали высокие темпы роста благодаря нахождению новых рыночных ниш, реализации новых бизнес-идей, внедрению новых технологий и продуктов. Во вторую подгруппу входят фирмы, успех которых был основан на использовании административного ресурса. Под ним мы понимаем

¹ В этом отношении достаточно наглядным является образное выражение Л.М. Фрейнкмана, который, характеризуя особенности российских компаний на семинаре в ГУ-ВШЭ, отметил, что в отличие от других стран в России успешный средний бизнес живет и действует в режиме «диверсионного партизанского отряда». Это одновременно означает повышенную жизнестойкость и способность при необходимости «рассыпаться» и «исчезнуть».

(19)

(20)

неформальную поддержку со стороны органов власти, приводящую к ограничению конкуренции и созданию преференций для конкретных компаний (как это наблюдалось в строительной индустрии).

Различие между компаниями по размерам очевидно, но разграничение по факторам роста бизнеса является трудной задачей, в том числе потому, что на практике многие успешные компании в 2000-е годы пытались одновременно задействовать и рыночные факторы, и административный ресурс.

1.4. ОБЩАЯ РЕАКЦИЯ НА КРИЗИС В РОССИИ

(21)

Отличительной особенностью России на фоне других стран в условиях кризиса было резкое сжатие платежеспособного спроса и существенно более сильное падение промышленного производства и ВВП. Так, падение ВВП в России по итогам первых трех кварталов 2009 года составило 8,9% к аналогичному периоду прошлого года, в то время как в Бразилии за тот же период ВВП сократился на 1,2%, а в Индии и Китае наблюдался рост ВВП (на 7,5% в Индии и на 8,9% в Китае). Падение промышленного производства в России по итогам первых 9 месяцев 2009 года составило (по отношению к соответствующему периоду прошлого года) 11,1% (в Бразилии сокращение промышленного производства составило 8,3%; в Индии и Китае наблюдался рост промышленного производства – на 9,5% и на 12,3% соответственно). Ряд авторитетных мировых экспертов даже заговорили о том, что Россия начинает выпадать из «группы БРИК». По нашему мнению, одним из факторов более глубокого падения российской экономики стали особенности в поведении и мотивации крупнейших компаний, а также характер и направленность антикризисных мер правительства на начальной стадии кризиса.

Как было показано в исследованиях ГУ-ВШЭ¹, в условиях кризиса для крупных компаний во многих случаях было характерно более сложное финансо-

¹ См.: Яковлев А., Симачев Ю., Данилов Ю. Российская корпорация: модели поведения в условиях кризиса // Вопросы экономики. 2009. № 6. С. 70–83.

вое положение, возникавшее как следствие чрезмерно агрессивной политики и недооценки рисков. Имея более сложную структуру управления и статус публичных компаний, они чаще сталкивались с отсутствием у собственников адекватной информации о состоянии бизнеса и проблемами с пресечением оппортунизма менеджеров. Одновременно будучи публичными компаниями, они должны были разъяснять свои действия акционерам и инвесторам и не могли использовать все меры по повышению эффективности бизнеса, приемлемые для «закрытых» компаний. Близость к государству позволяла крупнейшим компаниям лоббировать финансовую помощь, но ее получение, как правило, оказывалось связано с дополнительными «социальными обязательствами» (поддержание занятости), что становилось препятствием для реструктуризации и повышения эффективности. Дополнительным фактором, ограничивающим стимулы к реструктуризации, выступала возросшая неопределенность прав собственности – в связи с использованием крупных пакетов акций в качестве залогов при получении кредитов (прежде всего в государственных банках).

(22)

В отличие от крупнейших фирм средние компании, рост которых был основан на рыночных факторах, скорее были готовы к жесткой реструктуризации. От них можно было ожидать реализации проектов по повышению эффективности (правда, при существенном сокращении их «временного горизонта»). Такие компании могли получить значимые стимулы к расширению экспорта, а также могли демонстрировать динамичный рост на основе импортозамещения (при условии завершения инвестиционных проектов, запущенных в начале и середине 2000-х годов). Однако в случае развития, расширения деятельности они неизбежно столкнутся в конкуренции за ресурсы с компаниями, действующими преимущественно административный фактор, как крупнейшими, так и средними, использующими связи на региональном уровне. В этом контексте можно было ожидать, что, опасаясь навязывания дополнительной «социальной нагрузки» и неэффективных контрагентов, успешные средние фирмы будут стремиться

оставаться «незаметными» в плане расширения своей деятельности.

Таким образом, крупные компании, имевшие в предкризисный период больше ресурсов для развития, опиравшиеся на формальную и неформальную поддержку государства и проводившие более «агрессивную» рыночную политику, в 2008–2009 годах столкнулись с более тяжелыми последствиями кризиса. В этих условиях они могли пойти на более жесткие меры по сокращению расходов и оздоровлению своего бизнеса, но одновременно у них была альтернатива – в виде обращения за помощью к государству. К сожалению, политика правительства, направленная в первую очередь на обеспечение социальной стабильности, не только не сдерживала, а скорее даже усиливала оппортунистические тенденции в поведении фирм. Как отмечалось в совместном докладе ГУ-ВШЭ и МАЦ «Оценка антикризисных мер по поддержке реального сектора российской экономики»¹, большинство антикризисных мер правительства были направлены на компенсацию потерь крупных компаний традиционных секторов экономики (автомобилестроение и сельхозмашиностроение, оборонно-промышленный комплекс, агропромышленный комплекс, жилищное строительство, а с учетом перераспределяемых ресурсов – также нефтегазовый комплекс). При этом средние по масштабу предприятия оказались вне зоны внимания правительства.

Прослеживался дефицит мер и ресурсов по таким направлениям, как стимулирование инноваций и технологической модернизации, поддержка высокотехнологичного экспорта, развитие конкурентной среды. Отсутствовали какие-либо значимые меры по повышению эффективности деятельности субъектов естественных монополий и крупных госкомпаний. В общем наборе реализуемых мер доминировали селективные меры промышленной политики, что обуславливало высокие риски неэффективного администрирования.

¹ Сокращенная версия доклада была опубликована в журнале «Вопросы экономики». 2009. № 5. Полную версию доклада можно посмотреть на <http://www.hse.ru/data/943/184/1241/otsenka.pdf>

В таких условиях средние компании, сохраняющие потенциал роста масштабов бизнеса и повышения эффективности, не получили достаточных стимулов для развития и выхода на новые рынки. Не имея со стороны правительства четких ориентиров на будущее, они сталкивались с высокой неопределенностью внешней среды и предпочитали занять выжидательную позицию – что стало одним из факторов усугубления кризиса и более медленного выхода из него.

1.5. ДЕЙСТВИЯ ПРАВИТЕЛЬСТВА В СФЕРЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

С декабря 2008 по июль 2009 года в России было принято 12 федеральных законов, существенно (а иногда – кардинально) изменяющих нормы в сфере корпоративного управления: собственно корпоративное управление, институты несостоятельности и реорганизации, институты защиты конкуренции и антимонопольного регулирования. Столь **радикальное обновление норм в сфере корпоративного управления в период кризиса** было связано с рядом обстоятельств.

С одной стороны, большая часть принятых законов может рассматриваться в качестве прямой реакции государства на экономический кризис. Так, законы, уточняющие регулирование отношений между кредиторами, компаниями-должниками, их собственниками, были приняты в соответствии с рядом антикризисных мер из «Плана действий, направленных на оздоровление ситуации в финансовом секторе и отдельных отраслях экономики»¹. Их разработка была связана с ужесточением финансовых ограничений на уровне компаний, усилившимися рисками неисполнения обязательств по кредитам и облигациям, стремлением создать условия для реструктуризации и оздоровления бизнеса, прежде всего крупного.

Кроме того, принятие законов в сфере антимонопольного регулирования в значительной мере связано с усилившейся в период кризиса очевидностью негативных последствий монополизации экономики, а также

¹ Утвержден Председателем Правительства РФ 6 ноября 2008 года.

(23)

(24)

стремлением регулятора в некоторых случаях получить жесткие инструменты контроля за ценами (принуждения бизнеса к выработке договоренностей по ценам) по ряду социально-чувствительных направлений.

С другой стороны, в силу общей мобилизации Государственной Думы РФ на скорейшее принятие в период кризиса законопроектов, поддерживаемых Правительством России, сложились благоприятные условия для продвижения ряда ранее внесенных и «зависших» законопроектов. В частности, были приняты три крупных законопроекта, внесенных в Государственную Думу еще в 2005 году. Это прежде всего законы, входящие в «антирейдерский пакет» и направленные на развитие и совершенствование процедур разрешения корпоративных споров. Подробный анализ данных изменений представлен в главах 5 и 7. Активизация усилий по доработке и принятию данных законов в известной мере была обусловлена ожиданиями учащения актов рейдерства, захвата корпоративного контроля в период кризиса.

Таким образом, интенсификация процессов принятия законов в сфере корпоративного управления в значительной мере была прямо или косвенно связана с реакцией государства на экономический кризис, но при этом пока **остались без внимания глобальные проблемы, связанные с корпоративным управлением:** в период кризиса продвигались либо ранее существовавшие нормотворческие наработки, либо законы, связанные с прямым реагированием на текущие кризисные проблемы.

В условиях кризиса государство в большей степени сосредоточилось на решении проблем крупных компаний и банков, в этой связи проблемы регулирования в значительной степени стали восприниматься через призму крупного бизнеса. Ряд изменений связан со стремлением государства более оперативно и эффективно реагировать на ситуацию на рынке, но опять же на основе наблюдаемых недостатков поведения крупного бизнеса, компаний в определенной отрасли.

В целом можно согласиться с экспертным мнением, что «стала очевидной проблема конфликта интересов у государства как регулятора, с одной стороны, и как активного участника рынка слияний и поглоще-

ний – с другой»¹. Правда, понимая по ряду признаков, что ухудшение качества государственного регулирования корпоративной сферы связано с тем, что узкоспециальные нормы распространяются на все субъекты хозяйственной деятельности, мы считаем, что такая «специализированность» связана с обслуживанием не только интересов государственного сектора, но и просто крупного бизнеса, а также ориентированностью на текущие проблемы без учета влияния принятых норм на развитие предпринимательского сектора на этапе посткризисного развития.

В результате **значительная часть законопроектов разрабатывалась исходя из проблем, с которыми столкнулись крупные (иногда – отдельные) компании, но при этом их действие распространяется на существенно более широкий круг хозяйствующих субъектов.** В частности, они затрагивают не только акционерные общества, но и общества с ограниченной ответственностью (далее – ООО)². Безусловно, определенная часть новых норм, касающихся ООО, связана с защитой прав собственности, улучшением их учета, процедур перераспределения. В то же время основная часть изменений, ориентированных на собственно корпоративное управление в ООО, в значительной мере заимствована из закона «Об акционерных обществах». Такая унификация корпоративного регулирования порождает вопросы о том, насколько это соотносится со свободой «конструирования» режимов, снижением издержек корпоративного управления.

Значимой также представляется проблема обеспечения исполнения законодательных норм. Даже применительно к акционерным обществам выполнение всех установленных норм реально контролируется только в отношении довольно узкого круга крупнейших компаний. В то же время применительно к ООО и проблема

¹ Радьгин А. Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы // Вопросы экономики. 2009. № 10.

² Это связано прежде всего с принятием 30 декабря 2008 года Федерального закона № 312-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации». Подробный анализ изменений в сфере регулирования ООО представлен в главе 5.

(25)

(26)

контроля за соблюдением законодательства, и проблема судебного урегулирования споров при невыполнении установленных норм выглядят многократно более значимыми в силу широчайшего круга субъектов: по состоянию на декабрь 2009 года в России насчитывалось около 196 тысяч акционерных обществ, а обществ с ограниченной ответственностью – порядка 3,2 млн.

Тем самым изменения в правовом регулировании корпоративного управления в ООО, связанные с унификацией с акционерными нормами, порождают риски нигилизма или имитации новых институтов корпоративного управления в ООО.

Некоторые из принятых законов создали предпосылки к активизации процессов перераспределения собственности крупных компаний в период кризиса. В частности, Федеральный закон от 30 декабря 2008 года № 306 «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации в связи с совершенствованием порядка обращения взыскания на заложенное имущество», с одной стороны, обеспечил существенное повышение прав залоговых кредиторов, а, с другой стороны, позволил залоговым кредиторам при реализации залога оставлять залог в своей собственности или продавать его третьему лицу без проведения торгов. Этим же законом до конца 2009 года были отменены требования об обязательном предложении выкупа акций именно для таких случаев получения крупных пакетов акций.

В данной связи можно ожидать, что процессы перераспределения собственности скорее будут связаны с повышением участия в капитале компаний крупных банков и аффилированных с ними структур.

В период кризиса получила развитие тенденция к усилению имущественной ответственности за нарушения в корпоративной сфере, распространению ответственности на лиц, входящих в органы управления обществ. Линия на «презумирование виновности» лиц, принимающих решения в компаниях, проявилась в Федеральном законе от 28 апреля 2009 года № 73 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (в части конкурсного оспаривания сделок должника), в соответствии с которым причинение кон-

(27)

тролирующим лицом вреда должнику презюмируется, а контролирующие лица должника обязаны доказывать, что действовали добросовестно и разумно в его интересах (подробнее содержание изменений см. в главе 7). Дальнейшее и многоплановое развитие этот подход получил в рамках подготовленного ФСФР России законопроекта, который определяет принципы и условия привлечения к ответственности членов органов управления хозяйственных обществ и, в частности, требует доказывать разумность и добросовестность совершенных действий.

Необходимо отметить, что предпринимательская деятельность, особенно связанная с инновациями, всегда сопряжена с высокими рисками. Если плата за принятие бизнес-решений, реализацию функций мажоритарного собственника становится неприемлемо высокой, то владельцы компаний, вероятно, будут пытаться ее избежать различными способами, в том числе разделяя формальные и реальные механизмы управления бизнесом, изыскивая пути получения административной защиты на различных уровнях власти, включая представителей государства в процессы управления бизнесом, одобрения принятых решений. Таким образом, в связи с «презумированием виновности» членов органов управления хозяйственных обществ создаются предпосылки для искусственного дробления пакетов акций, долей, для формирования «теневых» советов директоров и назначения номинальных руководителей обществ¹. Более того, данный подход может ограничить возможности принятия сложных решений, связанных с существенными рисками, и усилить стремление бизнеса получить административную защиту.

Рискованной представляется линия на расширение норм, связанных с использованием механизмов уголовной ответственности за нарушения в корпоративной сфере. Это нашло выражение в принятом по инициативе ФАС России Федеральном законе от 29 июля 2009 года

(28)

¹ На такого рода негативные эффекты эксперты обращают внимание и применительно к уголовным санкциям за нарушение антимонопольного законодательства. См.: Авдашева С., Шаститко А. Экономика уголовных санкций за нарушение антимонопольного законодательства // Вопросы экономики. № 1. 2010.

№216 «О внесении изменения в ст. 178 Уголовного кодекса Российской Федерации», последствия которого для корпоративного управления представлены в главе 6, а несколько позже – в принятом по инициативе ФСФР Федеральном законе от 30 октября 2009 года №241 «О внесении изменений в Уголовный кодекс Российской Федерации и ст. 151 Уголовно-процессуального кодекса Российской Федерации».

По нашему мнению, тренд к расширению уголовных санкций противоречит общей линии на декриминализацию законодательства (сокращение составов для уголовных санкций, отказ от их применения при условии полной компенсации ущерба). Вероятно, с позиций регуляторов, введение уголовных санкций (29) позволит более оперативно реагировать на возникающие нарушения, обеспечить более высокий уровень превентивности. Видимо, диалог с бизнесом в рамках угрозы уголовного преследования представляется регуляторам более эффективным, нежели длительное арбитражное рассмотрение споров. Понятно, что с позиций регуляторов это создает предпосылки для выработки приемлемых «правил поведения» с крупным бизнесом, но при этом открываются возможности для последующего применения жестких норм уже без связи с регулятором¹.

Оценивая в целом пакет реализованных и предлагаемых поправок к законодательству, можно заметить, что принятие столь существенных изменений в сфере корпоративного регулирования в период кризиса – это весьма резкое воздействие на практику корпоративного управления. По сути, процесс законотворчества стал опережающим по сравнению с процессами развития правоприменительной практики, адаптации всех сторон к новым нормам.

¹ В этом отношении интересен комментарий председателя правления Института развития финансовых рынков Г. Колесникова, сделанный в ходе обсуждения предварительной версии данной главы. По его мнению, реальные «правила игры» бизнесу понятны и он уже реагирует на новые потенциальные угрозы как на совершенно реальные: отдельные крупные корпорации в дополнение к имеющимся корпоративно-правовым подразделениям и службам собственной экономической безопасности уже создают специализированные подразделения правовой защиты.

Масштаб изменений бизнесом пока, видимо, не осознан, но по мере перехода к посткризисному развитию государство может активизировать свою деятельность по контролю за выполнением принятых норм, а различные стороны – по использованию новых правовых возможностей в конкурентной борьбе. В посткризисный период весьма вероятно существенное увеличение количества судебных исков, связанных с новыми нормами, при ограниченных возможностях арбитражной системы для их разрешения в силу ее перегруженности рассматриваемыми делами уже в настоящее время.

При этом можно ожидать значительного повышения спорности и неопределенности практики регулирования корпоративного управления в 2010–2011 годах. Вероятно, в отношении крупного бизнеса новые нормы (особенно в части ответственности лиц, принимающих решения в компаниях) будут применяться в рамках достаточно ясных правил игры, т. е. риски в целом будут системными. Но в отношении среднего бизнеса эти же нормы могут стать предпосылкой для усиления нецивилизованной конкурентной борьбы с использованием административного ресурса. (30)

1.6. ПРАКТИЧЕСКИЕ ДЕЙСТВИЯ ФИРМ В СФЕРЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

На действия компаний по изменению отношений корпоративного управления существенное влияние оказывали стратегии и модели их поведения, сложившиеся в предшествующий период. В этом контексте важным является своего рода дисконтирование принципов качественного корпоративного управления. В условиях благоприятной конъюнктуры на глобальных сырьевых рынках инвесторы приобретали российские акции даже при низком качестве корпоративного управления в соответствующих компаниях, поскольку высокая маржа, обусловленная сырьевой рентой, компенсировала их риски. Принадлежность компании к высокодоходным сырьевым отраслям оказывалась важнее, чем состояние корпоративного управления.

Данная ситуация приводила к тому, что при всем улучшении уровня корпоративного управления в России

оно воспринималось как своего рода излишество, являвшееся признаком хорошего тона, но не обеспечивавшее компании реальных конкурентных преимуществ. В определенной части российского экспертного сообщества даже сложилось представление о том, что глобальные проблемы корпоративного управления относительно слабо затрагивают российские корпорации.

Следствием такого подхода во многих случаях стала имитация применения стандартов корпоративного управления – при одновременном избирательном заимствовании и внедрении тех механизмов и инструментов, которые по тем или иным причинам были выгодны для топ-менеджмента или ключевых акционеров крупнейших российских компаний. В результате целый ряд проблем и «провалов» корпоративного управления наиболее остро проявился именно в российской экономике. Ярким примером в данном случае представляется воздействие системы искаженных стимулов корпоративного развития на углубление экономического кризиса в России.

Активное использование систем стимулирования менеджеров в российских корпорациях в соответствии с мировой практикой привело к тому, что в России возник дополнительный, внутренний фактор развития кризисных явлений. Неэффективность систем вознаграждений в российских корпорациях стала одним из важнейших факторов, обусловивших формирование искаженных стимулов участников процесса корпоративного развития, и привел к тому, что в числе к низкому качеству корпоративных долгов¹.

В России также сформировалась более агрессивная система стимулов к активному использованию пока-

(31)

зателя капитализации в качестве интегрального показателя эффективности корпоративного развития без учета ограничений такого использования, связанных с недостаточной эффективностью и емкостью финансовых рынков, а также невысокой долей акций компаний, находящихся в свободном обращении. Резкое выдвигание данного показателя на первый план в системе оценок эффективности корпоративного развития было напрямую связано с материальными интересами мажоритарных собственников (привлечение кредитов под залог пакетов акций; продажа части пакета и т.д.), а также с интересами менеджеров в тех компаниях, в которых права собственности «размыты» (прежде всего в корпорациях с государственным участием).

(32)

Важнейшим изменением корпоративного поведения фирм в период кризиса, по-видимому, следует считать общее снижение интереса корпораций к фондовому рынку. В значительной мере оно было обусловлено теми сигналами, которые содержались в реализуемой государством антикризисной политике и в предкризисной государственной политике.

Можно выделить четыре аспекта таких негативных (для фондового рынка) сигналов: а) высокая прозрачность корпораций может быть использована против собственников, поэтому для них снижается вероятность получить доход за счет прироста капитализации; б) для широких масс собственников по-прежнему отсутствуют эффективные институты защиты прав собственности; в) деньги от правительства получить заведомо легче и быстрее, чем на фондовом рынке, особенно в условиях кризиса; г) социальные задачи для корпораций должны быть гораздо важнее экономических, следовательно, и корпорации становятся гораздо менее интересными для инвесторов.

С учетом перечисленных обстоятельств следует признать, что поведение корпораций, акции которых представлены на фондовом рынке, в целом было достаточно адекватно для условий кризиса. Подавляющее большинство компаний приняли решения не выплачивать дивиденды. Ряд крупных холдингов осуществил выкуп акций дочерних предприятий с рынка. Предпринимаются и другие стандартные для кризисного времени действия.

¹ В данном случае под низким качеством корпоративных долгов следует понимать не столько высокий объем корпоративных заимствований (по абсолютным показателям корпоративный долг в России к началу кризиса не приблизился к опасным уровням), сколько трудности в обслуживании долга у значительного числа компаний (а для отдельных компаний – и полную невозможность обслуживания долга) в период неблагоприятных условий развития. Возникновение этих трудностей в значительной мере связано с недостаточно качественной оценкой принятых к реализации инвестиционных проектов, за счет получения доходов по которым предполагалось обслуживать долг.

В ряде корпораций начата активная работа с миноритарными акционерами. Наиболее яркими примерами в данном случае являются Сбербанк и ВТБ, осуществившие «народные IPO». В ВТБ был даже создан Консультативный совет акционеров, в который вошли наиболее известные акционеры из числа миноритариев банка. Как представляется, эти меры направлены прежде всего на предотвращение «бунта мелких акционеров», возмущенных многократным падением стоимости акций, приобретенных ими в ходе «народных IPO». Тем не менее такие меры, безусловно, способствуют повышению качества корпоративного управления.

Снижение интереса корпораций к фондовому рынку обусловлено соотношением «плюсов» и «минусов» от активного использования ими возможностей фондового рынка. В условиях кризиса привлечение средств на фондовом рынке затруднено, а в большинстве случаев невозможно, в то время как издержки, связанные с надлежащим исполнением своих обязанностей по отношению как к кредиторам, так и акционерам, не изменились в абсолютном выражении, а в сравнении с имеющимися возможностями – даже увеличились. В развитых экономиках такие издержки распределяются в рамках долгосрочного периода, значительную часть которого составляют успешные годы, когда возможно привлечение относительно недорогих финансовых ресурсов. В российских условиях значительное число корпораций ориентируются на существенно более краткосрочные перспективы, в связи с чем надлежащее исполнение обязательств для многих из них кажется неэффективным. Вот почему наиболее заметным проявлением снижения интереса к фондовому рынку является поведение значительной части корпораций на рынке корпоративных облигаций.

Второй аспект изменений так или иначе связан с теоретически ожидавшимся усилением процессов перераспределения собственности, свойственным любому кризису. Перераспределение собственности происходит, но в значительной мере в пользу государства и квазигосударственных структур. Способствовать перераспределению собственности может также продажа

(33)

крупнейшими компаниями части своих активов, в том числе для погашения долгов перед кредиторами¹. Однако в то же время заметных процессов перераспределения собственности в России с участием частных инвесторов не наблюдается, что связано с выбранными правительством приоритетами антикризисной политики. Вот почему в совокупности передел собственности, вопреки ожиданиям, имел очень ограниченные масштабы. Упор на социальную стабильность ведет к сокращению интенсивности процессов банкротств, и, следовательно, к снижению возможностей перехода собственности к более эффективным владельцам.

Следствием ограниченности процесса перераспределения собственности выступает оппортунизм в отношениях с кредиторами. В этом отношении показательны способы урегулирования дефолтов по корпоративным облигациям.

В течение первого периода урегулирования просроченных долгов по корпоративным облигациям (октябрь – декабрь 2008 года) многие российские корпорации были готовы предпринимать действия, направленные на активное предотвращение банкротства. В этот период 31% предприятий, попавших в ситуацию технического дефолта, мобилизовали все возможности для того, чтобы расплатиться по обязательствам и предотвратить полноценный дефолт, 22% – стремились избежать банкротства уже после полного дефолта путем проведения переговоров о реструктуризации обязательств, 47% – не делали ничего².

(34)

¹ По данным, приводимым руководителем Центра макроэкономических исследований ГУ-ВШЭ С. Алексашенко, внешняя задолженность российского корпоративного сектора к осени 2008 года составляла около 500 млрд долларов, из которых 200 млрд приходилось на кредиты со сроком погашения до конца 2009 года (Алексашенко С. Кризис-2008: пора ставить диагноз // Вопросы экономики. 2008. № 11).

² Расчеты были сделаны Центром развития фондового рынка на основе обработки информации об исполнении эмитентами своих обязательств, а также их действиях после технического дефолта, источниками которой выступили информационные агентства Cbonds, Московская межбанковская валютная биржа, эмитенты корпоративных облигаций и сайты раскрытия информации.

В 2009 году сначала исчезла вторая категория предприятий, затем стала активно сокращаться первая группа. В результате доля предприятий, исполнивших свои обязательства по корпоративным облигациям, находясь в ситуации технического дефолта, снизилась до 10% общего количества технических дефолтов за первые 9 месяцев 2009 года; 90% технических дефолтов 2009 года превратились в полноценные дефолты. Предложения по реструктуризации от эмитентов, допустивших дефолт, поступали до мая 2009 года, после чего прекратились.

Основным фактором изменения поведения российских корпораций стала проводимая государством политика по их спасению от банкротства. Сигнал правительства был услышан компаниями, и они существенно уменьшили свои усилия по самостоятельному уходу от банкротства. Благодаря этому росла и общая норма технических дефолтов: с 5% в октябре 2008 года до 16% в феврале 2009 года с последующим ростом до 18–26% летом 2009 года. Неисполнение обязательств по облигациям стало массовым, типовым поведением российских корпораций, многие из которых, даже имея возможность исполнить свои обязательства, предпочитают этого не делать, будучи уверенными, что власть не допустит их банкротства исходя из угрозы социальной нестабильности, которую могут создать массовые увольнения.

Снижение нормы технических дефолтов осенью 2009 года не было связано ни с какими существенными изменениями ни государственной политики, ни политики корпораций, имеющих в обращении на рынке облигации. Просто все компании, которые в силу обстоятельств или желания их собственников выбрали тактику неисполнения обязательств, в течение года ушли с рынка облигаций. Оставшиеся компании, пройдя тяжелый период и получив определенные репутационные выгоды от надлежащего исполнения обязательств, постепенно вновь возвращаются на рынок и привлекают новые облигационные займы, реализуя полученные выгоды.

Следует отметить, что на первом этапе часто используемым механизмом ухода от банкротства после дефолта была конвертация долга в собственность (конверсия долга). Как известно, существует две основные

(35)

формы урегулирования долга после дефолта – реструктуризация и конверсия¹. Среди корпораций, объявивших дефолт по облигациям в октябре – декабре 2008 года и начавших переговоры с кредиторами, половина выбрала конверсию. Вместе с тем российские корпорации вплоть до осени 2009 года не прибегали к возможностям рынка акций для спасения от банкротства. Практика IPO в этих целях достаточно широко распространена на цивилизованных рынках.

Лишь через год после начала острой фазы кризиса появились первые сообщения о готовящемся IPO компании РУСАЛ, главной целью которого выступало ослабление долговой нагрузки и соответственно спасение от банкротства. Размещение акций прошло в Гонконге в январе 2010 года достаточно успешно – в ходе его компания привлекла более 2,2 млрд долларов².

Необходимо также упомянуть о формально публичном размещении акций ОАО «Банк ВТБ», проведенном в сентябре 2009 года также с целью ослабления долговой нагрузки. Однако в реальности в ходе такого размещения 99,95% акций выкупил по закрытой подписке основной акционер – государство, еще 0,02% пришлось на прочих акционеров, воспользовавшихся преимущественным правом, и лишь 0,03% было размещено по открытой подписке «среди широкой публики»³.

Опportunизм проявляется не только в отношениях с кредиторами. Кризис мало отразился на готовности российских корпораций платить переменное вознаграждение своим менеджерам. В сочетании с отказом от выплат дивидендов такое поведение указывает на явное неравноправие

(36)

1 Подробнее см.: Данилов Ю.А. Рынки государственного долга: Мировые тенденции и российская практика. М.: ГУ-ВШЭ, 2002. С. 404–416.

2 Коммерсантъ, 25 января 2010 г. № 011.

3 Рассчитано по сообщениям о существенных фактах, связанных с процессом размещения акций ОАО «Банк ВТБ»: <http://www.vtb.ru/ir/disclosure/fact/45422/>; <http://www.vtb.ru/ir/disclosure/fact/45472/>, а также Ежеквартальному отчету эмитента (Банка ВТБ) за третий квартал 2009 года (<http://www.vtb.ru/upload/iblock/037/1000q93.pdf>).

в российской модели корпоративного управления ее различных субъектов: интересы менеджеров корпораций ставятся заведомо выше интересов акционеров, по крайней мере миноритарных. Продолжение практики выплаты в условиях кризиса переменного вознаграждения менеджерам свойственно и для государственных корпораций¹.

Таким образом, реакция компаний на кризис в целом была рациональной, но она не способствовала улучшению корпоративного управления. Скорее можно говорить о том, что возросшая неопределенность рынков, а также нестабильность и противоречивость «правил игры», задаваемых государством, приводили к сокращению горизонта интересов у ключевых участников корпоративных отношений и подталкивали их к оппортунистическому поведению.

(37)

1.7. ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЯ: СЛЕДСТВИЯ ДЛЯ ПОЛИТИКИ

В последние 15–20 лет в рамках процессов глобализации в мире наблюдалась тенденция к формированию общих принципов и стандартов корпоративного управления. Основой для этого процесса унификации служила определенная базовая модель корпоративного управления, которая предполагала рыночную оценку стоимости компаний и расширяла для них возможности привлечения внешнего финансирования через механизмы фондового рынка. Выбор именно этой модели в качестве базовой во многом был предопределен последствиями «азиатского кризиса» 1997 года, который продемонстрировал неэффективность банковского варианта мониторинга деятельности крупных корпораций-заемщиков в условиях преимущественно концентрированной структуры собственности и контроля.

Атрибутами базовой модели также считались подчеркнута рыночные механизмы регулирования взаимоотношений ключевых участников корпоративного управления, включая стимулирование менеджмента в зависи-

¹ Казмин Д. Бедные начальники // Ведомости, 16 сентября 2009 год.

мости от динамики капитализации компании на фондовом рынке, более высокую мобильность менеджмента и работников, меньшую привязку компаний к локальным сообществам – в силу глобализации их производственной деятельности. Компаниями из стран с развивающимися и переходными экономиками, а также правительствами этих стран данная модель во многом воспринималась как идеал, к которому национальные фирмы должны стремиться для того, чтобы преуспеть в глобальной конкуренции.

Нынешний кризис показал, что наряду с бесспорными преимуществами данная модель имеет свои слабые стороны. Она позволяла привлечь финансирование на более выгодных условиях и обеспечивала быстрый рост компаний. Однако одновременно эта модель усиливала противоречия между краткосрочными интересами менеджмента и долгосрочными интересами развития бизнеса – при общем ослаблении позиций крупных акционеров (в силу размывания их пакетов в ходе многократных публичных размещений).

(38)

Данные противоречия стали одним из ключевых факторов кризиса и, по нашему мнению, сегодня в сфере корпоративного управления неизбежным будет своего рода обратное движение маятника – с восстановлением интереса к старым механизмам мотивации менеджеров (материальным и нематериальным), обеспечивавшим привязку их личных интересов к долгосрочным интересам компании.

В этом ряду можно упомянуть не только политику пожизненного (или квазипостоянного) найма, в течение многих десятилетий применявшуюся ведущими японскими фирмами, но также политику «входа снизу», предполагающую для менеджеров возможность продвижения на высшие управленческие должности только после успешной работы на низших позициях (используется в Philip Morris, «МакДональдс» и ряде других крупных глобальных компаний).

Наряду с этим вероятен поиск новых механизмов включения менеджеров в состав акционеров – с созданием у них предпринимательской мотивации. Как показывает опыт, эксперименты такого рода оказываются

успешными лишь тогда, когда топ-менеджеры являются крупными акционерами и в случае падения капитализации компании им есть, что терять, а противостоящие им внешние инвесторы не обладают контрольным пакетом, но в то же время не являются миноритариями, которые без больших потерь могли бы продать свои акции на рынке. В этих условиях обе стороны оказываются вынуждены считаться с интересами друг друга. Примерами успешной реализации такого рода подходов является деятельность фонда Iozma по созданию венчурной индустрии в Израиле, а также инвестиции ЕБРР в переходных экономиках. Движение в этом направлении более вероятно для компаний, сохранивших концентрированную структуру собственности и контроля и готовых пойти на изменение модели своего развития: с ориентацией на венчурные схемы финансирования иницируемых ими новых бизнес-проектов.

(39)

Еще одно направление изменений может быть связано с повышением устойчивости компаний за счет разного рода альянсов с ключевыми стейкхолдерами не только по линии «акционеры – менеджеры», но и по линиям «акционеры – государство» и «акционеры – работники». Возможный пример такого рода – концерн «Фольксваген», который отличается нестандартными механизмами корпоративного управления (с представительством работников и региональных властей). Концерн прошел кризис намного успешнее других автомобильных компаний. Очевидно, что такие альянсы будут более затратными, но в долгосрочной перспективе они обеспечивают баланс интересов ключевых стейкхолдеров и могут стать предпосылкой для повышения устойчивости компании на фоне возросшей неопределенности рынков.

Вместе с тем необходимо сознавать, что у всех этих старых и новых механизмов взаимодействия есть обратная сторона медали. Они могут стимулировать большую приверженность менеджеров интересам компании и обеспечивать лояльность внешних стейкхолдеров, но они сложнее в управлении и требуют больших затрат, включая длительность согласования и принятия решений. Эти механизмы также оказываются менее гибкими, в особенности в ситуации, когда необходимо

принимать болезненные решения, сокращать расходы, менять поставщиков.

Финансово-экономический кризис 2008–2009 годов показал, что идеальной модели корпоративного управления не существует. И поэтому неизбежен поиск новых, более эффективных форм организации крупного бизнеса. Этот поиск будет опираться на уже существующую нестандартную практику, будет идти через эксперименты, сочетающие в себе элементы разных моделей, и с высокой степенью вероятности приведет к появлению более сложных механизмов корпоративного управления. От компаний этот процесс потребует большей гибкости и готовности к апробированию новых инструментов и механизмов корпоративного управления.

(40)

На этом глобальном фоне российские компании обладают существенной спецификой. С одной стороны, в большинстве случаев они сохранили концентрированную структуру собственности и контроля. И их сегодняшним контролирующим акционерам есть чем делиться с менеджментом, если думать о стимулах к инициативе и пр. Но в отличие от своих глобальных конкурентов российские компании существуют в качественно ином институциональном окружении. Причем вопреки сложившимся представлениям проблема, скорее всего, не в качестве российских законов как таковых, а в качестве институтов, которое страдает не только от нестабильности правил игры в чувствительных для бизнеса сферах, но и от «негостеприимности» механизма, обеспечивающего соблюдение установленных правил силами органов государственной власти. Ни одна российская компания не может гарантировать реализуемость своих долгосрочных целей, в силу постоянного изменения действующих правил игры. Для сравнения: в Китае уровень корпоративного управления не выше российского, но стабильность правил игры создает необходимые стимулы для собственников компаний и инвесторов.

Хроническая нестабильность правил игры в России проявляется в двух измерениях. На политическом уровне все чаще говорится одно («мы хотим инноваций и модернизации», «мы создаем диктатуру закона»), а делается другое (поддержка оказывается социально значимым,

но низкоэффективным компаниям, приближенным к правительству; закон применяется избирательно и не затрагивает представителей государства). На бюрократическом уровне постоянно иницируется масса новых частных изменений законодательства, которые объясняются благими целями, но по факту ведут к перманентному изменению правил игры. Результатом обеих тенденций является то, что компании не имеют возможности выстраивать долгосрочные стратегии и формировать соответствующую систему долгосрочных стимулов, если только отдельные корпорации сами не в состоянии создать для себя благоприятный режим (индивидуальными или коллективными действиями).

(41)

Проблема нестабильности правил игры не может быть решена только бизнесом. Это проблема групп интересов, действующих на стороне государства, которые должны осознать разницу между собственными краткосрочными конъюнктурно-политическими целями и долгосрочными приоритетами развития страны, а также должны поставить себя в рамки закона.

В отсутствие таких изменений и при сохранении доминирования государства в экономике для российских компаний единственным способом гарантировать себе стабильность правил игры будут дальнейшие попытки формальной и неформальной интеграции с государством в лице его отдельных представителей. При этом, поскольку Россия уже является частью глобального рынка, российские фирмы – так же, как и их зарубежные конкуренты – будут участвовать в поиске новых форм организации крупного бизнеса. Но при неопределенности правил игры это движение на уровне фирм в России будет идти медленнее, чем в других странах, и в результате мы по-прежнему будем отставать от наших конкурентов.