

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ («русские» за границей и «иностранцы» в России)

(1)

Под глобализацией мы понимаем взаимозависимость рынков и фирм разных стран. Ее проявления имеют различные последствия для национальных экономик, что ярко демонстрирует развернувшийся в 2008 году мировой финансовый кризис, переросший в конце 2008 – начале 2009 года в экономический.

В условиях открытости экономики российские компании, в первую очередь крупные, функционируют под непосредственным влиянием процессов и событий, происходящих на мировых товарных и финансовых рынках. Глобализация обладает двояким воздействием на деятельность предприятий.

Во-первых, усиливается конкурентное давление на рынках сбыта со стороны зарубежных производителей и, что не менее важно, ужесточается конкуренция за трудовые ресурсы и источники инвестирования внутри страны и за ее пределами. Глобализация выступает ограничителем роста отечественных компаний, однако в этом качестве неизбежно становится стимулом их модернизации и поиска ниши на глобальном рынке.

Во-вторых, появляются возможности по освоению новых, в том числе зарубежных товарных рынков, привлечению финансовых ресурсов, переносу производства в другие страны с более низкими издержками,

интернационализации деятельности компании. Вследствие этого глобализация рассматривается и как источник развития бизнеса.

Для владельцев и менеджеров компаний глобализация – это вызов, и ответ на него должен быть учтен в стратегии развития бизнеса и путях ее реализации, включая организацию корпоративного управления и финансирования. Глобализация двойственна не только по характеру воздействия на бизнес, но и по направлениям его вовлечения в мирохозяйственные связи. Опыт последних четырех-пяти лет свидетельствует, с одной стороны, об активной практике использования отечественными акционерными обществами внешних финансовых рынков, с другой – о расширении участия иностранных инвесторов в капитале и контроле над российскими компаниями, а следовательно, и в процедурах корпоративного управления.

(2)

В настоящей главе будут показаны последствия для корпоративного управления, вытекающие из участия российских предприятий в трансграничных сделках и соглашениях. Стимулами к развитию внутрикорпоративных отношений выступают интересы российских акционеров и топ-менеджеров компаний, зарубежных инвесторов и кредиторов. В свою очередь, эти интересы в значительной степени зависят от ряда экономических, институциональных и политических факторов.

Источниками информации для анализа тенденций последних четырех-пяти лет послужили данные статистики, материалы анкетных опросов и углубленных интервью с руководителями предприятий, обзоры информационно-аналитических и консалтинговых агентств.

2.1. ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ БИЗНЕСА В ГЛОБАЛЬНОМ КОНТЕКСТЕ

Экономические и институциональные условия мирового хозяйства, а также специфика организации бизнеса в России воздействуют на мотивы деятельности российских и зарубежных компаний. Среди глобальных экономических факторов необходимо назвать следующие:

- Усиление глобального конкурентного давления на российский бизнес, причем не только со стороны развитых стран, но и других быстро растущих экономик. Для успеха крупных компаний им необходимо превращение в глобальных игроков, что предполагает участие в сделках слияний и поглощений на мировых рынках, публичное размещение акций на зарубежных площадках. В этих условиях компании стоят перед непростой задачей поиска конкурентных преимуществ, что подталкивает их к встраиванию в транснациональные цепочки производства и созданию добавленной стоимости, поиску синергетических эффектов кооперации с иностранными партнерами, в том числе с развивающимися рынками.

(3)

- На фоне финансового кризиса и глубокого падения фондового рынка произошло сворачивание банковских кредитов. Усложняется доступ к финансовым ресурсам, удорожаются кредиты, падает цена залоговых активов, откладываются решения о размещении ценных бумаг на биржах. Уже представленные там российские компании, стоимость которых осенью 2008 года упала в 3–5 раз, и их основные акционеры в полной мере испытали на себе рыночные риски. В отличие от 1998 года эти явления затронули широкий круг компаний реального сектора.

- Состояние экономической конъюнктуры на мировых товарно-сырьевых рынках и ее проявление на российских рынках. В первую очередь речь идет о спросе на сырьевые товары, высокий уровень которого в течение нескольких лет поддерживал конкурентные преимущества и доходы крупных отечественных компаний, а потому – стремление иностранных инвесторов к участию в их капитале. Интенсивно расширялся национальный рынок товаров высокой степени переработки и услуг. К концу 2007 – началу 2008 года Россия стала одним из крупнейших европейских рынков автомобилей, одежды масс-маркет, компьютеров и информационных технологий. Большинство потребительских рынков были слабо насыщены, тогда как потенциал спроса находился на высоком уровне, что стимулировало долгосрочные интересы иностранных производи-

телей к вложениям непосредственно в нашей стране. В то же время вовлеченность в мирохозяйственные связи начиная со второй половины 2008 года ощущается уже в обратном направлении, что проявилось не только в массовом выходе иностранных (в основном портфельных) инвесторов из России, но и в сворачивании амбициозных проектов по развитию бизнеса российских компаний за рубежом.

В контексте анализа корпоративного управления необходимо упомянуть важные регулятивные предпосылки инвестирования глобального характера:

- политику национальных правительств по отношению к иностранным инвесторам, включая формальные законодательные ограничения и неформальные практики, особо значимые для России и других развивающихся рынков;

(4)

- дифференциацию условий размещения ценных бумаг на биржах и связанные с этим издержки компаний, предпринимающих первичное публичное размещение акций (IPO). В частности, ужесточение регулирования в США понизило привлекательность их фондовых площадок по сравнению с европейскими биржами.

В перспективе значимым фактором может стать превращение Москвы в один из самостоятельных мировых финансовых центров на основе развития фондового рынка. Финансовый кризис сегодня оттолкнул инвесторов и потенциальных эмитентов от фондового рынка, однако именно кризис создает предпосылки для перераспределения сил на глобальном рынке. Национальные финансовые рынки войдут в орбиту интересов существующих глобальных финансовых центров или сами должны будут стать таковыми для того, чтобы выжить. Выдвижение амбициозной задачи создания международного финансового центра в России требует целого комплекса регулятивных мер, часть которых уже содержится в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2020 года, утвержденной Правительством РФ в декабре 2008 года. Предложенные меры должны обеспечить привлекательность российского рынка по сравнению с конкурирующими площадками других развивающихся рынков не только для иностран-

ных инвесторов, но и для эмитентов. Стратегия предполагает, что к 2020 году доля иностранных ценных бумаг в обороте российских бирж достигнет 12%¹.

Третья группа факторов – институциональные условия в России, существенные для развития бизнеса и национального, и входящих на российские рынки зарубежных компаний:

- общие условия предпринимательства, включая длительные административные процедуры организации предприятия, нечестную конкуренцию со стороны местных производителей с использованием административного ресурса, широкое распространение неформальных (но не обязательно коррупционных) практик во взаимодействии с органами власти, специфику выстраивания отношений с трудовыми коллективами. Все это отпугивает потенциальных иностранных инвесторов, плохо представляющих реальные правила ведения бизнеса и зачастую по-прежнему преувеличивающих роль криминализованных механизмов и предвзятость государственных органов по отношению к «чужакам».

- политические риски иностранных инвесторов, обусловленные действиями исполнительных органов власти разного уровня, особенностями судебной системы, зависимой от них.

- риски ущемления прав собственности. Крупные акционеры зачастую сталкиваются с угрозами полной или частичной потери бизнеса (снижение стоимости, перехват контроля, враждебное поглощение, фактическая национализация), за которыми стоят государственные структуры или компании-конкуренты (о чем более подробно см. в главе 6). Права миноритариев в условиях высококонцентрированной акционерной собственности часто нарушаются даже при соблюдении «буквы закона». Эти риски значимы как для российских, так и для иностранных инвесторов. Однако последние

(5)

¹ Сегодня же, согласно оценкам Всемирного экономического форума, Россия находится на 36 месте в кумулятивном рейтинге уровня финансового развития, хотя в целом выглядит не хуже своих основных «соперников» в Восточной Европе. (См. Бочкарева Т., Кудинов В. Суровый климат // Ведомости, 10 сентября 2008 года. С. Боб.)

оценивают их выше, в том числе из-за плохого представления о правилах ведения бизнеса.

Очевидно, что интересы российских и иностранных инвесторов обусловлены не только экономическими факторами (эффективное вложение свободных средств, выигрыши на поле глобальной конкуренции, привлечение более дешевых ресурсов), но и институциональными рисками. Поиск путей их смягчения также способствуют интеграции отечественного и зарубежного бизнеса.

2.2. Российские компании за рубежом: последствия для корпоративного управления

(6)

Для развития корпоративного управления особое значение имеют два направления деятельности российских компаний за рубежом: инвестиционная экспансия, в том числе на рынках корпоративного контроля, и корпоративное финансирование бизнеса¹.

2.2.1. Корпоративное финансирование и интересы бизнеса

За последние пять-шесть лет крупные компании существенно активизировали деятельность на мировых финансовых рынках. Их стратегии привлечения финансовых ресурсов на фондовом рынке поначалу включали размещение еврооблигаций. Затем, в 2005 году, начался бум публичного размещения акций на зарубежных биржах, прежде всего на Лондонской фондовой бирже (таблица 2.1)². В 2004 году прошло пять размещений

¹ Участие только в производственной деятельности за рубежом также расширяется, но его последствия неоднозначны. Например, распространившийся уже в ряде отраслей перенос производства в Китай не имеет столь существенного значения для корпоративного управления: речь идет о размещении заказов на небольших предприятиях или создании филиалов. Другое дело, когда в производственных целях приобретаются предприятия в развитых странах, в этом случае инвестиции влияют на корпоративное управление (см. г.2.3).

² Как мы уже отмечали, требования по листингу на LSE более либеральны по сравнению с биржами США, особенно NYSE. Так, за последние годы на NYSE свои бумаги разместила только компания «Мечел» в 2004 году.

на сумму 620 млн долларов (0,1% ВВП), а в 2005 году – уже 13 на сумму 4,55 млрд долларов (0,6% ВВП), причем в основном за рубежом. Меры ФСФР по поддержке национального фондового рынка снизили долю стоимости акций, приходящихся на зарубежные площадки, но она (как и доля в числе размещений) по-прежнему выше, чем внутри России. Среди компаний, вышедших на зарубежные биржи с наиболее крупными объемами акций в 2006–2007 годах (свыше 900 млн долларов), следует упомянуть «Роснефть», Банк ВТБ, Группу ПИК, «Северсталь», «Комстар – Объединенные Телесистемы», Магнитогорский металлургический комбинат, Трубную металлургическую компанию, «Уралкалий». Налицо преобладание европейских бирж; за последние три года только две компании вышли на NASDAQ («Голден Телеком» и «СТС Медиа»).

(7)

Активность российских АО стала заметной частью функционирования европейских бирж: в 2007 году среди всех интернациональных IPO на их площадках 9% количества и 43% стоимости пришлось на российские компании. Самое крупное публичное размещение – выход на Лондонскую биржу Банка ВТБ. Из пяти крупнейших интернациональных размещений три приходилось на Россию (помимо ВТБ, Магнитогорский металлургический комбинат и Группа ПИК)¹. Недаром Всемирный экономический форум по частному критерию IPO поставил Россию на 6-е место².

В целом, по данным ReDeal Group³, состоялось около 100 публичных размещений, причем на последние пять лет приходится две трети. А из их числа примерно две трети компаний разместили акции на зарубежных площадках.

Что касается облигаций, то корпоративные еврооблигации выпускали в 2000-е годы в общей сложности около 170 эмитентов. В настоящее время обращаются облигации

¹ IPO Watch Europe. Review of the Year 2007. PricewaterhouseCoopers, 2008.

² Бочкарева Т., Кудинов В. Суровый климат // Ведомости, 10 сентября 2008 года. С. Боб.

³ <http://www.offering.ru/market/member/emitent/>

примерно 120 эмитентов (из них в публичном обращении – еврооблигации 9 компаний, среди которых АЛРОСА, АФК «Система», «Норильский никель» и др.)¹.

Таблица 2.1

Размещение обыкновенных акций российских компаний на биржах

Индикаторы российского рынка IPO/SPO	2005	2006	2007	I полугодие 2008
Всего проведено размещений, единиц	13	23	25	13
Стоимостной объем рынка, млн долл.	4551	17743	23634	1922
Доля стоимости размещений в ВВП, %	0,6	1,8	2,76	0,24
Доля стоимости акций, торгуемых на зарубежных биржах, % ^a	94 (94)	64 (61)	56 (56)	65 (46)
Доля размещений, проведенных на зарубежных биржах, % ^a	Н.д.	73 (61)	56 (56)	69 (54)

(8)

^a В скобках – Лондонская фондовая биржа.

Источник: данные ReDeal Group по проекту «IPO и частные размещения в России»/Offerings.ru, представлены на <http://www.offerings.ru/rusIPO/> и в Обзорах первичного публичного размещения акций в России за периоды: январь–декабрь 2007 года, январь–июнь 2008 года.

Крупнейшим источником финансирования корпоративного сектора стали заимствования у иностранных банков, их объем бурно рос с начала 2006 года и к осени уже превысил 200 млрд долларов. По данным ЦБ РФ, в конце третьего квартала 2008 года долги достигли 510 млрд, из них 40% – краткосрочные займы².

Интересы российских компаний обусловлены не только доступом к более дешевым финансовым ресурсам, но и стремлением обрести признанную оценку бизнеса и в перспективе повысить его капитализацию (в том числе для последующей продажи). Размещение даже небольшой порции ценных бумаг за рубежом улуч-

¹ По материалам информационного агентства Сбондс.ру на конец 2008 года; списки эмитентов представлены на сайте агентства <http://www.cbonds.ru>

² Алексащенко С. Кризис-2008: пора ставить диагноз // Вопросы экономики. 2008. № 11. С. 25–37.

шает имидж компании как «проверенного» партнера, соблюдающего установленные правила и требования регулятора рынка. Объявление о намерениях выйти с публичным размещением акций часто служит дополнительной рекламой компании. Недаром, по оценкам разных аналитических агентств и экспертов, обычно количество заявлений о планируемом IPO в 1,5–2 раза превышало реальное число состоявшихся размещений за год. Особенно это было характерно для 2005–2007 годов, то есть задолго до начавшегося кризиса. Мотивы расширения экспорта, участия в международных тендерах также стимулируют выход на мировые финансовые рынки (так, о подобной роли еврооблигаций упоминал в интервью экспертам ГУ-ВШЭ топ-менеджер крупного машиностроительного холдинга).

(9)

В то же время публичное размещение акций не всегда приводит к расширению инвестирования в саму компанию, во многих случаях средства направляются на погашение полученных ранее кредитов или приобретение других активов. Зачастую размещения акций осуществлялись не за счет дополнительной эмиссии, а за счет продажи части пакета крупного акционера: в таких случаях доходы поступали лично продавцу, который принимал решение об их использовании. Аналогичным образом, кредитные сделки часто заключались в расчете на перекредитование, а полученные средства также использовались для приобретения других активов и предприятий в России или за рубежом¹.

¹ Расширение кредитования за рубежом слабо отразилось на структуре источников инвестиций в основной капитал в 2000-е годы. По данным Росстата, доля вложений за счет кредитов зарубежных банков составила от 0,6% до 1,6% (максимум зафиксирован в 2006 году). Доля эмиссии акций и облигаций (в данном случае – суммарно на российских и зарубежных биржах) в инвестициях составила от 0,4% до 3,4% (максимум также наблюдался в 2006 году). (См. Инвестиции в России 2007. Статистический сборник. М.: Росстат, 2007. С. 43; Социально-экономическое положение России в январе 2008 года. М.: Росстат, 2008. С. 168–169). В то же время это расширение коррелировало с резким увеличением объема сделок слияний и поглощений, в том числе проводимых российским бизнесом за рубежом (см. 2.2.2).

2.2.2. Инвестиции корпораций за рубежом: масштабы и мотивы бизнеса

Инвестиционная экспансия российского бизнеса вышла далеко за пределы страны. Сводные данные Росстата о прямых инвестициях, направленных за рубеж (рис. 2.1), демонстрируют существенный рост их объема в 2007 году по сравнению с 2000 годом: они выросли в 24 раза, при этом взносы в капитал увеличились почти в 30 раз. За 2008 год (по сравнению с 2007 годом) прямые инвестиции за рубеж продолжали расти почти в 2,4 раза, хотя портфельные – упали более чем в 4 раза. Объем накопленных инвестиций составил на конец 2007 года более 32 млрд долларов США, но почти половина осела на Кипре и Виргинских островах. В 2008 году объем направленных за рубеж прямых инвестиций составил 21,8 млрд долларов. В итоге на конец 2008 года объем накопленных инвестиций вырос почти до 54 млрд долларов, из них прямые инвестиции составили почти 60%, а все портфельные вложения – 0,5%¹.

(10)



Рис. 2.1. Динамика прямых инвестиций, млн долларов США

Источник: данные Росстата.

¹ См. Инвестиции в России 2007. Статистический сборник. М.: Росстат, 2007. С. 175; Иностранные инвестиции в 2007 году // Статистический бюллетень. 2008. № 3 (143). С. 32–33; Об иностранных инвестициях в 2008 году. Оперативная информация Росстата. Росстат, 2009; Основные показатели инвестиционной деятельности в 2008 году. Оперативная информация Росстата. Росстат, 2009.

Если в 1990-е годы капиталы в основном оседали в оффшорах, то в 2000-е годы они стали возвращаться в Россию, а также вкладываться в покупку предприятий и акций за рубежом. Среди основных приобретателей значатся «Северсталь», «Норильский никель», ЛУКОЙЛ, РУСАЛ, Альфа-Групп, Евраз Групп, «Газпром-нефть» и многие другие, в том числе и компании «второго эшелона».

Все исследователи отмечают быстрый рост рынка слияний и поглощений с участием российских компаний. По данным KPMG и PricewaterhouseCoopers (PWC), Россия – крупнейший среди восточно-европейских стран рынок M&A, занимающий более 70% регионального рынка, и в 2007 году – 2,7% мирового рынка. Всемирный экономический форум по частному критерию активности на рынке слияний и поглощений поставил Россию на 18-е место¹.

Различные аналитические материалы, при некотором расхождении в оценках (таблица 2.2), убедительно свидетельствуют о неуклонном росте рынка M&A, увеличении количества и стоимостного объема сделок по приобретению российскими компаниями активов за рубежом (это же относится и к обратному процессу – приобретению предприятий иностранными инвесторами, на котором мы остановимся в разделе 2.3.1)². Подчеркнем, что указанные тенденции относятся к периоду, в рамках которого кризисные явления еще не проявляли себя в полной мере.

По данным KPMG, объем сделок слияний и поглощений с участием российских компаний достиг в 2007 году 130 млрд, из них 48,5 млрд пришлось на трансграничные сделки. Их доля выросла с 31% в стоимостном объеме рынка в 2005 году до 37%. Доля сделок по приобретению зарубежных активов составила почти 18–20% по стоимости и 13% по числу сделок. Если в 2005–2006 го-

¹ Бочкарева Т., Кудинов В. Суровый климат // Ведомости, 10 сентября 2008 года. С. Боб.

² Небольшие расхождения объясняются различиями методологий учета и круга анализируемых сделок, поскольку возможно отнесение их к разным годам. Информация о продажах также не всегда доступна.

(11)

дах рынок рос примерно на 50% в год, то в 2007 году – в 2 раза. При этом за два года объем сделок по покупке иностранных активов российскими компаниями вырос в 2,7 раза. В стоимости сделок преобладают покупки компаний в Западной Европе и Северной Америке.

По оценкам PWC, в 2007 году рынок M&A вырос по сравнению с 2005 годом в 3,3 раза, несмотря на некоторое уменьшение количества сделок. Доля трансграничных сделок в их общем числе составила треть, причем вес сделок по приобретению иностранных активов российскими фирмами – девятую часть.

Таблица 2.2

Характеристика рынка слияний и поглощений с участием российских компаний

(12)

Индикаторы сделок слияний и поглощений	PWC		KPMG		
	2006	2007	2005	2006	2007
Общее число сделок, в том числе при покупке:	1210	941	505	817	855
– российских компаний иностранными	186	206	Н.д.	Н.д.	126
– иностранных компаний российскими	102	103	Н.д.	Н.д.	115
Стоимостной объем сделок, млрд долл., в том числе при покупке:	111	179	40,5	64	130
– российских компаний иностранными	Н.д.	Н.д.	4,3	Н.д.	25,4
– иностранных компаний российскими	Н.д.	Н.д.	8,5	13	23,1

Источник: Рынок слияний и поглощений в России в 2005 году. М.: KPMG, 2006; Четверть пирога досталась среднему бизнесу: Рынок слияний и поглощений в России в 2007 году PricewaterhouseCoopers, 2008; Рынок слияний и поглощений в России в 2007 году. М.: KPMG, 2008.

Специальный проект ReDeal Group по слияниям и поглощениям в России характеризует динамику количества и стоимости сделок слияний и поглощений. Он показывает рост стоимостного объема сделок по приобретению российскими компаниями иностранных предприятий, который достиг своего максимума в 23,3 млрд долларов в 2007 году и начал снижаться в 2008 году, хотя в процентном отношении доля трансграничных сделок

практически не изменилась – на уровне 40% от общей стоимости сделок (рис. 2.2).

Основные мотивы российских приобретателей зарубежных активов различны и обусловлены экономическими и институциональными причинами:

1) развитие профильного бизнеса: получение плацдарма для завоевания зарубежных рынков и опыта работы в рыночных экономиках (последнее обычно более характерно для средних компаний);

2) расширение бизнеса: выстраивание интегрированной транснациональной компании, ее укрупнение с увеличением доли на рынке;

3) стремление крупных акционеров к диверсификации активов, в том числе по юрисдикциям для страхования от рисков потери собственности.

(13)



Рис. 2.2. Основные индикаторы российского рынка слияний и поглощений

Источник: Данные ReDeal Group по проекту «Слияния и поглощения в России»/Mergers.ru

2.2.3. Влияние на корпоративное управление

Выход российских компаний на внешние финансовые рынки ведет к позитивным последствиям для практики корпоративного управления. Размещение ценных бумаг

требует соблюдения правил, задаваемых регуляторами биржевой торговли, которые за рубежом, особенно в США, более жестки. Как свидетельствуют аналитические обзоры Standard&Poor's, присутствие акций компании на зарубежных площадках по сравнению с фирмами, торгуемыми только на российских биржах, улучшает организацию внутрикорпоративных отношений, включая состав совета директоров, повышает степень раскрытия информации (вставка 2.1).

Как правило, при выдаче кредитов банки также чувствительны к соблюдению стандартов корпоративного управления и отсутствию корпоративных конфликтов. Здесь уместно привести пример ОАО «МХК „ЕвроХим“», которая, будучи непубличной, имеет позитивные международные рейтинги, в частности высокий рейтинг корпоративного управления Standard&Poor's (6,7 по национальной шкале). Компания не только раскрыла своих владельцев, но и постоянно совершенствует отчетность по МСФО, развивает практику внутреннего аудита, оценки работы менеджмента, корпоративной социальной ответственности. Отчет компании за 2007 год был признан вторым по уровню качества в России, обогнав в этом плане многие публичные корпорации. В составе совета директоров более половины членов – независимые директора, в нем образовано три комитета (по аудиту, стратегии, корпоративному управлению и кадрам). Компания и ранее привлекала кредиты за рубежом, выпускала еврооблигации. Стремление к повышению качества корпоративного управления помогло даже в условиях кризиса в ноябре 2008 года привлечь синдицированный кредит девяти зарубежных банков в 1,5 млрд долларов на благоприятных условиях.

(14)

Заинтересованность в привлечении иностранных инвестиций на фондовых рынках подталкивает российские компании к избавлению от непрофильных активов, рационализации формальной структуры владения капиталом.

Процедуры покупки предприятий или пакетов акций за рубежом часто требуют разрешения государственных уполномоченных органов и/или акционеров поглощаемых компаний. Эти процедуры предполагают

прозрачность формирования и легитимность доходов, раскрытие информации об акционерах (бенефициарах) фирмы-приобретателя. Принимающие решения лица чувствительны к репутации компании, соблюдению норм корпоративного управления, особенно к дивидендной политике и использованию международных стандартов финансовой отчетности.

Хозяйственная деятельность за рубежом ставит перед российским бизнесом задачи не только адаптации менеджмента к рыночным условиям, но и освоения стандартов ведения дел и практик корпоративного управления в дочерних фирмах в странах-реципиентах, что способствует также распространению этих практик в материнских компаниях. Кризис становится серьезной проверкой менеджмента компаний – владельцев зарубежных фирм на умение наладить отношения с профсоюзами и другими участниками управления акционерными обществами (стейкхолдерами) в условиях неблагоприятной экономической конъюнктуры.

(15)

Вставка 2.1. Корпоративное управление в компаниях, разместивших свои акции на зарубежных биржах

По данным Standard&Poor's¹, в 75 крупных публичных компаниях, вошедших в исследование 2007 года, примерно пятую часть членов совета директоров составили независимые директора, тогда как в 34 из этих корпораций, торгуемых на зарубежных биржах – треть. В основной массе российских АО, по данным опросов ГУ-ВШЭ и других организаций, удельный вес голосов независимых директоров в среднем не превышает 4–5%.

В 2006 году² рост информационной прозрачности крупнейших российских компаний происхо-

¹ Портрет совета Директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления. М.: Standard&Poor's, 2007.

² Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2006 году: скромные успехи на фоне всеобщего стремления к IPO. М.: Standard&Poor's, 2006.

дил за счет соблюдения требований регуляторов биржевой торговли. Обзоры Standard&Poor's¹ в 2007 и 2008 годах наглядно показали, что расчетный индекс транспарентности наиболее высок в компаниях, чьи бумаги представлены на биржевых площадках США: в 2007 году он был равен 76 для двух торгуемых на NASDAQ компаний и 72 – для пяти фирм, представленных на NYSE. Средний индекс для компаний, торгуемых в США, составил в 2008 году 75. Для компаний, вышедших на основную площадку LSE, индекс достиг 63 в 2008 году (в 2007 году он равнялся 60). По предприятиям, чьи акции размещены на российских биржевых площадках, он был равен всего 50.

(16)

Примеры отдельных компаний из этих обзоров также свидетельствуют, что выход на зарубежные биржи повышает индекс их прозрачности. Например, появление компании «СТС Медиа» на NASDAQ в 2007 году сразу же поставило ее на 3-е место в рейтинге информационной прозрачности (в 2006 году она даже не анализировалась), а в 2008 году она вышла на 1-е место. Компания «Мечел» до размещения акций в США имела оценку на уровне 29, а затем – на уровне 70. Такие предприятия, как Магнитогорский металлургический комбинат и «Северсталь», продемонстрировали, что выход на площадку LSE (ранее они котировались на российских биржах) повысил рейтинг их прозрачности на 12 и 2,5 процентных пункта. В 2008 году был зафиксирован значимый рост прозрачности у двух эмитентов конца 2007 года – ОАО «Уралкалий» и Торговой сети «Магнит».

Разместившая свои глобальные депозитарные расписки на Лондонской бирже компания НОВАТЭК активно внедряет процедуры оценки качества менеджмента, включая систему ключевых показателей эффективности, нацеленную на повышение стоимости

¹ См. Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2007 году: значительные изменения в десятке лидеров. М.: Standard&Poor's, 2007; Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2008 году: незначительный прогресс на фоне резкого снижения количества IPO. М.: Standard&Poor's, 2008.

бизнеса. Компания демонстрирует высокую социальную ответственность, участвуя в благотворительных и социальных программах, экологических проектах, добровольно представляет соответствующую отчетность широкому кругу лиц. В совете директоров компании из девяти членов семь – независимые директора, в том числе зарубежные специалисты, привносящие международные стандарты ведения бизнеса.

2.3. Иностранные инвесторы в российских компаниях и практика корпоративного управления

(17)

2.3.1. Интересы бизнеса и масштабы присутствия

Данные Росстата по реальному сектору¹ свидетельствуют о быстром росте прямых иностранных инвестиций в 2000-е годы (см. рис. 2.1). По сравнению с 2000 годом их объем увеличился в 2007 году в 6,3 раза, а взносы в капитал выросли почти в 14 раз. Портфельные инвестиции в акции и паи увеличились в 56 раз. Правда, в середине 2008 года началось стремительное падение, которое нашло отражение, например, в обвале индексов ММВБ и РТС практически в 4 раза. Поступление прямых иностранных инвестиций в 2008 году немного сократилось по сравнению с 2007 годом – на 3%, причем взносы в капитал выросли более чем на 7%, но портфельные инвестиции в акции и паи упали в 3,6 раза. Если объем накопленных иностранных инвестиций на конец 2007 года в целом составлял 220,6 млрд долларов, то на конец 2008 года, несмотря на кризис, достиг 264,6 млрд долларов. Вес оффшорных стран (Кипр, Люксембург и Виргинские острова) в этом объеме – около 38%. В накопленных вложениях на конец 2008 года прямые инвестиции

¹ Статистика учитывает те по происхождению российские капиталы, которые возвращаются в страну, как иностранные инвестиции. Данные Росстата следует воспринимать с этой оговоркой. Результаты обследований ближе к реальности: руководители предприятий – респонденты обычно говорят о зарубежном бизнесе.

составили более 46%, из них взносы в капитал – почти 37%, а портфельные инвестиции – 2,1%¹.

Для характеристики банковского сектора мы используем данные Банка России², показывающие увеличение иностранного участия. Так, доля нерезидентов в совокупном уставном капитале банковской системы возросла с девятой части в конце 2005 года до четверти на 1 января 2008 года. Банки, контролируемые иностранным капиталом, обладают более 17% активов банковского сектора. За два года количество организаций с участием нерезидентов возросло со 136 до 202 (число организаций с более чем 50% участием нерезидентов – с 52 до 86), составив почти 16% от общего числа кредитных структур.

(18)

Два основных механизма вложения капиталов зарубежными инвесторами: открытые организованные рынки или прямые сделки российских и зарубежных партнеров – создают разные последствия для корпоративного управления. Фондовый рынок уже продемонстрировал высокую зависимость от мирового кризиса. Прямые сделки менее подвержены финансовым потрясениям и колебаниям конъюнктуры, в их основе лежат долгосрочные интересы, потому они продолжают даже в период кризиса (например, приобретение 10% акций КАМАЗа компанией Daimler Trucks). Для российских акционеров сотрудничество с иностранными инвесторами необходимо для лучшего освоения требований зарубежных рынков и последующего выхода на них, получения передовых технологий производства и управления, а не только инвестиций³. Зарубежные

¹ См. Инвестиции в России 2007. Статистический сборник. М.: Росстат, 2007. С. 151; Об иностранных инвестициях в 2008 году. М.: Росстат, 2009; Россия в цифрах 2008. Статистический сборник. М.: Росстат, 2008. С. 430.

² Информация о кредитных организациях с участием нерезидентов на 1 января 2008 года. М.: Банк России, 2008; Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2007 году. М.: Банк России, 2008.

³ По данным Росстата, в 2000-е годы даже предприятия с иностранным участием получали не более четверти инвестиций за счет вложений из-за рубежа. (См. Инвестиции в России 2007. Статистический сборник. М.: Росстат, 2007).

инвесторы объективно заинтересованы в прибыльных секторах и внутреннем ненасыщенном товарном рынке, что стимулирует и стратегические, и портфельные вложения. Иностранным предпринимателям необходима кооперация с российскими партнерами для быстрой адаптации к институциональным условиям российской экономики, где выше роль неписанных правил и неформальных отношений, чем в развитых странах. Эта кооперация помогает получить доступ на российский рынок, воспользоваться связями российских акционеров и топ-менеджеров с региональными и местными администрациями, переложив на них тяготы преодоления административных барьеров и коррупционных соглашений, социально-культурных различий. Недаром опрос Консультативного совета по иностранным инвестициям в 2007 году показал, что фактор высокого внутреннего спроса вышел на первое место в оценках уже действующих в России и потенциальных иностранных инвесторов – его отметили 90% респондентов. При этом риски инвестирования в Россию выше оцениваются потенциальными иностранными инвесторами, а не теми, кто уже имеет соответствующий опыт¹.

Приведенные ранее данные о рынке слияний и поглощений (см. таблицу 2.2) также показывают возрастающую роль иностранных инвесторов. Стоимостной объем сделок по приобретению ими российских компаний увеличился, по данным KPMG, почти в 6 раз в 2007 году по сравнению с 2005 годом. Доля сделок с участием иностранных инвесторов достигла, по разным оценкам, от 15% до 22% числа сделок и пятой части в их стоимости. По данным структурного обследования Росстата², иностранное участие в капитале российских акционерных обществ (средневзвешенное по объему уставного капитала) превысило на конец 2006 года 12%.

¹ Российская промышленность на этапе роста: факторы конкурентоспособности фирм/Под ред. К. Р. Гончар, Б. В. Кузнецова. М.: Вершина, 2008. С. 391–392.

² Структура и основные показатели деятельности организаций (без субъектов малого предпринимательства) за 2006 год (по данным структурного обследования). М.: Росстат, 2008.

(19)

Два представительных опроса ГУ-ВШЭ позволяют точнее оценить среднее владение иностранными инвесторами¹. На них в промышленности приходится до 4% обыкновенных акций всех АО (таблица 2.3), а в секторе связи – 22%. Иностранные акционеры чаще встречаются в крупных компаниях, где среднее число занятых почти в 2 раза больше; в компаниях, разместивших на фондовых биржах свои акции или облигации; в АО, входящих в бизнес-группы и холдинги.

Таблица 2.3

Оценка иностранного участия в капитале АО

Индикаторы иностранного участия	Опрос-1 ^а	Опрос-2
АО с иностранным участием, %, в том числе:	14,1/12,0	8,0
– с пакетом обыкновенных акций до 25%;	8,0/6,7	2,9
– свыше 25 и до 50%;	2,4/2,0	1,3
– более 50%.	3,7/3,4	3,9
Доля обыкновенных акций, принадлежащих иностранным акционерам в выборке, % уставного капитала	4,6/4,0	3,6
Количество обследованных (ответивших) АО	703/644	700

^а В числителе – по всей выборке, в знаменателе – только по промышленности. Источник: опросы ГУ-ВШЭ.

(20)

2.3.2. Акционерные общества с иностранным участием и практика корпоративного управления

Судя по эмпирическим данным, АО с иностранным участием действительно отличается более высокой инвестиционной активностью и вниманием к совершенствованию

¹ Опрос-1 проведен совместно ГУ-ВШЭ и Университетом Хитоцубаши (Токио) в 64 регионах России в 2005 году и охватил руководителей 822 АО с численностью занятых более 100 человек в промышленности и связи. В опросе участвовали более 100 АО, чьи акции или облигации торгуются на биржах. Опрос-2 (совместная работа ГУ-ВШЭ и Всемирного банка 2005–2006 годов) включал 709 АО обрабатывающей промышленности с численностью занятых свыше 100 и менее 10 тыс. человек в 49 регионах страны. Различия итогов опросов объясняются разными размерами и отраслевым составом выборок, наличием в одной из них большого числа АО, вовлеченных в биржевые торги.

менеджмента, что подтверждает реализацию интересов российских владельцев (вставка 2.2). В них активно совершенствуется практика корпоративного управления. Для этих компаний в той же мере характерны две базовые черты, которые были выявлены в первом докладе Национального совета по корпоративному управлению¹: высокая концентрация акционерного капитала и наличие контроля доминирующего акционера. Но именно здесь респонденты – руководители почти в два раза чаще выражали желание снизить уровень концентрации капитала в будущем (21% против 11% в остальных компаниях).

В АО с иностранным участием существенно чаще наблюдалась также отмеченная в докладе НСКУ тенденция отхода крупных акционеров от непосредственного участия в управлении с привлечением наемного топ-менеджмента. Например, в ОАО «МДМ-Банк» владелец крупнейшего пакета акций в 77% не принимает участия в исполнительном управлении. Подобное формальное отделение управления от владения, как показано в работе авторского коллектива ГУ-ВШЭ и Университета Хиточубаши (Япония)², способствует профессионализации управления и стимулирует акционеров к использованию внутрикорпоративных механизмов для контроля над деятельностью исполнительного менеджмента.

Вместе с тем условия кризиса в принципе временно тормозят действие данной тенденции в российских АО. Владельцы из числа основателей бизнеса имеют богатый опыт управления в нестабильных условиях. Материалы РосЭксперта говорят о том, что в 2008 году из 500 крупнейших компаний в 62 произошла замена первого руководителя, причем большинство замен было произведено в IV квартале, то есть в начале кризиса; при этом заметной чертой стало возвращение крупных акционеров к оперативному управлению³. Основные акционеры вновь занимают позиции топ-менедже-

(21)

¹ Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск 1. М.: НСКУ, 2008.

² Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития/Под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2007.

³ Мальхин М. Назад к рулю/Ведомости, 13 февраля 2009 года.

ров в своих компаниях (так, к руководству РУСАЛом вернулся О. Дерипаска) или возглавляют советы директоров (например, А. Абрамов в Evraz Group). В кризисной ситуации в некоторых компаниях и банках иностранные топ-менеджеры заменяются на российских представителей («Райффайзен банк», «МДМ-Банк»).

Вставка 2.2. Особенности деятельности АО с иностранным участием

Опросы ГУ ВШЭ показали, что среди АО с иностранным участием:

– экспортировали свыше 10% выпуска 35–43% АО против 20% остальных АО;

– импортировали в производственных целях сырье и материалы в 1,4 раза больше компаний, чем среди остальных;

– оценили объем своих инвестиций как значительный почти 64% респондентов против 37% остальных, причем они чаще других АО привлекали такие источники финансирования, как банковские кредиты и средства иностранных инвесторов.

При наличии иностранных акционеров чаще встречаются компании, отличающиеся вниманием к стратегии бизнеса, его модернизации и профессиональной подготовке управленцев. По данным опроса-1, они активней вводили новые мощности, внедряли новые технологии и проводят сертификацию по международным стандартам; согласно опросу-2, лидировали во внедрении IT-технологий и автоматизации управления, в методах стратегического планирования и управления поставками, шире использовали аутсорсинг, бизнес-консультантов.

В АО с иностранным участием топ-менеджмент обычно ставит и реализует более амбициозные цели развития. В них чаще приглашают управленцев с профильным образованием и опытом работы в зарубежных фирмах. Эти компании и прямо привлекают зарубежных специалистов на позиции менеджеров и неисполнительных директоров, которые приносят специфические знания и навыки, полученные в условиях

(22)

рыночной экономики, владеют технологиями управления, в том числе корпоративного¹.

Таблица 2.4

Инструменты и практики корпоративного управления в АО с иностранным участием (АО_ИН)

Показатели развития КУ	АО_ИН	Другие компании
Состав совета директоров, % от общего количества голосов		
Менеджеры	26,9	50,1
Рядовые работники, представители профсоюза	1,1	6,0
Органы власти всех уровней	7,7	4,8
Представители крупных внешних акционеров	47,1	29,5
Представители миноритарных внешних акционеров	5,8	4,3
Независимые директора	11,3	5,1
Обновление органов управления обществом (2001–2004 годы) и другие индикаторы корпоративного управления, доля в %		
АО, возглавляемые наемными топ-менеджерами	34,4	27,7
АО, полностью или значительно обновившие совет директоров	53,6	29,7
АО, в которых произошла смена директора (председателя правления)	52,6	36,3
АО, в которых произошла смена председателя совета директоров	60,2	45,4
АО с сильным влиянием совета директоров на ключевые решения	72,9	64,4
АО, регулярно (ежегодно) выплачивающие дивиденды	40,6	23,9
АО, привлекающие независимых директоров	40,6	14,7
АО, прошедшие через внутрикорпоративные споры	25,8	26,5
АО, согласующие ключевые решения компании с влиятельными стейкхолдерами	52,2	36,6
АО, имеющие аудитора из другого региона, международного аудитора	64,6	25,1
АО, где заседания совета директоров проходят чаще, чем раз в квартал	53,2	39,8

(23)

(24)

Источник: данные опроса ГУ-ВШЭ.

По эмпирическим данным (таблица 2.4), компании с участием иностранных инвесторов при схожем уровне концентрации собственности демонстрируют су-

щественные различия в практике внутрикорпоративных отношений. В АО с иностранным участием состав совета директоров и его деятельность больше соответствуют передовым стандартам корпоративного управления. В советы чаще привлекаются независимые директора, их доля в среднем в 2 раза выше, тогда как в остальных АО большинство мест принадлежит менеджменту, что затрудняет функцию мониторинга его деятельности. Совет директоров – наиболее влиятельный орган управления, его роль и частота заседаний выше при наличии в компании иностранных инвесторов. В качестве примера можно привести Группу «Илим», где восемь мест в совете директоров на паритетной основе поделены между представителями стратегического инвестора – американской компании International Paper и российских акционеров. Подобный состав совета директоров предполагает принятие решений на базе практически полного консенсуса, что требует тщательной подготовки вопросов, выносимых на обсуждение.

Присутствие иностранных акционеров способствует развитию механизмов контроля топ-менеджмента. В АО с участием зарубежного капитала собственники более склонны к активному обновлению состава совета директоров и высших руководителей, а также управленческих команд (например, в них в полтора раза чаще полностью или значительно обновляется состав руководства финансово-экономических служб и производственных подразделений). Эти АО также отличает более регулярная выплата дивидендов, привлечение внешнего аудитора в лице признанных международных компаний или фирм из других регионов, большая склонность к согласованию решений с влиятельными участниками (в первую очередь с органами власти разного уровня и трудовыми коллективами).

АО с иностранными акционерами не более других подвержены внутрикорпоративным конфликтам, но предпочитают цивилизованные способы их разрешения. Оказалось (опрос-1), что руководители этих компаний существенно чаще входят в предпринимательские союзы и ассоциации: в 77% случаев против 55% в остальных фирмах. Эти руководители в 1,7–2 раза чаще назвали

¹ Мальхин М. Судьба иностранца // Ведомости, 4 сентября 2008 года. С. А07.

преимуществом членства в бизнес-ассоциациях участие своих компаний в разработке законодательства на федеральном и местном уровнях (участвует 30% предприятий), а также в выработке новых правил ведения бизнеса (участвует 24%) в областях, тесно связанных с корпоративным управлением. Респонденты в АО с иностранным участием также выше оценивали суды как инструмент для разрешения споров (опрос-2).

Особенно наглядно отличия в составе и деятельности совета директоров при наличии иностранных инвесторов демонстрируют примеры из практики крупных российских компаний, причем как публичных, так и фактически частных. Так, ОАО «ТГК-1», имеющее блокирующего акционера в лице финского концерна Fortum (менее 26% акций), – одно из немногих российских энергетических предприятий, получивших рейтинг корпоративного управления Standard&Poor's. В состав совета директоров (всего 11 членов), при котором создано пять комитетов, входят три представителя блокирующего акционера и еще два независимых директора. При этом решения совета директоров принимаются квалифицированным большинством, что обеспечивает иностранному акционеру право вето. ОАО «ТГК-1» после реорганизации РАО «ЕЭС» продолжало совершенствовать внутренние процедуры корпоративного управления и информационную политику, что позволило ММВБ в мае 2008 года перевести ее обыкновенные акции из котировального списка «Б» в котировальный список «А» второго уровня.

Другой пример – ОАО «МДМ-Банк», входящий в четверку крупнейших российских частных банков. Банк является непубличной структурой, имеет контролирующего российского акционера, который владеет 77% акций, но в то же время проводит политику внедрения современных стандартов корпоративного управления в первую очередь в деятельности совета директоров. Остальные акции принадлежат трем иностранным физическим и юридическим лицам (в их числе Международная финансовая корпорация с 5% акций), которые имеют богатый опыт организации банковской деятельности и инвестирования. Совет директоров состоит из

(25)

семи членов, не участвующих в исполнительном руководстве, из них трое – представители миноритарных иностранных акционеров, а еще двое – независимые директора с высокой репутацией в деловом сообществе. При совете действуют три комитета (по аудиту и рискам, стратегии, назначениям и вознаграждениям), в которых большинство мест принадлежит независимым директорам и представителям иностранных акционеров. Это способствует поддержанию баланса интересов между мажоритарным акционером и миноритариями. В итоге банк имеет высокий национальный рейтинг корпоративного управления Standard&Poor's – 6,9.

Пример АКБ «Росбанк», в котором мажоритарным акционером стала группа Société Générale, также демонстрирует постоянное внимание к развитию системы внутреннего контроля, соблюдению правил профессиональной этики, зафиксированных в соответствующем кодексе банка, совершенствованию деятельности совета директоров. В составе совета действуют четыре комитета, рассматривается возможность создания новых временных или постоянных комитетов, принято положение о вознаграждениях.

Наряду с результатами опроса, материалы интервью с руководителями компаний демонстрируют, какие тактики избирают иностранные акционеры для участия в управлении АО. С одной стороны, они прибегают к технологиям корпоративного управления. Например, посредством давления на российских крупных собственников, в том числе через СМИ, они пытаются обеспечить рабочее взаимодействие между разными группами акционеров, постоянно контактируют с менеджментом на предмет раскрытия информации, добиваются введения официально не утверждаемой отчетности по международным стандартам для внутренних нужд, предлагают в совет независимых директоров. С другой стороны, они прибегают к дополнительным соглашениям с российскими владельцами, позволяющим поддержать баланс сил (более подробно об акционерных соглашениях см. главу 8). Наряду с паритетом в системе владения (собственность 50:50 присуща не только ТНК-ВР, подобным образом она устроена и в некоторых

(26)

средних предприятиях), используются обязательства предоставления дополнительной информации именно зарубежным акционерам, регулярная ротация первых исполнительных руководителей, в том числе достижение договоренности о назначении своего пользующегося доверием директора или иного зарубежного специалиста высокого ранга.

2.4. ОЦЕНКА ПОСЛЕДСТВИЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ДЛЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Взаимные экономические интересы российских и зарубежных предпринимателей и инвесторов стимулируют глобализацию операций и отношений собственности, оказываются в целом сильнее существующих политических и институциональных рисков и, более того, отчасти способствует их преодолению. Проявления глобализации непосредственным образом отражаются на практике корпоративного управления и деятельности менеджмента российских компаний.

(27)

Вместе с тем текущий кризис существенно повлиял и может в перспективе влиять на трансграничные операции и финансирование бизнеса. Уже очевидно, что финансовый кризис стал сильным испытанием на прочность сделок по приобретению активов. Крупные российские компании в условиях резкого удорожания заимствований, высокого уровня накопленной задолженности иностранным банкам и падения стоимости своих активов приостановили экспансию капиталов за рубеж. Более того, многие компании вынуждены избавляться от иностранных активов, особенно непрофильного характера. Так, компании РУСАЛ, задолжавшей кредиторам, по разным оценкам, 25–30 млрд долларов, пришлось продать 10% в международном строительном гиганте – немецком Hochtief, а также 25% в канадской компании Magna, производящей автокомпоненты. На повестке дня – продажа 25% акций австрийского строительного концерна Strabag. Другой пример: «Евраз Групп С. А.» продала «Трубной металлургической компании» 49% акций в уставном капитале NS Group – североамериканского производителя труб для того, чтобы зарезервировать средства для об-

служивания долга в 2009 году. Компания «Вымпелком» объявила о замораживании своих проектов по слияниям и поглощениям, в том числе за рубежом. Компания «Норильский никель» заморозила развитие ряда своих зарубежных проектов: приостановлено строительство нового завода в Ботсване, законсервирован ряд рудников в Австралии (проекты LionOre).

Иностранные портфельные инвестиции в акции российских предприятий также резко упали. Что касается прямых инвестиций в покупку предприятий, то здесь пока сохраняется статус-кво и есть примеры приобретения активов российских компаний. Сделки заключаются, хотя, естественно, их стоимость падает. Наряду с уже упомянутой сделкой по приобретению акций КАМАЗа можно назвать инвестиции в алкогольную промышленность (например, покупка американскими фирмами и фондами прямых инвестиций акций ЗАО «Группа компаний „Русский Алкоголь“»), в страховой и банковский бизнес (например, приобретение скандинавским банком Nordea 17,7% акций АБ «Оргрэсбанк», покупка нидерландской компанией Eugeko российской страховой компании «Оранта»). Продолжает свои проекты в России канадский производитель автокомпонентов Magna. Более того, российские компании, вынужденные идти на сокращение бизнеса, ищут покупателей среди иностранных инвесторов. Зачастую на объявленные возможные продажи откликаются именно иностранные компании. По данным деловых изданий, предполагается продажа акций одного из крупнейших отечественных фармпроизводителей – холдинга «Верофарм» (входит в группу ОАО «Аптечная сеть 36,6») немецкому фармхолдингу Stada Arzneimittel или фондам прямых инвестиций. К акциям «Седьмого континента» проявляет интерес французская ритейловая сеть Carrefour. Норвежский концерн StatoilHydro начал постепенную скупку АЗС в Санкт-Петербурге. В этом контексте стоит отметить, что непубличные компании могут оказаться в относительном выигрыше – их оценка падает, но не столь радикально, как акции на российском рынке.

(28)

Некоторые последствия кризиса для корпоративного управления носят опосредованный характер и свя-

заны с нарастанием протекционистского уклона в деятельности Правительства России и правительств других стран, который уже сказался на объемах международной торговли. Введение мер прямого регулирования для поддержки отечественных производителей (пошлины, квоты, субсидии для потребителей), очевидно, снижают уровень конкуренции, дестимулируют тем самым инновации и инвестиции, а значит, и использование инструментов корпоративного управления. Вместо них более активными становятся лоббистские усилия. Однако проведение подобных мер с учетом интересов зарубежных компаний, развернувших производство в России (как это было сделано для поддержки спроса на автомобили), может сохранить стремление иностранных инвесторов к продолжению прямых капиталовложений. Что касается аналогичных мер других стран, то вряд ли они окажут сегодня существенное влияние на российский бизнес вследствие преимущественно сырьевого характера отечественного экспорта.

Девальвация национальной валюты как способ получения экспортерами конкурентных преимуществ выглядит более опасной по своим последствиям для России. Она позволяет получить выигрыш экспортерам, но одновременно может еще более существенно исказить рыночные стимулы. Это означает, что компании, зависимые от импортных поставок сырья и оборудования (в первую очередь это развивающийся бизнес «второго эшелона»), окажутся в сложном положении. В то же время именно эти компании можно рассматривать как резерв повышения качества корпоративного управления в России. Глобализация рынков раздвигает рамки ресурсных ограничений российских компаний. Наряду с доступом к рынкам, инвестициям и кредитам возникают каналы привлечения квалифицированного управленческого труда, передачи навыков и технологий менеджмента и корпоративного управления, опыта работы в развитых рыночных экономиках.

В целом глобализация оказывает позитивное влияние на практику корпоративного управления. Под воздействием регуляторов зарубежных фондовых площадок, а также дисциплинирующей роли иностранных

(29)

инвесторов, менеджеров и неисполнительных (независимых) директоров расширяется использование стандартных инструментов. Деятельность компании по размещению ценных бумаг, приобретению активов или получению банковских кредитов за рубежом, а также усилия по продвижению экспорта требуют внимания к соблюдению правил корпоративного управления. Демонстрация лучших образцов практики отдельными фирмами с иностранным участием и компаниями, проводящими публичное размещение акций, постепенно способствует изменению поведения других предприятий, распространению передовых внутрикорпоративных стандартов и расширению использования в России общепринятых в рыночных экономиках институтов – судов, площадок деловых ассоциаций.

Открытие национальной экономики неизбежно ведет к принятию компаниями системных рисков, что наблюдается на примере разнообразных последствий финансового кризиса. Одни связаны с трансляцией рисков на фондовый рынок и в итоге – с дискредитацией идеи публичного размещения акций. Российские компании сворачивают планы по публичному размещению, что, безусловно, тормозит и совершенствование корпоративного управления. Вторая группа последствий связана с рисками крупных зарубежных заимствований, сокращением и удорожанием кредитов российских банков, а также последующим неизбежным витком перераспределения акционерной собственности, который начался в конце 2008 года.

В контексте совершенствования корпоративного управления меры государства по смягчению последствий кризиса могут сыграть роль антистимула, возвращая в хозяйственную практику надежды на субсидирование издержек неэффективного менеджмента, использование инструментов неплатежей и бартера. Еще одним последствием кризиса уже стали факты нарушений прав миноритарных акционеров при сделках купли-продажи акций.

Положительным для российской экономики должно стать извлечение отечественным бизнесом уроков из кризиса, в частности повышение внимания

(30)

компаний к финансовому менеджменту, к управлению рисками. В перспективе, по мере преодоления кризиса, ограниченные финансовые ресурсы достанутся более прозрачным компаниям с хорошей репутацией. Не исключено, что в бизнес может прийти поколение более эффективных собственников и управленцев.

В целом, краткосрочные последствия финансового кризиса для состояния корпоративного управления в России стоит оценить как негативные, тогда как в средне- и долгосрочной перспективах проявятся оздоровляющие, положительные эффекты при условии, если антикризисные меры правительства не приведут к долгосрочному искажению стимулов и другим негативным распределительным эффектам.

(31)