

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И СОВЕТЫ ДИРЕКТОРОВ В РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЯХ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ

(1)

Александр Муравьев¹

Роль российской металлургии в структуре ВВП невелика – около 5%, но очень важна, поскольку от металлургии зависят три базовые отрасли экономики: промышленность, строительство и топливно-энергетический комплекс, которые в совокупности дают 58% ВВП. Коммерсантъ, приложение «Металлургия» №74 от 25 апреля 2019 года, с. 4.

Металлургическая отрасль играет существенную роль в отечественной экономике и является одной из ее ключевых отраслей в международном разделении труда. По производству и экспорту стали, стальных труб

¹ Муравьев Александр Александрович, PhD, доцент департамента экономики Школы экономики и менеджмента Санкт-Петербургского филиала НИУ ВШЭ.

и металлической продукции, равно как никеля, алюминия, меди и платиноидов, Россия занимает одно из первых мест в мире и, будучи крупным игроком, способна влиять на ситуацию на мировом рынке.

Отрасль представлена предприятиями разных размеров и организационно-правовых форм, в основном зарегистрированных и ведущих производственную деятельность только в России, но также и несколькими компаниями с зарубежной юрисдикцией со значительными производственными активами вне границ России (например, United Company RUSAL plc)¹. Отрасль сильно интегрирована – многие компании, как публичные, так и непубличные, являются дочерними структурами крупных холдингов (в их числе ПАО «Мечел» и ОАО «Уральская горно-металлургическая компания» – УГМК). К крупнейшим компаниям черной металлургии относятся ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат», EVRAZ plc, ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат», ПАО «Северсталь», АО «ХК «МЕТАЛЛОИНВЕСТ», ПАО «Мечел», ПАО «Трубная металлургическая компания». Среди компаний цветной металлургии выделяются United Company RUSAL Plc, ПАО «Норильский никель», ПАО «ВСМПО-АВИСМА», холдинг «УГМК» – ведущие производители алюминия, никеля, металлов платиновой группы, титана и меди.

(2)

Отрасль имеет ряд особенностей, существенных с точки зрения корпоративного управления. Во-первых, для нее в целом характерна очень высокая интеграция в мировую экономику – большинство крупных предприятий ведут активную экспортную деятельность, некоторые имеют существенную производственную базу за рубежом. Более того, примерно полтора десятилетия назад многие крупные компании отрасли осуществили выход на международные фондовые рынки путем выпуска американских или глобальных депозитарных расписок (АДР/ГДР). Во-вторых, для отрасли характерна высокая концентрация собственности, в том числе

¹ В конце сентября 2020 года компания РУСАЛ изменила юрисдикцию с острова Джерси (владение Британской короны), став резидентом специального административного района на острове Октябрьский (Калининградская область).

вследствие интеграции многих производителей в рамках холдинговых структур, а менеджмент, как правило, тесно связан с контролирующими собственниками компаний. В таких условиях одной из важнейших задач корпоративного управления становится защита миноритарных акционеров¹. В-третьих, существенной с точки зрения корпоративного управления является и высокая доля осязаемых активов в компаниях отрасли, что при прочих равных условиях облегчает мониторинг и контроль по сравнению с фирмами, в которых доминируют нематериальные активы². Наконец, в металлургии практически отсутствует государственная собственность, в отличие от целого ряда других отраслей отечественной экономики, от нефтедобычи/переработки до банковского сектора³.

(3)

Настоящая глава посвящена корпоративному управлению, в особенности вопросам формирования и функционирования советов директоров, в российских компаниях черной и цветной металлургии. Наибольший интерес представляют публичные компании (ПАО) – именно в них наиболее вероятны конфликты между акционерами и менеджерами, равно как и между разными группами акционеров, что обуславливает важную роль системы корпоративного управления, в том числе советов директоров как ее ключевого звена. Основные задачи главы:

а) подробный анализ корпоративного управления и советов директоров в российских публичных компаниях металлургического сектора на начало 2020 года;

б) анализ динамики ключевых индикаторов за последние 10 лет;

в) сопоставление советов директоров металлургических компаний с советами директоров публичных нефинансовых компаний других секторов, в том числе в динамике.

¹ Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance // Journal of Finance. 52 (2). P. 737–783.

² См., например: Klapper, L.F., Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets // Journal of Corporate Finance. 10 (5). P. 703–728.

³ Росстат (2019). Промышленное производство в России – 2019 // Росстат. Москва.

1.1. Выборка и данные

Металлургическая промышленность России представлена предприятиями самых разных организационно-правовых форм от ООО до ПАО и включает как головные предприятия, так и холдинговые структуры типа «УГМК», объединяющей несколько десятков предприятий металлургии. К российским компаниям также традиционно относят зарегистрированные за рубежом (и подчиняющиеся иностранному корпоративному законодательству) компании, существенная часть бизнеса которых находится в России, например Polymetal International plc и EVRAZ plc. Размер предприятий отрасли также сильно варьируется. Очевидно, что в условиях такого разнообразия предприятий практики их корпоративного управления и, в частности организация и деятельность советов директоров, будут существенно различаться. Например, зарегистрированные за рубежом юридические лица не подпадают под требования Федерального закона от 26 декабря 1995 года №208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее – Федеральный закон «Об акционерных обществах»), в частности в отношении размера и состава советов директоров и раскрытия информации; компании, акции которых не котируются на Московской бирже, не связаны ее критериями листинга¹; а российские компании, не являющиеся ПАО, не обязаны представлять отчеты о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления, принятого в 2014 году². (4)

Поэтому попытка дать сколь-нибудь целостную картину корпоративного управления всей металлургической отрасли России сталкивается со значительными сложностями. С учетом того факта, что вопросы корпоративного управления наиболее актуальны для

¹ Правила листинга ПАО «Московская биржа». Утверждены наблюдательным советом ПАО «Московская биржа» 21 января 2020 года (протокол №18) <https://fs.moex.com/files/257/33873>

² См.: Письмо Банка России от 10 апреля 2014 года №06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления» и Письмо Банка России от 17 февраля 2016 года №ИН-06-52/8 «О раскрытии в годовом отчете публичного акционерного общества отчета о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления».

публичных компаний, акции которых котируются на фондовой бирже, объектом анализа в настоящей главе будут *зарегистрированные в России публичные компании металлургической промышленности, акции которых обращаются на Московской бирже.*

Формальная процедура построения выборки выглядит следующим образом. За основу взят список компаний, акции которых торговались на Московской бирже на начало каждого года из десятилетнего периода – 2011–2020 годы¹. Из него отобраны компании с основным кодом ОКВЭД (первые две цифры) 24, указывающим на металлургию. К полученному списку добавлены крупнейшие торгуемые компании металлургии, которые по тем или иным причинам показывают иной код ОКВЭД, но при этом входят в Отраслевой индекс металлов и добычи Московской биржи². Это ПАО «Мечел», МТЛР (с кодом ОКВЭД 64 – вложения в ценные бумаги) и ПАО «Полюс», PLZL (с кодом ОКВЭД 70 – консультирование по вопросам управления). Далее в список добавлено ПАО «Трубная металлургическая компания», TRMK, данную компанию, несмотря на «неметаллургический» код ОКВЭД (64 – деятельность холдинговых компаний) и отсутствие в Отраслевом индексе металлов и добычи Московской биржи, традиционно относят к крупным торгуемым компаниям металлургического сектора.

(5)

В сформированном списке представлены две компании, зарегистрированные за рубежом, акции которых обращаются на Московской бирже: Poly-metal International plc (POLY) и United Company RUSAL plc (RUAL). Не будучи российскими юридическими лицами, они не подчиняются отечественному корпоративному законодательству, включая процедуры раскрытия информации. Поэтому указанные компании исключены из дальнейшего анализа.

Наконец, из сформированного списка были исключены те компании, акции которых обращались

¹ Список компаний, акции которых обращались на Московской бирже, доступен на ее сайте <https://www.moex.com/ru/listing/securities.aspx>

² Информация об индексе доступна по ссылке <https://www.moex.com/ru/index/МОЕХММ>

на Московской бирже (были в ее листинге) менее пяти лет за последнее десятилетие. Таковых насчитывается 10 компаний, а акции большинства из них котировались на бирже только в самом начале 2010-х годов¹.

В итоге в выборке представлены 18 компаний со 172 наблюдениями (компания/год). Акции всех компаний котировались на Московской бирже в 2013–2018 годах. В 2011 году число торгуемых компаний составляло 13, а в 2012 и 2019–2020 годах – 17. Полный список компаний выборки представлен в таблице 1. Отметим также, что основная производственная деятельность ПАО «Южуралникель» была остановлена на неопределенный срок с декабря 2012 года на основании протокола совета директоров от 17 декабря 2012 года. Тем не менее акции компании остаются представленными на Московской бирже и по сей день.

(6)

¹ Это ОАО «Чусовской металлургический завод» (СНМЗ), ОАО «Первоуральский новотрубный завод» (РНТЗ), ОАО «Русский алюминий» (RUSAL), ОАО «Синарский трубный завод» (СНТЗ), ОАО «Среднеуральский медеплавильный завод» (СУМЗ), ОАО «Северский трубный завод» (СВТЗ), ОАО «Таганрогский металлургический завод» (ТАМЗ), ОАО «Выксунский металлургический завод» (ВСМЗ), а также весьма специфический по профилю (производство ядерного топлива, относящегося к ОКВЭД 24) ПАО «Машиностроительный завод» (МАСЗ).

Тикер МБ	Полное наименование	Сокращенное наименование	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Всего
MTLR	ПАО «Мечел»	Мечел	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
NLMK	ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат»	НЛМК	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
PLZL	ПАО «Полос»	Полос	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
RUSP	ПАО «Русполимет»	Русполимет	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
TRMK	ПАО «Трубная Металлургическая Компания»	ТМК	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
UNKL	ПАО «Южно-Уральский никелевый комбинат»	Южуралникель	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	8
VSMO	ПАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА»	ВСМПО-АВИСМА	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Всего			13	17	18	18	18	18	18	18	17	17	172

* Список компаний отсортирован по тикеру Московской биржи. Число 1 на пересечении названия компании и года наблюдения означает, что компания в соответствующем году входит в выборку, число 0 – не входит. В нижней строке представлено общее число наблюдений по годам, в правом столбце – общее число наблюдений отдельных отдельных компаний.

Для целей сравнительного анализа была также сформирована дополнительная выборка российских нефинансовых компаний, акции которых обращались на Московской бирже в 2011–2020 годах, за исключением компаний металлургии (тех, что вошли в основную выборку, описанную выше)¹. Эта выборка более вариативна по составу, в разные годы в нее попадает от 167 до 268 компаний. Общее число компаний, попавших в дополнительную выборку, составляет 329, а общее число наблюдений – более 2000.

Основным источником данных являются годовые и ежеквартальные отчеты компаний, а также информация из базы данных СКРИН².

(9)

1.2. Основные аспекты корпоративного управления в металлургических компаниях

В основной выборке представлены 10 предприятий черной металлургии и трубной промышленности и 8 компаний цветной металлургии. Размер предприятий (измеряемый выручкой от реализации) сильно варьируется. Крупнейшими по объему выручки в 2019 году были ПАО «Норильский никель», ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат» и ПАО «Северсталь», реализовавшие продукции более чем на 500 млрд руб., а среди компаний с наименьшей выручкой – ОАО «Каменск-Уральский завод по обработке цветных металлов», ПАО «Электроцинк» и ПАО «Южно-Уральский никелевый комбинат», годовая выручка которых не превысила 10 млрд руб. (таблица 2). Таким образом, металлургические компании, акции которых обращаются на Московской бирже, существенно гетерогенны по размеру.

¹ Исключены банки, страховые компании и прочие компании, относящиеся к финансовому сектору. Это традиционное ограничение, связанное с особенностями регулирования упомянутых секторов и спецификой их финансовой отчетности. С обзором корпоративного управления в российских банках можно ознакомиться: Шпренгер, К., Тодорович, С. Корпоративное управление в крупнейших российских банках // Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск XI. Москва. 2019. С. 19–59.

² Адрес в сети Интернет – www.skrin.ru

Таблица 2. Основные характеристики компаний выборов*

Тикер МБ	Наименование	Выручка 2019, млрд руб. **	Котир. список	АДР / ГДР	Привилег. акции	УК/УО	Правление, чел.	Соблюдение Кодекса***
GMKN	Норильский никель	878,1	1 уровень	АДР 2004	нет	нет	12	61-17-1
NLMK	НЛМК	683,2	1 уровень	ГДР 2005	нет	нет	9	67-11-1
CHMF	Северсталь	528,0	1 уровень	ГДР 2006	нет	УО с 2015	нет	67-12-0
MAGN	ММК	489,7	1 уровень	ГДР 2007	нет	нет	14	74-2-3
TRMK	ТМК	308,5	1 уровень	ГДР 2006	нет	нет	7	74-5-0
MTLR	Мечел	296,6	1 уровень	АДР 2004	да	нет	7	61-16-2 (2019)
PLZL	Полюс	257,8	1 уровень	АДР 2006	нет	нет	нет	70-8-1
CHER	ЧТПЗ	192,3	3 уровень	-	нет	нет	нет	51-19-9
CHMK	ЧМК	112,4	3 уровень	-	нет	УО с 2012	нет	37-18-24
VSMO	ВСМПО-АВИСМА	105,4	2 уровень	-	нет	нет	нет	52-17-10
CHZN	ЧЦЗ	33,8	нет (2 – 2017, 3 – 2018)	ГДР 2006, прекр. 2018	нет	УО с 2019	8, ликв. 2020	н/д
AMEZ	Ашинский металлургический завод	27,1	2 уровень	-	нет	нет	нет	52-21-5
IGST	Ижсталь	20,3	3 уровень	-	да	УО с 2012	нет	13-35-31
KMTZ	КМЗ	14,8	3 уровень	-	да	нет	нет	н/д
RUSP	Русполмет	12,9	3 уровень	-	нет	нет	нет	19-41-19
KUNF	КУЗОЦМ	7,9	3 уровень	-	нет	нет	3	59-4-16
ELTZ	Электроник	1,1	3 уровень	-	нет	нет	нет	н/д
UNKL	Южуралникель	0,2	3 уровень	-	нет	нет	нет	16-25-38

* В этой и последующей таблицах компании упорядочены по размеру (выручка от реализации в 2019 году).

** По данным консолидированной отчетности (при наличии). Суммы в долларах США пересчитаны в рубли по среднему курсу рубля 64,73 RUR/USD.

*** Соблюдение рекомендаций Кодекса корпоративного управления определяется с помощью 79 индикаторов. Первым из трех чисел идет количество позиций, которые соблюдаются полностью, вторым – соблюдаются частично и третьим – не соблюдаются.

Выход на фондовые рынки. Размер компаний выборки оказывается тесно связанным с их политикой в отношении листинга акций на российском и международных фондовых рынках. В выборке представлены семь компаний, имеющих листинг первого уровня на Московской бирже, две компании с листингом второго уровня и восемь компаний, акции которых относятся к третьему (внесписочному) уровню. Акции ПАО «Челябинский цинковый завод» с 2019 года не котируются на бирже, но до 2017 года входили в листинг второго уровня, а в 2018 году относились к третьему уровню. Среди компаний выборки семь вышли на зарубежные фондовые рынки путем выпуска АДР или ГДР – это те компании, которые входят в листинг первого уровня Московской биржи. Еще один эмитент, ранее реализовывавший программу ГДР, – ПАО «Челябинский цинковый завод» – прекратил ее в 2018 году.

(11)

Информация об уровне листинга компаний чрезвычайно важна в свете требований, выдвигаемых Московской биржей к компаниям-кандидатам на включение в котировальные списки первого и второго уровней. Например, обязательным для таких компаний становится наличие нескольких независимых директоров и комитета по аудиту в структуре совета директоров. Компании, выходящие на международный фондовый рынок, как правило, сталкиваются с дополнительными требованиями, касающимися практик корпоративного управления, в частности раскрытия информации.

Структура собственности. Существенным для понимания организации корпоративного управления, формирования и деятельности советов директоров является вопрос о структуре собственности и контроля, включая вовлеченность компаний в бизнес-группы¹. Это ключевой фактор, поскольку он определяет стимулы и возможности основных действующих лиц – акционеров, менеджеров, потенциальных инвесторов компаний – реализовывать свои интересы. Хорошо известно, что совершенно разные проблемы корпоративного

¹ Долгопятова, Т.Г. (2007). Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирическое свидетельство) // Вопросы экономики. (1). С. 82–97.

управления возникают при распыленной структуре собственности с множеством мелких владельцев и отсутствием крупных или же при концентрированной структуре собственности, когда в компании есть крупный (контролирующий) акционер.

Здесь мы сталкиваемся с проблемой, характерной для российских компаний на протяжении нескольких десятилетий и детально изученной Л. Черных¹. Суть ее в том, что владельцы склонны намеренно разбивать свои блоки акций на несколько более мелких и маскировать свои имена с помощью номинальных держателей и иностранных офшорных компаний. Это не позволяет установить идентичность (identity) акционеров и оценить степень концентрации собственности. Сопоставление формального и неформального раскрытия информации о собственности тем не менее показывает, что собственность в российских компаниях сильно концентрирована, типичные анонимные владельцы являются инсайдерами, и практически во всех случаях участники рынка знают, кто является настоящим владельцем компании².

(12)

Классической иллюстрацией может служить входящий в основную выборку ПАО «Ашинский металлургический завод». В п. 6.2 ежеквартального отчета эмитента за II квартал 2020 года (Сведения об участниках (акционерах) эмитента, владеющих не менее чем 5% его уставного капитала) указано единственное юридическое лицо, являющееся номинальным держателем, – АО НКО «Национальный расчетный депозитарий», с долей 98%, что абсолютно неинформативно. Данные годового собрания акционеров 2020 года, раскрытые

¹ Chernykh, L. (2008). Ultimate ownership and control in Russia // Journal of Financial Economics. 88 (1). P. 169–192.

² Ситуацию с раскрытием информации о собственности усугубляет постановление Правительства Российской Федерации от 4 апреля 2019 года №400 «Об особенностях раскрытия и предоставления информации, подлежащей раскрытию и предоставлению в соответствии с требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах» и Федерального закона «О рынке ценных бумаг», в соответствии с которым эмитенты получили право не раскрывать имена собственников, в отношении которых иностранными государствами введены санкции.

в п. 6.5 ежеквартального отчета, указывают на то, что более 75% акций зарегистрировано на пять кипрских компаний с долями от 10,18% до 19,06%. Какой-либо информации о связях между этими фирмами нет, однако в сети Интернет высказываются предположения о том, что компания принадлежит «топ-менеджерам, людям, которые руководили заводом еще в 90-е, когда он только стал акционерным обществом»¹.

Раскрытие информации о собственниках, как правило, лучше в тех случаях, когда акционерами являются корпорации или же когда компания принадлежит одному физическому лицу или семье. Так, ПАО «Мечел» владеет 91,7% ПАО «Челябинский металлургический комбинат», более чем 90% ПАО «Ижсталь» и более чем 80% акций ПАО «Южно-Уральский никелевый комбинат». Холдинг «УТМК» напрямую и через связанные компании владеет более 90% ПАО «Челябинский цинковый завод» и более 75% акций ПАО «Электроцинк». Транспарентной также является структура собственности ПАО «Челябинский трубопрокатный завод», крупнейший акционер которого А.И. Комаров напрямую владеет 77,3% акций компании.

В других случаях конечные собственники (бенефициары), как правило, не видны при рассмотрении формального списка акционеров, но их обычно можно определить, изучая связи фирм, в том числе раскрываемые в ежеквартальных отчетах. Так, из отчетности нетрудно установить бенефициара ПАО «Северсталь» – пять кипрских компаний, подконтрольных ООО «Севергрупп» и А.А. Мордашову, которые владеют 76,8% акций. Равным образом выгодоприобретателем ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат» является В.С. Лисин, контролирующий 81,4% компании через Fletcher Group Holdings Limited.

Обращает на себя внимание наличие среди металлургических компаний выборки фактически семейных фирм. Так, ПАО «Русполимет» – де-факто семейная фирма, в которой 84,9% акций владеет ООО «Мотор-инвест», контролируемое В.В. Ключаев,

¹ См., например: <https://boomin.ru/articles/chto-ne-tak-s-ashinskim-mettalurgicheskim/>

занимающим пост председателя совета директоров ПАО «Русполимет», а его сын М.В. Ключай является генеральным директором компании. В ПАО «Мечел» председатель совета И.В. Зюзин напрямую или через родственников контролирует как минимум 45% голосов акционеров. Это важный аспект компаний выборки, поскольку международные исследования корпоративного управления в семейных фирмах указывают на повышенные риски для миноритарных акционеров, возникающих при переходе контроля от основателя к его наследникам¹.

Итак, несмотря на многообразие структур владения и неполноту информации, можно говорить о высокой концентрации собственности в российских металлургических компаниях. Основными собственниками при этом являются либо промышленные группы, либо выходцы из менеджмента компаний.

(14)

Небезынтересен вопрос о том, насколько уровень концентрации собственности в металлургической промышленности отличается от других секторов. Ответ представлен на рис. 1, из которого – несмотря на все издержки качества данных – все же можно сделать вывод о заметно более высоком уровне концентрации собственности в металлургических компаниях. Важно отметить, что это устойчивая тенденция, наблюдаемая в течение всего рассматриваемого периода. С точки зрения корпоративного управления следствием высокой концентрации собственности в металлургических компаниях являются повышенные риски для держателей мелких пакетов акций, которые, однако, могут быть смягчены путем усиления независимости совета директоров, своевременного и полного раскрытия информации, назначения аудитора из «Большой четверки» и других мер.

¹ См., например: *Villalonga, B., Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? // Journal of Financial Economics. 80 (2). P. 385–417.*



Если не указано иное, то рисунки и таблицы основываются на данных базы СКРИН, по отдельным компаниям (почерпнутых, в свою очередь, из квартальных и годовых отчетов компаний), собранных воедино и обработанных автором.

(15)

Рис. 1. Доля крупнейшего собственника в капитале компаний металлургической и других отраслей, средние значения по годам наблюдения

Выпуск акций разных типов. С точки зрения корпоративного управления наличие у компании акций разных типов представляет собой девиацию от принципа «одна акция – один голос», является способом отделения собственности от контроля и традиционно рассматривается как фактор риска для инвесторов¹. Для нивелирования этих рисков обычно используются инструменты, посылающие позитивный сигнал сторонним инвесторам, например избрание независимых директоров в совет, привлечение аудиторов с признанной международной репутацией и т.п.

Как правило, привилегированные акции отечественных публичных компаний представляют собой артефакт российской приватизации и в целом являются весьма дорогим инструментом привлечения капитала из-за повышенных дивидендов, установленных еще в 1990-е годы приватизационным законодательством и сохраненных в уставах большинства компаний. В этом контексте не случаен постепенный отказ от привилегированных акций (путем их конвертации в обыкновенные), в том числе металлургическими компаниями. Одним из первых по такому пути пошло в 2001 году ПАО «Норильский никель». В настоящее время среди

¹ Masulis, R. W., Wang, C., Xie, F. (2009). Agency problems at dual-class companies // Journal of Finance. 64 (4). P. 1697–1727.

компаний выборки привилегированные акции имеются только у ПАО «Мечел», ПАО «Ижсталь» и ПАО «Косогорский металлургический завод».

Исполнительный орган. Большинство компаний, 10 из 18, не создавали коллегиального исполнительного органа (правления), ограничиваясь единоличным исполнительным органом (см. таблицу 2). Правление более характерно для крупных компаний выборки, входящих в котировальный список первого уровня Московской биржи и разместивших АДР/ГДР на международных биржах. Так, из семи компаний выборки, относящихся к первому уровню листинга, правление создано в пяти (за исключением ПАО «Северсталь» и ПАО «Полюс»). Интересно, что популярность правления среди крупных интернационализованных компаний противоречит выводам работы И. Ивасаки¹, посвященной анализу структуры управления российскими обществами, в которой утверждается, что компании, заинтересованные в интернационализации бизнеса, избегают создания правления, являющегося с точки зрения международных стандартов корпоративного управления неортодоксальным органом. Скорее всего, в России, как и за рубежом, выбор той или иной структуры управления (с коллегиальным исполнительным органом или без него) связан с такими характеристиками фирм, как асимметрия информации между акционерами, директорами и менеджерами и возможности для извлечения частных выгод контроля².

(16)

Четыре компании выборки передали полномочия единоличного исполнительного органа управляющим организациям. Коллегиальный исполнительный орган в таких компаниях отсутствует (исключением стал ПАО «Челябинский цинковый завод», в котором на рубеже 2019–2020 годов управляющая организация функционировала наряду с правлением). В целом

¹ *Iwasaki, I.* (2013). Firm-level determinants of board system choice: Evidence from Russia // *Comparative Economic Studies*. 55 (4). P. 636–671.

² *Belot, F., Ginglinger, E., Slovin, M.B., Sushka, M.E.* (2014). Freedom of choice between unitary and two-tier boards: An empirical analysis // *Journal of Financial Economics*. 112 (3). P. 364–385.

передача полномочий управляющим организациям характерна для предприятий, входящих в холдинговые структуры (например, ПАО «Мечел» и АО «УГМК»), что позволяет оптимизировать процессы управления в рамках таких структур. Остается открытым вопрос о том, влияет ли заключение договора с управляющими организациями на корпоративное управление управляемыми компаниями. Например, можно предположить, что подобная схема управления влечет большую асимметрию информации между менеджментом (связанным с холдинговой структурой в целом) и советом директоров, представляющим отдельную компанию холдинга, и поэтому чревата ухудшением корпоративного управления. Этот актуальный вопрос, очевидно, требует специального исследования.

(17)

Соблюдение норм Кодекса корпоративного управления. С 2016 года российский регулятор ЦБ обязал публичные компании представлять в годовом отчете информацию о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления. Такого рода информация раскрыта в 2020 году подавляющим большинством компаний выборки, 15 из 18. Выше были представлены данные (см. таблицу 2), которые позволяют увидеть существенную вариацию в соблюдении рекомендаций Кодекса, равно как и четкую связь между размером компании, уровнем листинга на Московской бирже и индикаторами соблюдения/частичного соблюдения/несоблюдения упомянутых рекомендаций. В частности, компании котировального списка первого уровня не соблюдают не более трех рекомендаций Кодекса, в то время как остальные компании в среднем не соблюдают 19 рекомендаций (при вариации от 5 до 38).

Ряд средних компаний, в частности ПАО «Электроинк», в своей отчетности упоминают значительные организационные и финансовые издержки соблюдения ряда положений Кодекса, например, связанных с формированием комитетов при советах директоров, созданием отдельной контрольно-ревизионной службы и привлечением оценщика по всем сделкам с заинтересованностью. Они указывают, что Кодекс

в значительной степени ориентирован на крупные компании с большим штатом сотрудников, многочисленными советами директоров и коллегиальными исполнительными органами. Иными словами, для небольших компаний издержки регистрации в виде ПАО могут оказаться существенными по сравнению с выгодами от такого решения.

Краткие итоги. Российские металлургические компании, акции которых торгуются на Московской бирже, достаточно разнородны по масштабу деятельности, уровню листинга, выходу на международные рынки капитала, выбору структуры управления (коллегиальный исполнительный орган, управляющая организация), следованию рекомендациям Кодекса корпоративного управления. Пожалуй, одной из немногих характеристик, объединяющих компании выборки (помимо отраслевой принадлежности и обращения акций на Московской бирже), является высокая концентрация собственности. Эти наблюдения ставят закономерный вопрос о том, насколько разнородны советы директоров рассматриваемых компаний. Перед тем как дать на него ответ, остановимся на кратком обзоре основных характеристик советов и их роли в корпоративном управлении.

(18)

1.3. Роль советов директоров в корпоративном управлении

Совет директоров – ключевой элемент системы корпоративного управления, в задачи которого входит контроль за деятельностью исполнительных органов компании, участие в разработке ее стратегии, формировании системы управления рисками, а также содействие доступу к важнейшим ресурсам (например, внешнему финансированию и технологиям) с целью получения и удержания компанией конкурентных преимуществ на рынке.

Ведущая роль совета директоров в эффективном корпоративном управлении обуславливает повышенное внимание к самым разным аспектам его формирования и деятельности, в том числе со стороны выполняющих

регулятивную функцию законодателей и/или участников рынка, например фондовых бирж. К важнейшим структурным характеристикам совета директоров традиционно относят его размер, независимость (определяемую долей независимых директоров), участие директоров в капитале компании, их загруженность работой в других компаниях (*busyness*), социально-демографические характеристики директоров, включая пол, возраст, гражданство, этническое происхождение, образование, а также наличие в совете комитетов. При этом в академической среде отсутствует консенсус относительно связи целого ряда ключевых структурных характеристик совета директоров – будь то доля независимых директоров или же представительство женщин – с эффективностью его деятельности и результативностью компании в целом.

(19)

Размер совета директоров. Экспертное сообщество видит основное преимущество крупных советов директоров в большем располагаемом объеме информации о факторах, влияющих на стоимость фирмы (товарные рынки, технологии, регулирование, слияния и поглощения и т. д.), в результате чего более многочисленные советы директоров способны находить лучшие решения, особенно в вопросах стратегии. Их основной недостаток – издержки координации и проблема «безбилетника», когда отдельные директора стремятся сэкономить на собственных усилиях и переложить работу на своих коллег. До недавнего времени считалось, что эмпирические данные подтверждают большую эффективность более компактных советов. В частности, согласно широко известной работе Д. Ермака¹ небольшие советы директоров ассоциируются с большей рыночной стоимостью компании. Однако более поздние работы содержат не столь однозначные выводы. В частности, Дж. Коулз с соавторами² обнаружили U-образную связь между стоимостью компании и размером совета директоров, означающую большую эффективность относительно малых и больших советов по сравнению

¹ *Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors // Journal of Financial Economics. 40 (2). P. 185–211.*

² *Coles, J.L., Daniel, N.D., Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? // Journal of Financial Economics. 87 (2). P. 329–356.*

со средними по численности. Примечательно, что этот результат оказывается обусловлен различиями между «простыми» и «сложными» фирмами (т.е. крупными, диверсифицированными, активными в области исследований и разработок и привлекающими значительные объемы долгового финансирования). Оказывается, что при увеличении размера совета директоров снижается результативность «простых» фирм, но улучшается результативность «сложных», причем важную роль играет количество кооптируемых в совет внешних (независимых) директоров.

Заметим, что Федеральным законом «Об акционерных обществах» размер совета директоров привязан к числу акционеров-владельцев голосующих акций. Минимальный размер совета определен в пять директоров при числе акционеров до 1000 включительно, не менее семи директоров при числе акционеров от 1001 до 10 000, не менее девяти директоров при 10 001 и более акционеров. Эмпирические свидетельства о роли размера совета в российских компаниях до сего дня являются фрагментарными и противоречивыми главным образом из-за сложностей установления причинно-следственных связей¹.

Независимость директоров. Основной аргумент в пользу независимости советов директоров состоит в том, что независимые директора – классифицируемые как таковые на основании формального перечня критериев, например, подобно российскому Кодексу корпоративного управления, – могут эффективно осуществлять функцию мониторинга менеджеров, так как не связаны с компанией и не имеют в ней конфликтов интересов. В то же время их эффективность может быть ограничена неформальными связями с генеральным директором (несмотря на их соответствие всем стандартным критериям независимости) или в силу тривиальной нехватки времени ввиду многочисленных других обязательств. В целом независимые директора представляют собой очень разнородную группу. Например,

(20)

¹ См., например: *Muravyev, A. (2017). Boards of directors in Russian publicly traded companies in 1998–2014: Structure, dynamics and performance effects // Economic Systems. 41 (1). P. 5–25.*

можно ожидать, что генеральные директора публичных компаний, приглашенные в качестве независимых директоров в другие фирмы, будут давать более ценные советы и более эффективно выполнять функцию мониторинга, чем директора, которые получают назначение на основании своего общественного статуса и связей¹.

Эмпирические данные об эффективности независимых директоров весьма противоречивы, что в первую очередь обусловлено сложностями идентификации причинно-следственных связей, а также гетерогенностью независимых директоров и нечеткостью критериев независимости. Например, столкнувшись с падением производственных показателей компания может попытаться привлечь в совет дополнительных независимых директоров, чтобы подать акционерам и инвесторам позитивный сигнал. В этом случае результаты (плохие) компании определяют усиление независимости совета директоров, а не наоборот.

(21)

Участие директоров в капитале компании.

Наличие даже небольшого пакета акций усиливает заинтересованность директоров в финансовых результатах деятельности компаний и заставляет их быть более ответственными контроллерами и советниками менеджеров. Это подтверждается целым рядом исследований. Например, С. Бхагат и Б. Болтон² показывают, что вероятность смены менеджмента в связи с неудовлетворительными результатами работы компании увеличивается с ростом доли акций в руках членов совета директоров и с ростом его независимости. Эти же факторы обуславливают меньшую вероятность осуществления слияний и поглощений, разрушающих стоимость компании.

Имеющиеся исследования, основанные на российских данных, например А. Муравьев с соавторами³, подтверждают положительную связь доли директоров

¹ Kang, S., Kim, E.H., Lu, Y. (2018). Does independent directors' CEO experience matter? // *Review of Finance*. 22 (3). P. 905–949.

² Bhagat, S., Bolton, B. (2013). Director ownership, governance, and performance // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 48 (1). P. 105–135.

³ Muravyev, A., Berezinets, I., Ilina, Y. (2014). The structure of corporate boards and private benefits of control: Evidence from the Russian stock exchange // *International Review of Financial Analysis*. 34. P. 247–261.

в капитале с результативностью компаний (однако, как правило, не утверждают причинно-следственный характер этой связи, допуская, что директора более успешных компаний могут приобретать их акции). Отметим также, что согласно Кодексу корпоративного управления (комментарии к п. 2.4.1) значительное участие директоров в капитале компании (более 1%) автоматически выводит их из категории независимых.

Гендерный состав рассматривается как один из ключевых аспектов разнообразия в советах директоров наряду с другими социально-демографическими характеристиками (возраст, гражданство, этническое происхождение и т.д.). Говоря о влиянии разнообразия, включая гендерное, на деятельность советов директоров, эксперты, как правило, оперируют концепциями самых разных дисциплин: теории агентских отношений, человеческого капитала, организационного поведения, социальной психологии и др.

(22)

Так, влияние гендерного разнообразия советов директоров на их деятельность связывают с различиями между мужчинами и женщинами в ценностях и предпочтениях, накопленных навыках, опыте и контактах, а также с потенциальными командными эффектами (см. обзор в работе Т. Гараниной и А. Муравьева¹). В частности, мужчины придают больше значения таким факторам, как власть, гедонизм, независимость и личные достижения, в то время как для женщин важнее альтруистические ценности доброты и универсализма. Женщины реже, чем мужчины, приходят в советы директоров из деловой среды и чаще из таких областей, как наука и образование, медицина и консалтинг. Наконец, различия в индивидуальных характеристиках, предпочтениях, навыках и опыте могут сказаться на групповой динамике и микроклимате работы внутри групп. В частности, Р. Адамс и Д. Феррейра² указывают,

¹ Гаранина, Т.А., Муравьев, А.А. (2018). Советы директоров российских публичных компаний: гендерный аспект // Вопросы экономики. (2). С. 142–155.

² Adams, R.B., Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance // Journal of Financial Economics. 94 (2). P. 291–309.

что женщины-директора менее склонны к абсентеизму, а советы директоров с их участием отличаются более высокой посещаемостью заседаний и со стороны директоров-мужчин.

В научной литературе широко известна концепция критической массы (доли женщин), необходимой для существенных изменений в процессе и результатах работы группы. Ряд эмпирических работ указывает на применимость этой концепции к советам директоров: *существует минимальное число женщин-директоров, необходимое для значительных изменений в работе совета и, как следствие, в результативности компаний*. Однако в целом вопрос о том, есть ли экономический эффект от расширения представительства женщин в советах директоров, остается спорным. В частности, отсутствуют достаточные свидетельства эффективности интервенций законодателей и регуляторов в части установления гендерных квот, в последнее десятилетие получивших широкое распространение в большинстве европейских стран¹.

(23)

Директора-иностранцы способны увеличить человеческий капитал компании, расширить объем информации, доступный совету директоров, и содействовать выходу компании на зарубежные товарные и фондовые рынки. Считается, что им свойственна большая независимость в принятии решений, что может позитивно сказаться на эффективности работы совета. Минусы привлечения иностранцев в совет директоров связаны с географической удаленностью от компании, потенциальными языковыми и культурными барьерами, недостаточными знаниями специфики ведения бизнеса в стране.

Например, Р. Мазулис с соавторами² указывают, что положительный эффект назначения иностранных независимых директоров в компаниях США заметен

¹ Comi, S., Grasseni, M., Origo, F., Pagani, L. (2020). Where women make a difference: gender quotas and firms' performance in three European countries // ILR Review. 73 (3). P. 768–793.

² Masulis, R. W., Wang, C., Xie, F. (2012). Globalizing the boardroom – The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance // Journal of Accounting and Economics. 53 (3). P. 527–554.

при проведении сделок слияния-поглощения с фирмами, расположенными в странах происхождения таких директоров. В целом же для иностранных директоров характерен заметно больший абсентеизм, они ассоциируются с меньшей вероятностью увольнения менеджеров при плохих результатах работы компаний, а их присутствие в комитете по вознаграждениям связано с более высокими зарплатами топ-менеджмента.

Надежные эмпирические свидетельства роли директоров-иностранцев в российских компаниях отсутствуют. В работе А. Муравьева¹ обнаружена положительная связь между долей иностранцев в совете директоров и результативностью компаний, однако этот сугубо предварительный вывод нуждается в подтверждении с применением методов, более достоверно устанавливающих причинно-следственный характер связей.

(24)

Возраст людей считается одной из ключевых демографических характеристик, влияющих на процесс принятия решений. Например, обширные знания и опыт более возрастных индивидов могут позволить им принимать более обоснованные решения. Для них, как правило, характерна большая осмотрительность и тщательность в работе, но также и консерватизм, выражающийся в снижении гибкости, стремлении избегать риска, равно как и в неприятии нового².

Существенным для эффективности работы совета директоров и результативности компании в целом может стать и возрастное разнообразие директоров в совете. В частности, в рамках совета директоров можно попытаться объединить сильные стороны молодых директоров (более высокий уровень образования, знакомство с новыми технологиями) и их более возрастных коллег (знания и опыт, в том числе специфические для конкретной отрасли). Риски такого подхода связаны с определяемой возрастными различиями

¹ *Muravyev, A. (2017). Boards of directors in Russian publicly traded companies in 1998–2014: Structure, dynamics and performance effect // Economic Systems. 41 (1). P. 5–25.*

² *Xu, Y., Zhang, L., Chen, H. (2018). Board age and corporate financial fraud: An interactionist view // Long Range Planning. 51 (6). P. 815–830.*

разобщенностью, нехваткой кооперации и потенциальными конфликтами.

Вознаграждение директоров играет важную функцию стимулирования неисполнительных членов совета директоров. К каким факторам должно быть привязано вознаграждение директоров и каков его оптимальный размер – относительно малоисследованная область. Как отмечают М. Дах и М. Фрай¹, наблюдаемый в последнее время повышенный интерес к проблеме вознаграждения во многом связан с судебным иском против компании Facebook, совет директоров которой в 2013 году установил себе очень высокие компенсации, в среднем около 460 000 долл. на директора. Упомянутая работа в целом предостерегает от чрезмерного вознаграждения директоров, указывая, что с ним сопряжено снижение вероятности отставки генерального директора при плохих результатах компании, равно как и снижение чувствительности вознаграждения генерального директора к результатам компании. Чрезмерное вознаграждение директоров, таким образом, может быть знаком их «окапывания». Этот вывод особенно интересен в свете заключения Р. Адамс и Д. Феррейры² о том, что, несмотря на прямую связь между посещаемостью заседаний и вознаграждением директоров, последние готовы выполнять свои функции за сравнительно умеренные суммы.

(25)

Комитеты совета директоров призваны повысить эффективность его работы путем дополнительного делегирования полномочий, усиления и специализации выполняемых им процессов. Если в составе комитета доминируют независимые директора, то рассматриваемые им вопросы фактически проходят независимую экспертизу перед вынесением на голосование всего совета директоров. Основной недостаток организации работы совета по комитетам, как правило, видят в сегрегации информации среди директоров.

¹ *Dah, M.A., Frye, M.B. (2017). Is board compensation excessive? // Journal of Corporate Finance. 45. P. 566–585.*

² *Adams, R.B., Ferreira, D. (2008). Do directors perform for pay? // Journal of Accounting and Economics. 46 (1). P. 154–171.*

Исторически повышенный интерес к созданию комитетов в структуре советов директоров, в том числе со стороны законодателя, возник лишь в последние десятилетия. Так, публичные компании США столкнулись с требованием формирования комитета по аудиту только в 1977 году, а создание комитетов по вознаграждениям и номинациям, которые, как и комитет по аудиту, должны состоять из независимых директоров, было предписано с 2002 года, после принятия знаменитого Закона Сарбэйнса–Оксли¹.

Эмпирические исследования комитетов в целом подтверждают их важность для эффективного корпоративного управления. Например, работа Л. Гуо и Р. Мазулиса² демонстрирует, что учреждение комитета по номинациям, состоящего из независимых директоров, существенно увеличивает чувствительность смены высшего менеджмента к результативности фирмы, что означает более строгий мониторинг деятельности исполнительного руководства компании.

До недавнего времени создание комитетов в советах директоров российских компаний было опциональным. Требование о создании комитета по аудиту предъявлялось только к компаниям, акции которых входили в котировальные списки первого и второго уровней Московской биржи. Принятые в 2018 году поправки в Федеральный закон «Об акционерных обществах» сделали создание комитета по аудиту обязательным для всех компаний, зарегистрированных в виде ПАО³. Это в первую очередь затрагивает те ПАО, акции которых включены в котировальный список третьего уровня, а также те компании, которые зарегистрированы как ПАО, но фактически таковыми не являются, так как их акции не обращаются на бирже.

(26)

¹ Larcker, D., Tayan, B. (2015). Corporate governance matters: A closer look at organizational choices and their consequences // Old Tappan, New Jersey: Pearson Education.

² Guo, L., Masulis, R. W. (2015). Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers // Review of Financial Studies. 28 (10). P. 2770–2811.

³ Федеральный закон от 19 июля 2018 года №209-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах».

1.4. Советы директоров российских металлургических компаний

В данном разделе автор подробно остановится на структурных характеристиках советов директоров металлургических компаний по состоянию на начало 2020 года, рассмотрит динамику важнейших из них за последние 10 лет и проведет сравнительный анализ с российскими публичными нефинансовыми компаниями, не относящимися к металлургии.

Акцент будет сделан на следующих аспектах формирования и деятельности советов директоров: численность совета, количество независимых директоров, участие в капитале компании, представительство женщин и директоров-иностранцев, возраст, количество комитетов, статистика заседаний, вознаграждение, включая связи между этими характеристиками.

(27)

Размер совета директоров. На начало 2020 года девять или ровно половина из вошедших в выборку компаний имели совет директоров, состоящий из семи директоров, пять компаний – совет из девяти членов, две компании – из десяти человек, и по одной компании выбрали совет из 11 и 13 человек (таблица 3). В приведенных данных четко прослеживается тенденция к формированию многочисленных советов более крупными компаниями.

Таблица 3. Основные характеристики советов директоров компаний выборки

Тикер МБ	Наименование	Размер СД	Кол-во женщин	Кол-во иностр.	Кол-во независ.**	Средний возраст	Кол-во комитетов	ПСД независ.	Заседания СД, всего (заочные)	Вознаграждение, млн руб.
GMKN	Норильский никель	13	1	4	7	54,8	4	да	24(14)	249,0
NLMK	НЛМК	9	1	5	5(1а)	61,3	3	нет	7(4)	140,8
CHMF	Северсталь	10	1	4	5	56,6	3	нет	10(6)	45,5
MAGN	ММК	10	2	2	4(1б)	50,3	4	нет	17(н/д)	61,2
TRMK	ТМК	11	1	1	5(1а)	60,4	3	нет	22(15)	168,3
MTLR	Мечел	9	0	0	5	65,4	3	нет	28(22)	194,7***
PLZL	Полос	9	1	3	4	51,4	4	да	19(12)	66,3
CHER	ЧТПЗ	7	1	0	2(1б)	51,6	4	нет	21(12)	197,2
CHMK	ЧМК	7	0	0	н/д (0)	46,7	0	нет	120	0,0
VSMO	ВСМПО-АВИСМА *	7	0	0	2	50,4	3	нет	7(7)	47,6
CHZN	ЧЦЗ	7	0	0	3	54,6	1	нет	15	67,7***
AMEZ	Ашинский метзавод	9	1	0	2(1б)	50,7	3	нет	11(2)	2,3
IGST	Ижсталь	7	0	0	0	53,7	0	нет	53	0,0
KMTZ	КМЗ	9	1	0	н/д	58,4	н/д	нет	н/д	0,0
RUSP	Русполимет	7	0	0	н/д	60,0	0	нет	6	89,9***
KUNF	КУЗОЦМ*	7	1	0	н/д	47,4	н/д	нет	н/д	7,9
ELTZ	Электротинк	7	0	0	н/д (0)	50,4	0	нет	7	0,0
UNKL	Южуралникель	7	1	1	0	49,2	0	нет	н/д	6,7

* Данные по ПАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА» и ОАО «Каменск-Уральский завод по обработке цветных металлов» за 2018 год. На момент написания главы годовые отчеты этих компаний за 2019 год не были доступны в сети Интернет.

** В скобках после общего числа независимых директоров указано количество директоров, не являющихся строго независимыми, но признанных таковыми решением совета директоров, «а» — несмотря на длительный стаж работы в совете и «б» — несмотря на связи с важными контрагентами компании. Пометка н/д (0) означает отсутствие данных о независимости директоров, но возможность классифицировать всех как не являющихся независимыми на основании приведенной в отчетах информации.

*** Включены заработная плата, премии, комиссионные, льготы и/или компенсации расходов.

Требования Федерального закона «Об акционерных обществах» в отношении минимального размера совета директоров выполнены всеми компаниями выборки. При этом больший, чем минимально необходимый, по размеру совет директоров избран в трети компаний – ПАО «Норильский никель», «Северсталь», «ММК», «ТМК», «Ашинский металлургический завод» и «КМЗ». Для соответствия нормам закона о численном составе совета директоров первая четверка упомянутых компаний могла бы избрать совет из девяти членов, а последние две компании – из семи директоров. Это интересное наблюдение в свете до сих пор доминирующих представлений о том, что более крупные советы директоров менее эффективны по сравнению с небольшими по численности.

(29)

Данные о динамике размера совета директоров за 2011–2020 годы указывают на его высокую стабильность в компаниях выборки – изменения в количестве директоров отмечены только в двух компаниях (таблица 4).

Таблица 4. Размер совета директоров металлургических компаний выборки в динамике

Тикер МБ	Наименование	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GMKN	Норильский никель	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
NLMK	НЛМК	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
SHMF	Северсталь	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
MAGN	ММК	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
TRMK	ТМК	10	11	11	11	11	11	11	11	11	11
MTLR	Мечел	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
PLZL	Полос	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
CHER	ЧТПЗ	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
CHMK	ЧМК	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
VSMO	ВСМПО-АВИСМА	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
CHZN	ЧЦЗ	7	7	7	7	7	7	7	7	-	-
AMEZ	Ачинский металлургический завод	7	7	7	7	9	9	9	9	9	9
IGST	Ижсталь	-	7	7	7	7	7	7	7	7	7
KMTZ	КМЗ	-	9	9	9	9	9	9	9	9	9
RUSP	Русполмет	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
KUNF	КУЗОЦМ	-	7	7	7	7	7	7	7	7	7
ELTZ	Электросталь	-	7	7	7	7	7	7	7	7	7
UNKL	Южуралникель	-	-	7	7	7	7	7	7	7	7
Среднее		8,6	8,4	8,3	8,3	8,4	8,4	8,4	8,4	8,5	8,5

В сравнительной перспективе размер совета директоров металлургических компаний мало отличается от численности совета компаний других отраслей (рис. 2). В 2020 году соответствующие цифры были равны 8,5 директоров в металлургии против 8,6 директоров в других отраслях, т.е. разница статистически незначима. В то же время для металлургических компаний по сравнению с компаниями других отраслей характерна меньшая вариативность во времени, а также более частое следование предписанному законом минимальному размеру совета директоров. Иными словами, неметаллургические компании чаще выбирают более крупные, чем предписано законом, советы директоров.

(31)

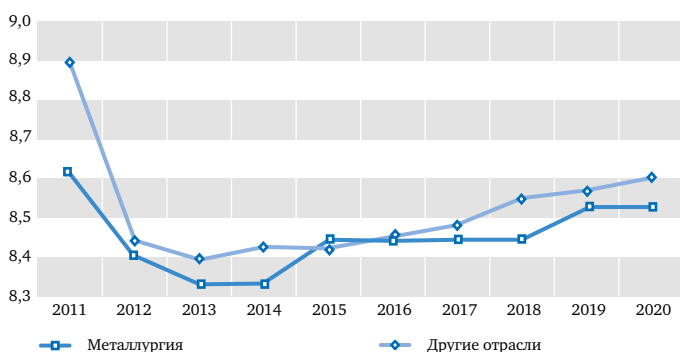


Рис. 2. Размер совета директоров торгуемых компаний металлургической и других отраслей в динамике, средние значения

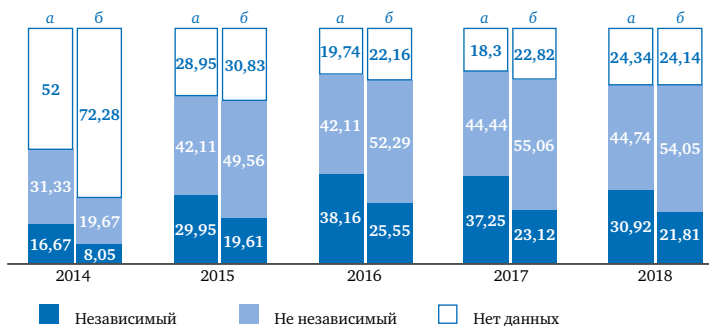
Независимые директора. По состоянию на начало 2020 года 44 из 152, или 29%, директоров компаний выборки имели статус независимых. Эти данные приведены в предположении, что отсутствие (нераскрытие) информации о независимости директоров в годовых и ежеквартальных отчетах равносильно отсутствию независимых директоров в совете компании. В ряде компаний присутствует по директору, удовлетворяющему не всем критериям независимости (как правило, нарушены сроки пребывания в совете или же имеется связь с контрагентами компании), но признанному

независимым решением совета директоров. Таковых в выборке пять человек, по одному в НЛМК, ТМК, ММК, ЧТПЗ и «Ашинском металлургическом заводе».

Вариация количества независимых директоров среди компаний выборки значительна и тесно связана с уровнем листинга на Московской бирже и выходом компании на зарубежные фондовые рынки. Так, в компаниях первого уровня листинга присутствуют от четырех до семи независимых директоров, второго уровня листинга – два-три директора, в компаниях третьего уровня независимых директоров нет (за исключением ПАО «ЧТПЗ»). По всей видимости, решающим фактором при определении количества независимых директоров являются именно требования биржи и при отсутствии жестких требований число независимых директоров было бы меньшим.

(32)

Судить о динамике численности независимых директоров очень сложно, так как ретроспективные данные неполны и отрывочны, особенно до появления Кодекса корпоративного управления в 2014 году (график 1). Тем не менее сопоставление металлургических и неметаллургических компаний в 2018 году позволяет сделать вывод, что первые привлекают заметно больше (примерно на треть) независимых директоров, чем последние. Вероятно, это связано с большей активностью металлургических компаний на зарубежных товарных и фондовых рынках, где присутствие независимых директоров традиционно считается важным индикатором эффективного корпоративного управления, особенно в компаниях, демонстрирующих те или иные проблемные характеристики (значительная концентрация собственности, выпуск акций разных типов и т.п.).



По данным компаний, раскрытым в квартальных и годовых отчетах.

График 1. Независимость советов директоров:
а) металлургических компаний; б) компаний других отраслей (%)

(33)

Следует отметить, что независимый председатель советов директоров избран только в двух компаниях (ПАО «Норильский никель» и ПАО «Полус»), но в целом ряде других функции председателя возложены на неисполнительного директора.

Участие директоров в капитале компании.

Согласно официально раскрываемым данным, в советах металлургических компаний доля директоров, владеющих акциями компаний, невысока (около 15%), а совокупный пакет в руках членов совета директоров в 2011–2020 годах оставался незначительным, менее 1%. Исключением являются две компании – ПАО «ЧТПЗ» и «Мечел», где в последние годы совокупная доля директоров в капитале существенно выросла. В частности, квартальная отчетность ПАО «ЧТПЗ» показывает рост доли председателя совета А.И. Комарова в 2019 году до 77% (по сравнению с менее чем 1% в 2018 году), а в ПАО «Мечел» доля председателя совета И.В. Зюзина выросла в 2016 году до 16% (по сравнению с менее чем 0,1% годом ранее) и в настоящее время составляет почти 20%. В данных случаях речь, очевидно, идет не о приобретении крупных пакетов акций председателями советов, а о выборе иной схемы владения/декларирования имеющихся пакетов.

Сопоставление металлургических компаний и компаний других секторов по числу директоров-соб-

ственников акций (рис. 3) не выявляет существенных различий (для металлургии характерна лишь несколько большая вариативность по годам). Сравнение по величине декларируемого пакета акций в собственности директоров (рис. 4) указывает на существенно меньший размер таких пакетов в металлургических компаниях до 2019 года, после чего – вследствие раскрытия прямого владения А. И. Комарова акциями ПАО «ЧТПЗ» – размеры пакетов в двух выборках компаний практически выравниваются (см. рис. 4). Здесь необходима оговорка о том, что приведенная статистика не очень надежна, а примеры ПАО «ЧТПЗ» и ПАО «Мечел» еще раз подтверждают существование проблем с раскрытием информации о фактических владельцах компаний.

(34)

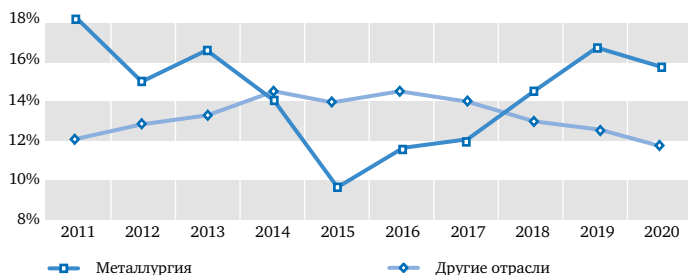


Рис. 3. Доля директоров–владельцев акций в общей численности совета, средние значения

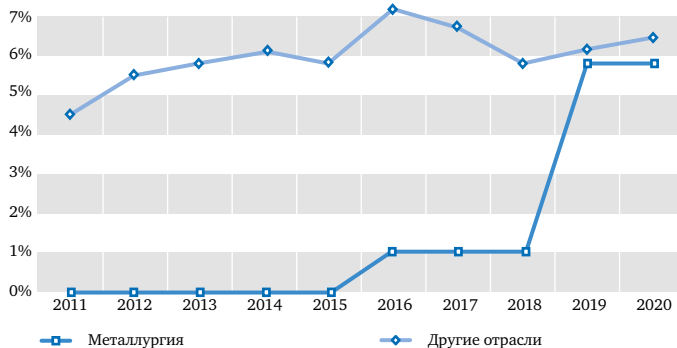


Рис. 4. Совокупный пакет акций в руках членов совета директоров, средние значения

Женщины-директора. В советах директоров компаний выборки отмечено невысокое представительство женщин – из 152 директоров только 12, или 8%, являются представительницами прекрасного пола. В 2020 году в советы директоров большинства металлургических компаний (10 из 18) избрано по одной женщине, две женщины-директора избраны только в ПАО «ММК», а трех нет ни в одной компании. Последний факт интересен в свете теории критической массы, утверждающей необходимость избрания минимум трех женщин-директоров для существенного изменения его работы и результативности. Как видим, металлургические компании воздерживаются от экспериментов, необходимых для проверки этой теории.

(35)

Тем не менее примечателен тот факт, что в последние 10 лет заметен постепенный рост доли женщин в советах металлургических компаний. Это происходит на фоне стагнации доли женщин-директоров в советах компаний других отраслей (рис. 5). В целом полученные данные согласуются с более ранними исследованиями, продемонстрировавшими значительную вариацию доли женщин в советах директоров по отраслям экономики¹. Относительно низкая доля женщин в советах металлургических компаний может быть объяснена тем, что металлургия традиционно является одной из самых «мужских» отраслей промышленности. По официальным данным², удельный вес женщин в общей численности работников компаний, относящихся к металлургии и производству готовых металлических изделий, в 2015 году составил лишь 30,4%.

¹ Гаранина, Т.А., Муравьев, А.А. (2018). Советы директоров российских публичных компаний: гендерный аспект // Вопросы экономики. (2). С. 142–155.

² Росстат (2017). Труд и занятость в России // Росстат. Москва.

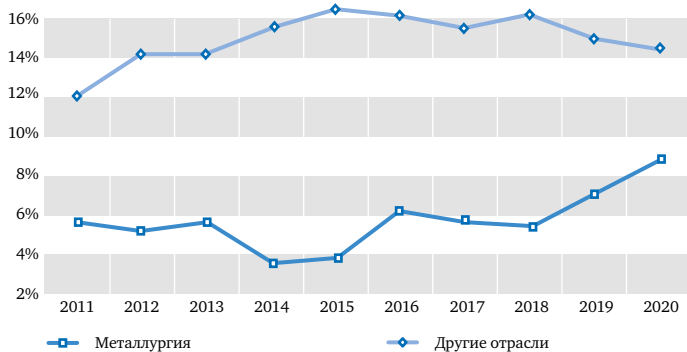


Рис. 5. Доля директоров-женщин в численности совета, средние значения

(36)

Директора-иностранцы. В 2020 году в советы директоров компаний выборки было избрано 20 директоров-иностранцев, или 13% общей численности (см. таблицу 3). Как правило, это представители дальнего зарубежья. Распределение директоров-иностранцев по компаниям очень неравномерное. Так, в ПАО «НЛМК» они составляют более половины численности совета, в ПАО «Норильский никель», «Северсталь» и «Полюс» – более 30%, а в 11 компаниях их нет совсем.

Примечателен тренд на снижение представительства директоров-иностранцев в металлургических компаниях. За период с 2011 по 2020 год их доля в советах упала почти вдвое, причем наиболее резкое снижение пришлось на 2012–2014 годы. В других отраслях подобный тренд не прослеживается – удельный вес директоров-иностранцев в не относящихся к металлургии публичных компаниях в рассматриваемом периоде колебался в районе 7% (рис. 6).

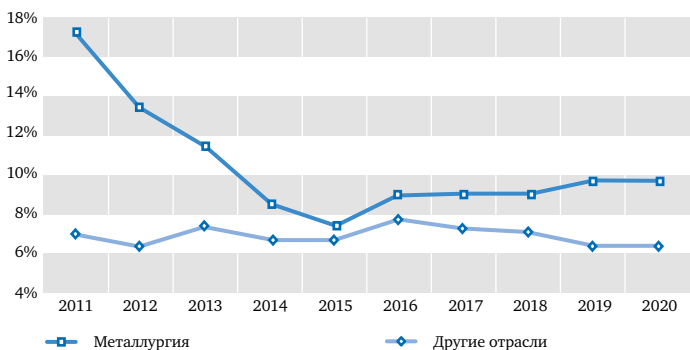


Рис. 6. Доля директоров-иностранцев в численности совета, средние значения

(37)

Возраст директоров. В начале 2020 года средний возраст директоров компаний выборки составил 52 года (см. таблицу 3). В то же время отмечается значительная вариация возраста директоров как по отдельным компаниям, так и внутри одной и той же компании. В частности, средний возраст директоров ПАО «ЧМК» составил 46,7 года, а контролирующего эту компанию ПАО «Мечел» – 65,4 года, что соответствует разнице почти в поколение. Примечательно, что и в других компаниях выборки, входящих в группу «Мечел», – ПАО «Ижсталь» и «Южуралникель» – средний возраст директоров существенно ниже, чем в головной компании группы, – 53,7 и 49,2 года против уже упомянутых 65,4 года. Более детальный анализ показывает, что в головной компании группы совет директоров сформирован из возрастных независимых директоров (средний возраст 74,6 года) и заметно более молодых исполнительных и неисполнительных (средний возраст 53,8 года), а советы дочерних структур вследствие отсутствия независимых директоров представлены относительно молодыми исполнительными и неисполнительными директорами.

Тенденция назначения более возрастных независимых директоров по сравнению с исполнительными и неисполнительными характерна и для других компаний. Так, разница в среднем возрасте независимых

и иных директоров ПАО «Северсталь», «Мечел», «Полюс» и «ЧЦЗ» превышает 10 лет, у ПАО «Ашинский металлургический завод» – 5 лет. Только в одной компании – ПАО «ММК» – средний возраст независимых директоров меньше, чем у прочих членов совета директоров.

В динамике мы видим четкое снижение среднего возраста директоров металлургических компаний до 2015 года, когда он составил 50 лет, и последующий рост (рис. 7). В других отраслях тенденция несколько иная – с 2011 года прослеживается линейный тренд на увеличение среднего возраста, с 45 до 49 лет. При этом, несмотря на разную динамику, средний возраст директоров в металлургических компаниях стабильно превышает (минимум на четыре года, что весьма существенно) средний возраст директоров компаний других секторов.

(38)

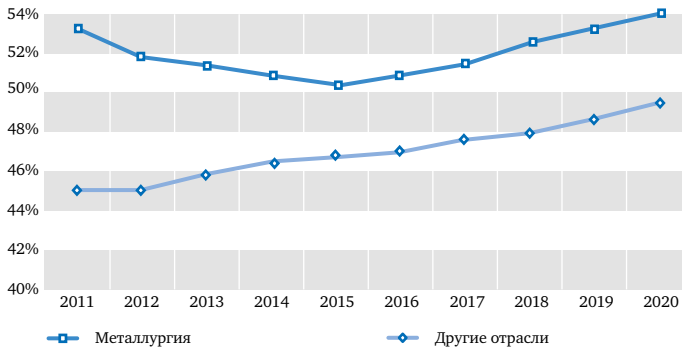


Рис. 7. Возраст директоров, средние значения

Количество комитетов, созданных в советах директоров, варьирует от 0 до 4 (см. таблицу 3). Три или четыре комитета присутствуют во всех компаниях, входящих в котировальные списки первого и второго уровней Московской биржи. Компании, включенные в котировальный список третьего уровня, не имеют комитетов (исключение – ПАО «ЧЦЗ», входившее в список второго уровня до 2017 года и на начало 2020 года имевшее комитет по аудиту). Таким образом, наличие комитетов тесно связано с необходимостью соответствовать

критериям листинга акций на Московской бирже. Компании, не входящие (и не входившие) в котировальные списки первого и второго уровней, как правило, игнорируют рекомендации Кодекса корпоративного управления в части создания комитетов.

Небезынтересна статистика **заседаний советов директоров**. Компании выборки в среднем проводят 24 заседания в год. Среди них выделяются две, которые провели существенно больше заседаний в 2019 году. Это ПАО «ЧМК» и «Ижсталь», входящие в группу «Мечел», в которых в 2019 году состоялось 120 и 53 заседания соответственно. Информация по количеству заседаний третьей компании выборки, входящей в группу «Мечел» – «Южуралникель», – в годовом отчете компании отсутствует. Более детальный анализ сообщений о существенных событиях в ПАО «ЧМК» и «Ижсталь» указывает на значительную долю заседаний советов директоров, в повестке дня которых – одобрение планируемых сделок с заинтересованностью. При этом детали данных сделок (цена, лица, являющиеся выгодоприобретателями и т. п.), как правило, не раскрываются на основании п. 16 ст. 30 Федерального закона от 22 апреля 1996 года №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»). Таким образом, большое число заседаний совета директоров может быть индикатором специфических транзакций компании, а не свидетельством его эффективной деятельности.

Крупные компании в среднем тратят заметно больше средств на вознаграждение членам советов директоров. Рекордсменом здесь выступает ПАО «Норильский никель», выплативший в 2019 году около 250 млн руб. в качестве вознаграждения. Значительные суммы, превышающие 100 млн руб., выплачены «ЧТПЗ», «Мечел», «ТМК» и «НЛМК». Вместе с тем ряд компаний, как правило, некрупных и не избравших независимых директоров, сообщил в годовых отчетах об отсутствии вознаграждения членам советов директоров (ПАО «ЧМК», «Ижсталь», «КМЗ» и «Электроцинк»).

Экспресс-анализ данных. Как связаны между собой все рассмотренные показатели? Можно ли среди них выделить наиболее важные индикаторы

и предикторы высоких стандартов корпоративного управления? Попытаемся ответить на эти вопросы с помощью таблицы 5, в которой приведены коэффициенты корреляции ранее представленных показателей.

Размер компании, измеряемый выручкой от реализации продукции, оказывается тесно коррелированным с большинством других показателей. Среди них численность совета директоров, количество в нем независимых директоров и директоров-иностранцев, выпуск АДР/ГДР (корреляции значимы на уровне 0,1%), а также включение в котировальный лист первого или второго уровня Московской биржи, количество строго соблюдаемых норм Кодекса, наличие правления, число комитетов и размер вознаграждения совета.

(40)

Размер совета директоров оказывается тесно связанным с другими структурными характеристиками – количеством независимых директоров, директоров-иностранцев и женщин, а также числом комитетов совета. Соответствующие коэффициенты корреляции равны 0,82, 0,65, 0,54 и 0,63. В целом видно, что увеличение размера совета связано с созданием комитетов и избранием в него независимых директоров и (в меньшей степени) иностранцев и женщин.

Таблица 5. Коэффициенты корреляции между основными характеристиками компаний выборки*

№ п/п	Показатель	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1	Выручка 2019, млрд руб.	1													
2	Котир. список 1–2 уровня (0/1)	0,69	1												
3	АДР/ГДР (0/1)	0,84	0,80	1											
4	Количество соблюдаемых норм Кодекса КУ	0,60	0,76	0,73	1										
5	Привилегированные акции (0/1)	-0,19	-0,15	-0,05	-0,28	1									
6	УК/УО (0/1)	-0,10	-0,27	-0,15	-0,38	0,12	1								
7	Правление (0/1)	0,51	0,34	0,53	0,62	-0,05	-0,15	1							
8	Размер совета, чел.	0,81	0,72	0,79	0,63	-0,03	-0,22	0,46	1						
9	Количество женщин	0,46	0,38	0,46	0,56	-0,26	-0,39	0,26	0,54	1					
10	Количество иностранцев	0,87	0,60	0,77	0,46	-0,30	-0,04	0,29	0,65	0,50	1				
11	Количество независимых директоров	0,87	0,82	0,89	0,76	-0,15	-0,10	0,59	0,82	0,36	0,72	1			
12	Средний возраст	0,33	0,32	0,49	0,19	0,47	-0,13	0,36	0,37	-0,14	0,21	0,47	1		
13	Количество комитетов	0,70	0,83	0,70	0,78	-0,25	-0,30	0,30	0,63	0,50	0,54	0,83	0,19	1	
14	Количество заседаний совета	-0,15	-0,37	-0,21	-0,36	0,22	0,54	-0,16	-0,19	-0,28	-0,24	-0,33	-0,33	-0,40	1
15	Вознаграждение, млн руб.	0,67	0,43	0,58	0,44	-0,06	-0,32	0,53	0,56	0,13	0,37	0,74	0,55	0,65	-0,23

* Корреляции, значимые на уровне 0,1%, выделены цветом.

Целый ряд структурных характеристик советов директоров связан с размером вознаграждения. Это, в частности, количество независимых директоров (коэффициент корреляции с вознаграждением 0,74) и число комитетов совета (коэффициент корреляции 0,65). Прослеживаются также менее сильные связи с размером совета (0,56) и средним возрастом директоров (0,55) и относительно слабые – с количеством иностранцев и женщин (0,37 и 0,13 соответственно). В целом формирование крупных советов с большим числом независимых директоров связано со значительными затратами на вознаграждение и обеспечение деятельности этого органа управления.

(42)

Если допустить, что присутствие компании в котировальных списках первого и второго уровней Московской биржи, выпуск АДР/ГДР и количество строго соблюдаемых норм Кодекса корпоративного управления (а эти три показателя тесно связаны друг с другом) могут быть интерпретированы как индикаторы качественного корпоративного управления, то можно установить его значимые коррелянты на уровне структуры совета. Оказывается, что со всеми упомянутыми индикаторами положительно связаны размер совета, количество независимых директоров и женщин в нем, число комитетов, наличие правления, средний возраст директоров и размер вознаграждения, а отрицательно – выпуск привилегированных акций, передача функций исполнительного органа управляющей организации и число заседаний совета директоров.

При исключении эффекта размера фирмы¹ значимыми положительными факторами остаются количество независимых директоров, число комитетов и размер совета. Среди негативных факторов по-прежнему выделяются привлечение управляющей организации и число заседаний совета директоров. Количество иностранцев, наличие правления и размер вознаграждения перестают быть значимыми факторами после исключения эффекта размера компании.

¹ Данные трансформированы с помощью линейных регрессий индикаторов корпоративного управления на размер фирмы, из которых извлекаются остатки модели.

Основополагающим фактором корпоративного управления компании, включая совет директоров, является структура собственности. Публичные компании металлургической отрасли в целом отличаются очень высокой концентрацией собственности, намного большей, чем публичные нефинансовые компании других отраслей российской экономики. Крупнейший собственник в большинстве компаний владеет пакетом акций, дающим ему квалифицированное большинство на собрании акционеров. Более того, многие компании являются частью интегрированных холдинговых структур.

(43)

Все это ограничивает возможности миноритарных акционеров влиять на управление компанией через собрание акционеров. Ограничены, хотя и в меньшей степени, – благодаря предусмотренной Федеральным законом «Об акционерных обществах» процедуре кумулятивного голосования – их способность оказывать влияние на управление и через институт совета директоров. В целом сложившаяся в отрасли структура собственности таит в себе потенциальные риски экспроприации миноритарных акционеров со стороны контролирующих собственников. Результатом может стать падение интереса инвесторов к компаниям отрасли, что снижает их капитализацию и возможности привлечения внешнего финансирования на фондовом рынке.

Выходом из сложившейся ситуации способны стать посылаемые крупными акционерами позитивные с точки зрения корпоративного управления сигналы, например привлечение в совет компании независимых директоров, директоров-иностранцев с высокой международной управленческой репутацией, полное и своевременное раскрытие информации или же выбор аудитора из компаний «Большой четверки».

Реализацию именно такого подхода можно проследить на примере целого ряда российских металлургических компаний, особенно тех, акции которых входят в листинг первого и второго уровней Московской биржи и обращаются за рубежом. В частности, данные

о структуре советов директоров за 2014–2018 годы показывают заметно больший процент независимых директоров в металлургии по сравнению с другими отраслями. В советах российских металлургических компаний присутствует большая доля иностранных директоров (как правило, специалистов с международной репутацией в области управления).

В то же время компании выборки отличаются существенной неоднородностью по целому ряду ключевых индикаторов корпоративного управления, что особенно очевидно при анализе соблюдения ими положений Кодекса корпоративного управления. Компании, акции которых входят в листинг первого и второго уровней Московской биржи и обращаются за рубежом, в целом отличаются существенно лучшим соблюдением рекомендаций Кодекса. В частности, они склонны формировать более многочисленный совет с большим количеством комитетов, значительную роль в котором играют независимые директора. Это ключевые индикаторы высоких стандартов корпоративного управления. С низким качеством корпоративного управления ассоциируется передача функций исполнительного органа управляющей организации, а также значительное число заседаний совета (большая часть которых, как правило, посвящена одобрению сделок с заинтересованностью). Роль таких факторов, как количество женщин и иностранцев в совете, размер вознаграждения директоров и наличие коллегиального исполнительного органа, сложно интерпретировать, так как в металлургических компаниях они оказались достаточно тесно связанными с размером компании.

(44)