КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В РЕГИОНАХ РОССИИ: ОПЫТ УРАЛЬСКИХ КОМПАНИЙ

Компании отдельных российских регионов никогда не были предметом пристального внимания аналитиков, специализирующихся на вопросах корпоративного управления. Эмпирические исследования по корпоративному управлению в российских компаниях в основном использовали выборки по стране в целом. В то же время учет региональной специфики в развитии практики корпоративного управления находится в числе актуальных вопросов ввиду существенных межрегиональных различий в условиях ведения бизнеса.

Региональные компании накопили большой опыт развития корпоративных отношений, отражающий не только общероссийские закономерности, но и специфическую позицию компаний по отношению к развитию местных товарных рынков и взаимодействию с властями субъектов РФ. Уральским компаниям повезло: благодаря высокому инвестиционному потенциалу региона и развитой научно-исследовательской базе они несколько раз становились объектами изучения различных аспектов корпоративного управления[1].

[1] Исследование Института экономики УрО РАН на панели данных 198 промышленных предприятий Свердловской области в 1992–1996 годах. (См. *Первалов Ю. В., Гимади И. Э., Добродей В. В.* Анализ влияния приватизации на деятельность промышленных предприятий. М.: РПЭИ. Фонд «Евразия», 2000.); в составе 307 российских компаний АО Свердловской области вошли в опрос, проведенный по заказу Международной финансовой корпорации (IFC) и посвященный качеству корпоративного управления в региональных компаниях (Ростовская, Самарская, Свердловская области и Санкт-Петербург) осенью 2002 года. (См. МФК. Практика корпоративного управления в регионах России. М.: МФК, 2003.)

Информационную базу данного раздела доклада составляют интервью руководителей, членов советов директоров 100 ОАО из Свердловской, Тюменской и Челябинской областей, проведенные в 2006 году[1]. Интервью включали вопросы по различным аспектам практики корпоративного управления в компаниях. Выборка содержит в основном крупные (61,29% ОАО выборки имеют среднесписочную численность более 1000 человек) и средние (32,25% ОАО выборки имеют среднесписочную численность более 100 человек) компании региона. В отраслевом разрезе по 20% выборки принадлежит предприятиям металлургии и машиностроения, 18% приходится на строительство и промышленность стройматериалов, 11% занимают предприятия легкой промышленности, 10% – компании транспорта и связи, на остальные отрасли приходится 21% выборки. Сведения об изменениях в функционировании механизмов корпоративного управления в период финансового кризиса были получены в ходе выборочных интервью с членами советов директоров уральских компаний в ноябре 2008 года.

Отраслевая структура экономики уральского региона имеет серьезные диспропорции, одна из которых – преимущественное развитие базовых отраслей производства, характерных для первого этапа индустриализации: металлургия, машиностроение, химическая промышленность, ТЭК. В пореформенный период восстановление разрушенных хозяйственных связей в этих секторах экономики было подвержено процессам корпоративной интеграции, которые нашли отражение в структуре выборки: 47% ОАО входят в состав различных бизнес-групп в качестве управляющих компаний

[1] Исследование проведено при финансовой поддержке Московского общественного научного фонда.

(18 ОАО) и рядовых членов (29 ОАО). Процесс корпоративной интеграции не закончен до сих пор в связи с непрекращающимся переделом собственности и ужесточающейся конкуренцией со стороны зарубежных производителей.

5.1. Региональные особенности корпоративного управления в российских компаниях

Отличительной чертой поведения региональных компаний является закрытость региональных продуктовых рынков, препятствующая проникновению международных корпораций и компаний из других регионов России. Конкуренция в отрасли мотивирует компании к повышению внутренней эффективности, если невозможно построение защитных механизмов для сохранения своих позиций с меньшими издержками, чем затраты на повышение эффективности. В условиях несовершенства институциональной среды[1] и ограниченных финансовых возможностей у региональных компаний построение защитных механизмов осуществляется путем создания сети отношений с государством или присоединения к холдингу. С момента начала корпоратизации крупных и средних российских предприятий система их взаимоотношений с государством значительно изменилась. В постприватизационный период на фоне распыленной собственности никто из стейкхолдеров, кроме государства, не мог противостоять силе директоров бывших советских предприятий. В условиях разрушенных хозяйственных связей и переходного кризиса государство выполняло дисциплинирующую роль. Слабая мотивация представителей государства как собственника, когда принципалом (доверителем) не является конечный бенефициар, и искусственное занижение доли обыкновенных акций в руках государства согласно российским

[1] Несовершенство институциональной среды проявляется в первую очередь в слабой защите прав собственности и контрактных прав.

схемам приватизации[1] привели к тому, что государство могло реализовать контрольные функции только при наличии сверхкрупных пакетов.

Экономический подъем в начале 2000-х годов обернулся для региональных компаний формированием системы обменов между государством и бизнесом. Региональные компании через неформальные связи с местными властями получали субсидии и преференции в конкурентной борьбе, а также защиту от враждебных поглощений. В обмен компании брали на себя ряд социальных обязательств государства по производству благ. Объектом государственной поддержки могли стать как неэффективные предприятия, так и предприятия, отвечавшие за производство общественно значимых товаров.

Корпоративная интеграция стала другим механизмом защиты региональных компаний. Членство в бизнес-группе позволяло расширить бюджетные ограничения посредством создания внутренних финансовых рынков. Холдинги облегчили своим членам доступ к новым технологиям и способствовали развитию зрелой системы маркетинга.

Выборка по уральским АО выявила три важных характеристики развития корпоративного сектора уральского региона:

- высокая степень концентрации собственности и контроля (59,2% компаний выборки отметили наличие контрольного пакета обыкновенных акций по состоянию на начало 2006 года);
- широкое распространение интеграционных процессов (48,9% ОАО выборки входят в состав различных бизнес-групп);
- большая доля участия государства всех уровней в компаниях со смешанной собственностью (с начала акционирования доля частных компаний, в которых присутствовала доля государственной или муниципальной собственности, сократилась с 51% на момент

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

приватизации до 33% в 2006 году, средний пакет обыкновенных акций, принадлежащих государству и муниципалитетам, для соответствующих периодов составил 47,3% и 40,9%)[1].

Характеризуя особенности корпоративного управления на Урале, мы сконцентрируем внимание на наиболее значимых для стабильного развития компаний механизмах: контроль со стороны доминирующего собственника, деятельность совета директоров, транспарентность, инвестиционная и дивидендная политика.

Вставка 5.1. Справка об экономике Урала

Обращаясь к анализу корпоративного управления в уральских компаниях следует отметить специфические черты экономики и институциональной среды региона. Урал – один из крупнейших регионов России, чей вклад в ВВП в 2007 году составил 15,13%. Валовой региональный продукт Уральского федерального округа уступил только Центральному федеральному округу и составил 4 276,04 млрд рублей. Лидером по вкладу в региональную добавленную стоимость является Тюменская область, благодаря доминированию добычи

[1] Для сравнения с общероссийскими тенденциями: данные выборки 822 АО, составленной ГУ-ВШЭ, свидетельствуют о меньшем распространении корпоративной интеграции (39,3% АО являлись членами бизнес-групп) и меньшем участии государства всех уровней в собственности компаний (в 11,7% АО акционерами выступили федеральные органы власти и в 7,9% АО акционерами выступили региональные и муниципальные органы власти). Уровень концентрации собственности сопоставим с выборкой уральских компаний: 65,5% АО отметили наличие контрольного пакета обыкновенных акций. (См.: Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития/ Под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2007. С. 431, 470–471.) Значительно меньшая доля государственного участия в собственности компаний отмечена и другими исследователями российского корпоративного сектора. Так, по данным Российского Экономического Барометра за 2003 год, доля государственной собственности составила 4,5%. (См.: *Капелюшников Р., Демина Н.* Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий//Вопросы экономики. 2005. № 2.)

энергетического сырья. За последние три года темп роста ВРП устойчиво опережал темп роста ВВП России.

Основу экономики региона составляет добыча полезных ископаемых (36,8% ВРП 2007 года) и обрабатывающие производства (13,5% ВРП 2007 года). Урал – транспортно-логистический центр. Доля услуг предприятий транспорта и связи в валовом региональном продукте в 2007 году достигла 7,8%, а оборот розничной и оптовой торговли составил 15,1% ВРП. В регионе также развиты образование и наука, финансовый сектор, сравнительно высока доля наукоемких отраслей (2,2% ВРП)[1].

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

– утяжеленная отраслевая структура экономики, когда две трети промышленности сосредоточено в отраслях первичного сектора с монопродуктовой направленностью;

– высокая доля оборонно-промышленного комплекса, основанного на государственном заказе;

– фабрично-заводское расселение, противоречащее требованию трудовой мобильности при неразвитой социальной и рыночной инфраструктурах.

Доминирование в экономике Уральского региона базовых отраслей означает сохранение отсталых технологий, что оборачивается низким качеством продукции. На волне благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры добывающие и металлургические компании смогли накопить инвестиционные ресурсы, стали активнее прибегать к банковским займам и инструментам фондового рынка, что создало значительные риски в условиях распространившегося на российскую экономику мирового финансового кризиса, быстро превращающегося в экономический.

Основу экономики составляют крупные и средние предприятия добывающей и обрабатывающей промышленности. Наибольшая концентрация

[1] Рассчитано по данным сборника «Регионы России. Социально-экономические показатели». М., 2008.

производства характерна для нефте- и газодобычи (Тюменская область). Свердловская область, где наибольшее на Урале развитие получили услуги и торговля, отличается наименьшими показателями концентрации. Постепенное уменьшение доли индустрии в отраслевом профиле экономики Свердловской области во многом связано с тем, что Екатеринбург является административным и финансовым центром Уральского федерального округа. Индустриальным центром Урала остается Челябинская область.

Благодаря высокой доле стратегически важных не только для Урала, но и для России предприятий государство присутствует в собственности многих компаний, особенно в обрабатывающих отраслях: 5,9% отгруженной продукции и 15,7% занятых в целом по УрФО, а для Свердловской области эти цифры составили 10,9% и 19,8% соответственно за 2006 год[1].

Исторический фон формирования региональной практики корпоративного управления составляет приватизация, которая прошла на Урале очень быстрыми темпами. Только в Свердловской области за 1992–1993 годы приватизированными оказались 34% промышленных предприятий. В 1995 году в промышленности оставались государственными только 7,5% предприятий. Это были одни из крупнейших в регионе: численность работающих на них достигала 20,1% всех занятых в промышленности области, их доля в выпуске промышленной продукции составляла 12,2%. На 1 января 2007 года всего в УрФО функционирует 9834 государственных предприятия, что составляет 2,81% от общего числа предприятий в округе.

5.2. Контроль доминирующего собственника на уральских предприятиях

Уральские АО, попавшие в выборку, характеризуются высокой концентрацией собственности: 61,8% компаний отметили наличие контрольного пакета обыкновенных акций по состоянию на начало 2006 года. На момент акционирования этот показатель составил 44,8% ответивших. Это объясняется попаданием в выборку приватизированных компаний, для которых характерна первоначальная дисперсная структура собственности, а также предприятий, образованных в рамках интеграционных процессов и инициативным путем. При этом средний размер контрольного пакета вырос незначительно – с 57,3% до 59,8% обыкновенных акций. Крупнейшими собственниками являются государство, работники как группа, исполнительный менеджмент компаний, сторонние физические лица и промышленные предприятия, в том числе группы (таблица 5.1). Профиль корпоративной собственности менялся в ходе перераспределения пакетов от работников и государства в пользу топ-менеджеров и крупных внешних акционеров – сторонних физических лиц и промышленных предприятий.

Важным аспектом корпоративных отношений на уральских предприятиях явилось сохранение за государством значимых имущественных позиций: в 2006 году государство осталось на 32,7% предприятиях выборки со средним пакетом в 40,9% акций, в то время как выборка ГУ-ВШЭ в 822 АО продемонстрировала существенно меньшее участие государства в собственности российских компаний: средняя доля владения обыкновенными акциями федеральными органами власти составила 4,7%, а региональными и местными – 1,9%. Это делает вопрос об эффективном участии независимых директоров (в соответствии с объявленной в 2008 г. программой частичного замещения чиновников независимыми директорами) в компаниях УрФО с государственным участием более актуальным, чем для других регионов.

На Урале государство сохранило свое участие в базовых отраслях экономики: цветной металлургии, машиностроении, химической промышленности, на транспорте и предприятиях связи. Муниципальная собственность характерна для предприятий с численностью сотрудников менее 300 человек (18,2% предприятий выборки), а федеральная собственность – для крупных компаний с численностью более 1000 человек

[1] Регионы России. Социально-экономические показатели. М., 2007.

(13,7% предприятий выборки). При этом региональные власти представлены в компаниях всех размеров – как объединенных в группы, так и независимых. Высокая доля государства как собственника может объясняться двумя причинами: первая заключается в значительном числе приватизированных стратегически значимых для региона предприятий базовых отраслей, вторая связана с использованием государства как гарантии низкой степени рисков для инвесторов (лоббирование интересов на отраслевых рынках, гарантированные выплаты дивидендов).

Таблица 5.1

Распределение акционерного капитала на предприятиях выборки (в % от уставного капитала)

Тип собственника	Охват выборки	Средний пакет акций	Охват выборки	Средний пакет акций	Охват выборки	Средний пакет акций
	На момент акционирования		2002		2006	
Государство	67,6	38,9	36,6	48,6	32,7	40,9
Работники	54,4	50,3	56,6	29,2	61,8	21,3
Администрация	19,1	8,8	15,0	13,4	41,8	18,9
Сторонние физические лица	35,3	22,1	43,3	27,1	52,7	27,0
Банки	1,5	10,0	1,6	85,0	10,9	41,8
Инвестиционные фонды	8,8	5,9	3,3	4,1	5,4	10,5
Нефинансовые юридические лица, в том числе:	26,5	36,6	53,3	50,9	47,2	29,1
Группа компаний	н/д	н/д	13,7	42,7	18,1	44,0
Иностранные инвесторы	3,9	20,7	1,6	28,7	7,2	44,2
Прочие	33,3	36,7	36,6	48,7	47,2	27,6
Всего ответивших ОАО	68		55		55	

Характеризуя организацию контроля на предприятиях выборки, выделим три случая: (1) наличие прямого доминирования через владение контрольным пакетом (50%+1 акция), (2) одновременное присутствие контрольного и блокирующего (больше 25%, но меньше 50%) пакета и (3) наличие только блокирующего пакета. Если число компаний с единоличным контролирующим собственником без противовеса в лице владельца блокирующего пакета практически не изменилось во времени – треть всех ответивших отметили наличие контролирующего акционера, то ситуация с двумя другими типами контроля изменилась значимо: участились ситуации только с блокирующим собственником (с 28% до 38% всех ответивших компаний); сократилось одновременное присутствие контролирующего и блокирующего акционеров (с 43% до 30% ответивших). В целом подобная динамика свидетельствует о большей дисперсии собственности. Применительно же к реализации контроля можно предположить, что сокращение одновременного присутствия контролирующего и блокирующего акционера может привести к разделению владения и управления на предприятиях выборки, поскольку отпадает необходимость в дополнительной защите доминирующим собственником своих интересов посредством монополизации функций управления на предприятии. Вместе с тем в ситуации с наличием нескольких блокирующих пакетов появляется основание для использования акционерных соглашений (см. более подробно главу 8), которые в данном случае могут рассматриваться в качестве ближайшего заменителя покупки пакета акций со своими плюсами и минусами.

Среди владельцев контрольного пакета выделяются государство (8 ОАО выборки) и внешние физические лица (7 ОАО выборки). По сравнению с другими контролирующими акционерами государство максимально использует имущественные рычаги влияния: величина среднего контрольного пакета государства составляет 59%. Генеральный директор является владельцем контрольного пакета только на трех предприятиях, а члены совета директоров являются одновременно крупнейшими акционерами также в трех случаях.

В целом уральские компании продемонстрировали более низкий уровень совмещения функций владения и управления по критериям членства крупных акционеров в советах директоров и в составе топ-менеджмента (см. таблицы 5.1 и 5.2). Так, данные крупнейшего на сегодня обследования 822 АО, проведенного исследователями ГУ-ВШЭ в 2005 году, выявили почти в половине (48%) случаев наличие крупного пакета акций у менеджера компании, а участие крупных акционеров в совете было обнаружено в 63% случаев. Во многом это связано с тем, что выборка уральских компаний построена главным образом на металлургических и машиностроительных компаниях, для которых характерно распространение интеграционных процессов. Холдинговый тип организации взаимодействия приводит к удалению акционеров как от прямого участия в управлении, так и от управления посредством совета директоров. Однако в ряде интервью респонденты отмечали, что несмотря на отсутствие формальных признаков совмещения владения и управления, реальное влияние конечных доминирующих собственников – физических лиц – очень велико.

На основании материалов обследования уральских компаний было замечено, что средняя величина пакета акций доминирующих инсайдеров ниже, чем у аутсайдеров. Причем средний контрольный пакет сторонних акционеров превышает по величине контрольные пакеты, находящиеся в руках членов советов директоров предприятий. Следовательно, позиция инсайдера компенсирует недостаток имущественного контроля.

Модель внутреннего контроля уступает место модели внешнего контроля на уральских предприятиях. Однако доминирующие собственники продолжают высоко ценить инсайдерское положение. Подтверждением этого факта может служить рост участия доминирующего собственника не в исполнительном органе общества, а в СД. Ситуация членства в совете крупного стороннего акционера – физического лица – наблюдается на предприятиях с высокой и средней концентрацией собственности. Такой путь превращения формально внешнего крупного акционера в инсайдера описан для других выборок, например, для российского банковского сектора[1].

5.3. Основные тенденции в деятельности совета директоров в уральских компаниях

Вопрос оценки результативности работы СД до сих пор не имеет однозначного ответа. Стратегия, разработанная советом, реализуется непосредственно менеджерами. В результате сложно разделить вклад совета и вклад управленцев в результат работы всей компании, отражающийся интегрированным показателем – рыночной стоимостью компании. Сложность рыночной оценки стоимости компании связана с низкой долей акций в свободном обращении, что отражает минимальную роль фондового рынка как внешнего механизма контроля деятельности менеджмента. В связи с этим существующие подходы к оценке работы советов включают критерии, отражающие ресурсы, затрачиваемые советом директоров для обеспечения качественной деятельности. К проверяемым параметрам относятся:

- состав совета (соотношение представителей разных групп инвесторов в совете, число независимых директоров и пр.);
- структура совета (число директоров, разделение поста председателя совета и исполнительного руководителя, наличие комитетов в совете и пр.);
- процедурные вопросы работы совета (число заседаний в год, наличие аппарата корпоративного секретаря, вознаграждения и оценка работы директоров и пр.);
- статус СД (полномочия реально определять стратегию предприятия, назначать, мотивировать и контролировать менеджмент, влиять на дивидендную политику и пр.).

Как работает СД в условиях высоко концентрированной собственности в региональных компаниях,

[1] Корпоративное управление в современной России: опыт и перспективы. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2007.

где превалирует модель внешнего контроля? Соответствует ли структура СД структуре собственности региональных компаний? Как участвует в работе СД крупный внешний собственник – государство? Есть ли специфика в работе СД в холдингах и независимых компаниях?

5.3.1. Состав совета директоров

Основная черта состава СД в уральских компаниях – доминирование исполнительного менеджмента и несовпадение аутсайдерской модели собственности с инсайдерской моделью совета. Среди внешних инвесторов, пожалуй, только государство в соответствии с нормативной базой управления государственным имуществом сохраняет за собой представительство в советах. Ограничить представительство государства крупные собственники не могут из-за законодательных требований, а также по причине «легкого вступления в альянс с госпредставителями», как отмечали сами респонденты.

Эта картина имеет некоторые вариации в зависимости от модели организации корпоративного контроля в компаниях (таблица 5.2). Чем ниже уровень концентрации собственности, тем выше доля исполнительного менеджмента в составе совета директоров компаний: 54,24% от общего числа директоров для компаний с высокой концентрацией и 67,86% – для компаний с низкой концентраций собственности. При низкой концентрации собственности внешние акционеры не имеют достаточных возможностей для использования СД в качестве инструмента мониторинга. Чем выше доля акционерного капитала в руках доминирующего собственника, тем реже наблюдается совмещение постов в исполнительном органе и совете директоров. Доля в СД государства как внешнего собственника также понижается с падением уровня концентрации капитала. Столь высокая доля менеджмента в советах может свидетельствовать, с одной стороны, о слабости совета как механизма мониторинга, а с другой – о том, что инсайдерский контроль продолжает сохраняться [1]. Формой

[1] Превалирующая доля менеджмента в советах директоров компаний, несмотря на существенные различия по размеру, организационно-правовой форме (ЗАО/ОАО), принадлежности к тому или иному сектору экономики и интеграционной группе было обнаружено также и в выборке 822 АО (См.: Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития/Под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2007. С. 481).

сохранения инсайдерской позиции крупнейшего собственника – физического лица чаще становится не прямое участие в управлении, а членство в СД. В то же время в структуре совета большую долю занимает группа «другие», что свидетельствует о непрозрачности компаний и может исказить часть выводов. Очень низка доля в СД институциональных инвесторов: крупные собственники не допускают представителей миноритариев к рычагам управления компаниями.

Таблица 5.2

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

Тип представителя	Вся выборка	Высокая концентрация собственности (50% + 1 акция)	Средняя концентрация собственности (>25%, но <50%)	Низкая концентрация собственности (<25%)
Высший руководитель предприятия	33,33	30,51	35,56	42,86
Заместители высшего руководителя предприятия	24,29	23,73	17,78	25,00
Представители государства	10,48	13,56	8,89	3,57
Иностранные граждане	1,43	3,39	0,00	3,57
Представители банков и институциональных инвесторов	6,19	1,69	10,16	3,57
Представители иностранных инвесторов	0,95	0,00	0,95	0,00
Другие	22,86	25,42	26,67	21,43
Сторонние акционеры, российские граждане	0,48	1,69	0,00	0,00
ИТОГО	100,00	100,00	100,00	100,00

Вставка 5.2. ОАО «Уралсвязьинформ»: корпоративная интеграция и развитие корпоративного управления в телекоммуникациях.

ОАО «Уралсвязьинформ» – ведущий оператор связи Урала, образовано в 2002 году путем реорганизации телекоммуникационной отрасли уральского региона. Шесть компаний Свердловской, Челябинской, Тюменской, Курганской областей, ХМАО и ЯНАО были присоединены к оператору связи Пермской области «Уралсвязьинформ». Сегодня «Уралсвязьинформ» входит в состав холдинга «Связьинвест» (51,4% голосующих акций), основным акционером которого является государство (75% минус 1 акция), осуществляющее контроль за инфраструктурной отраслью. Остальными акциями «Уралсвязьинформа» владеют физические лица (5,5% акций) и юридические лица (40,3% акций). В форме ADR обращается 2,8% акций. Реализация крупных инфраструктурных проектов привела компанию к привлечению инвестиционных средств на отечественных и зарубежных рынках. Обыкновенные акции компании прошли листинг в РТС, на ММВБ. ADR компании участвуют в торгах на фондовых биржах Франкфурта и Берлина, а также на внебиржевом рынке США. Эмиссионная активность «Уралсвязьинформ» (УСИ) отразилась на открытости компании для стейкхолдеров и аналитиков. Общество регулярно взаимодействует с международными рейтинговыми агентствами Standard&Poor's и Fitch Ratings по вопросу пересмотра долговых кредитных рейтингов.

Систему корпоративного управления УСИ определяют два основных фактора: структура капитала, ориентированная на внешнее финансирование, с одной стороны, и структура компании во главе с доминирующим собственником – холдингом «Связьинвест», с другой.

1. Политика привлечения инвестиций на открытом рынке привела к созданию развитой системы коммуникаций с инвесторами (конференции, индивидуальная работа с инвесторами, корпоративный сайт, страницы компании в системах СКРИН «Эмитент» и Bloomberg. С 1998 года УСИ составляет финансовую отчетность по стандартам МСФО, в 1995 году впервые проведен международный аудит финансовой отчетности компанией Coopers&Lybrand. Уважая права миноритарных акционеров, общество регулярно выплачивает дивиденды с 1996 года. Кризис не привел к изменению дивидендной и информационной политики компании.

2. Концентрированная структура собственности и централизация управления в холдинге «Связьинвест» отразилась на специфике состава совета директоров и системе принятия решений в компании. В состав совета входят 11 человек, более половины из которых являются менеджерами «Связьинвеста». Характеру операций на международных фондовых рынках соответствует привлечение в совет трех независимых директоров. Взаимодействие с холдингом требует усложнения процедурных вопросов работы совета и его структуры: заседания проводятся не реже 9 раз в год, а в 2008 году было проведено 25 заседаний (очных и заочных); с 2004 года в компании введена должность корпоративного секретаря со специально организованной службой; с этого же времени функционируют комитеты по аудиту, кадрам и вознаграждениям, корпоративному управлению и стратегическому развитию.

Доля менеджеров в советах директоров неинтегрированных компаний в 1,3 раза выше, чем в группах. Доминирование внешних собственников в группах и отделение собственности от управления стимулировало большее присутствие акционеров-аутсайдеров в составе СД. Представители крупных внешних инвесторов в 1,2 раза чаще участвуют в советах интегрированных компаний, чем независимых. При этом основная доля внешних собственников выше на рядовых предприятиях группы, где сложилась модель внешнего корпоративного контроля. В управляющих компаниях государственные представители встречаются в советах в два раза чаще, чем в независимых компаниях, в то время как по показателю участия государства в собственности превышение составляет 1,4 раза. Это позволяет использовать связи чиновников для решения стратегических вопросов ком-

пании на уровне региона и Федерации. Кроме того, государство в большей степени заинтересовано в контроле над крупным бизнесом посредством имущественных и неимущественных механизмов[1].

Непростым является вопрос о том, каким образом государство использует СД для защиты своих интересов как собственника. Для решения задачи выявления влияния государственного участия в собственности на характер развития внутренних механизмов корпоративного управления мы разделили все предприятия, ответившие в 2006 году на выделенные блоки вопросов (73 ОАО), на две группы: компании с госучастием (22 ОАО) и частные компании (51 ОАО).

Таблица 5.3

Структура СД в частных компаниях и компаниях с участием государства[2], средняя доля представителей в совете (%)

Типы представителей акционеров в совете директоров	Частные компании	Компании с государственным участием
Менеджеры предприятия	51,1	58,3
Представители российских физических лиц и нефинансовых юридических лиц	25,8	20,1
Представители государства	7,8	9,0
Представители иностранных инвесторов	5,3	0,0
Представители банков и институциональных инвесторов	10	12,6
ИТОГО	100,00	100,00

В уральских компаниях с госучастием, равно как и в частных компаниях, оказывается распространенной модель инсайдерского совета (таблица 5.3). Даже при наличии крупных внешних собственников большинство директоров составляют менеджеры компании. Во многом это связано с качеством работы представителей государства. По российскому законодательству, государственные чиновники не могут получать за работу в СД денежное вознаграждение, и в связи с этим прямые финансовые стимулы к их эффективной агентской деятельности отсутствуют[1]. В то же время государство поддерживает интересы миноритарных акционеров, что проявляется в более высоком проценте представителей институциональных инвесторов и банков в советах (10% от общего числа директоров в СД компаний с госучастием против 5,66% – в частных компаниях). Напротив, позиции крупных инвесторов в СД компаний с госучастием представлены слабее, чем в частных компаниях. Проведенные интервью с председателями и членами советов директоров уральских компаний продемонстрировали большую лояльность компаний к участию властей в управлении бизнесом. Только один респондент в опросе 2006 года указал на вмешательство государства-собственника как барьер на пути развития корпоративного управления на своем предприятии.

Практика работы независимых директоров на Урале пока не столь значительна, чтобы можно было сделать однозначные выводы об ее эффективности с точки зрения защиты интересов акционеров и инвесторов. В частных компаниях независимые директора встречаются в 19,6% случаев, а в компаниях с госучастием этот показатель достигает 32%. Государство как собственник способствует внедрению института независимых директоров как одного из стандартов лучшей практики корпоративного управления. Однако руководители и члены СД опрошенных компаний отмечали отсутствие какого-либо реального положительного эффекта для работы компаний от наличия независимых директоров в период

[1] Для советов интегрированных структур характерно также большее участие государства, в первую очередь, органов власти федерального уровня, в то время как в независимых компаниях закрепляется взаимодействие с властями регионального уровня. Аналогичные результаты были получены по выборке 822 АО (См.: Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития//Под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2007. С. 481).

[2] Среди предприятий выборки с участием государства в 8 ОАО наблюдается отсутствие в советах представителей государства.

[1] Более подробно о проблемах участия госслужащих в работе советов АО с государственным участием в связи с возможностями привлечения независимых директоров см. в главе 1 настоящего доклада.

до 2004 года. Независимые директора оценивались ими как формальное следование современным стандартам корпоративного управления. Высокая доля присутствия исполнительного менеджмента в составе советов значительно снижала роль независимых директоров в принятии стратегических решений. С 2004 года параллельно наблюдались следующие тенденции: повышение активности компаний на отечественных и зарубежных финансовых рынках и усиление интеграционных процессов, что повысило спрос на независимых директоров. Подчеркнем, что эти выводы сделаны до перехода в активную фазу процесса замещения чиновников на независимых директоров в АО с госучастием.

Важно отметить смещение ожиданий в отношении результатов деятельности независимых директоров: вместо надежд на улучшение работы совета и защиту интересов инвесторов и прочих заинтересованных лиц руководители компаний стали рассчитывать на позитивные результаты для оперативного и стратегического управления бизнесом.

В последние годы заметной тенденцией в работе СД является введение должности корпоративного секретаря. 55 из 100 компаний выборки положительно ответили на вопрос о наличии корпоративного секретаря. В основном это крупные, зачастую интегрированные, компании с большим по численности советом директоров. Логическим объяснением такой ситуации могут служить следующие мотивы:

1. Крупные компании, имеющие большие советы со сложной структурой комитетов, нуждаются в координационной и организующей роли корпоративного секретаря.

2. Данные компании в большей степени представлены на фондовом рынке, что увеличивает сложность и расширяет круг вопросов, рассматриваемых советом. Наличие корпоративного секретаря может облегчить работу совета.

3. В период с 2004 по 2006 год крупные компании проводили стратегию роста, основанную на приобретении новых активов, что увеличивало объем работы совета и аппарата корпоративного секретаря.

5.3.2. Структура совета директоров

Исследование показало, что обычной практикой компаний является ситуация, когда в совет директоров предприятия входит семь человек, причем с увеличением размера предприятия растет и совет (от пяти человек до пятнадцати максимально).

Общей тенденцией стало распространение практики создания комитетов в советах и увеличение разнообразия их структуры. В целом по выборке 36% респондентов отметили наличие комитета по аудиту (что связано с тенденцией дополнения функций внешнего аудитора функциями внутреннего аудита) и 26% – комитета по стратегическому управлению и финансам (что отражает главные функции совета как органа управления акционерным обществом). Наиболее развита система комитетов в советах интегрированных компаний. Чаще всего эти компании используют комитет по стратегическому управлению (36% положительных ответов). Можно предположить, что в холдингах стратегическим функциям совета уделяется большее внимание. В компаниях с государственным участием практика использования комитетов в составе совета распространена значительно меньше: 54,5% случаев против 63,8% в частных акционерных обществах.

Совмещение поста председателя совета и генерального директора встречается на 22,2% АО выборки. Более чем на половине предприятий выборки должность председателя СД занимает не представитель менеджмента. Вместе с тем, нельзя сказать, что совет директоров возглавляет «стороннее лицо». Председатель СД в большинстве случаев так или иначе связан с предприятием: это может быть представитель головной организации или бывший руководитель предприятия. На стратегически важных и крупных предприятиях Урала советы директоров возглавляются представителями органов власти. Необходимо отметить, что смена председателя СД на таких предприятиях тесно связана с политическими процессами в регионе. Так, после смены губернатора Тюменской области в 2001 году и прихода к власти новой команды были существенно обновлены советы директоров на крупных предприятиях.

Вставка 5.3. ОАО «ВСМПО-АВИСМА»: государство и региональный бизнес

ОАО «ВСМПО-АВИСМА» – российская металлургическая компания, крупнейший в мире производитель титановой губки. Штаб-квартира и основное производство ОАО находятся в городе Верхняя Салда Свердловской области. Компания является ведущим поставщиком авиационного титана для Airbus и вторым – для компании Boeing. 70% продукции поставляется на экспорт. «ВСМПО-АВИСМА» является одной из двух российских компаний, имеющих международную аккредитацию Nadcap для производителей в аэрокосмической и военной промышленности. В начале 2008 года было объявлено о подписании долгосрочного контракта с фирмой «Сафран», который выводит «ВСМПО-АВИСМА» на позиции основного поставщика титана для группы международных производителей.

Роль корпорации в региональной и национальной экономике определила высокую долю участия государства в собственности. В 2006 году топ-менеджмент «ВСМПО-АВИСМА» продал 66% акционерного капитала Рособоронэкспорту. В связи с этой сделкой контроль над компанией – мировым лидером в производстве продукции стратегического значения перешел от менеджмента к государству. Пакет размером 3,8% акций остался в руках бывшего генерального директора, ныне президента корпорации В. Тетюхина. В конце 2008 года акции были переданы государственной корпорации Ростехнологии, которая только в Свердловской области получила в управление пакеты 16 компаний. Контроль над деятельностью крупнейшей титановой корпорации государство осуществляет и через совет директоров, который возглавляет С. Чемезов – генеральный директор Ростехнологий. Взаимодействие с региональными властями наиболее ярко проявилось в проекте «Титановая долина», инициированном губернатором Свердловской области в 2006 году с целью создания свободной экономической зоны (СЭЗ), что позволило бы увеличить инвестиционные возможности области. Ранее

планировалось, что разместившиеся в «Титановой долине» предприятия будут иметь льготы по таможенным пошлинам и налогообложению. Общий объем инвестиций в социальное развитие и развитие инфраструктуры СЭЗ планировался в сумме порядка 12 млрд рублей. В частности, из федерального и областного бюджетов предусматривалось направить 4 млрд рублей. Остальные средства должны быть привлечены от иностранных компаний, заинтересованных в производстве продукции высоких переделов, таких как Boeing, Yamaha, Rolls-Royce и Tital. Идея СЭЗ позднее была преобразована в титановый кластер как точку роста региональной экономики. Однако, несмотря на активное продвижение проекта губернатором Э. Росселем и поддержку Минэкономразвития РФ, «Титановая долина» до сих пор не создана. Активизация усилий по проекту началась в связи с поставленной задачей к 2012 году удвоить в физическом выражении объем производства «ВСМПО-АВИСМА», чему оказывает поддержку новый держатель контрольного пакета – ГК Ростехнологии.

Для компаний с высокой концентрацией собственности менее характерно совмещение должности председателя совета директоров и генерального директора (33,3% случаев в группе). Обратная картина наблюдается в компаниях с низкой концентрацией капитала (41% случаев в группе), где у сторонних инвесторов отсутствуют существенные рычаги для противостояния контролю менеджмента над компанией.

5.3.3. Процедурные вопросы работы совета

Наиболее распространенным режимом работы СД являются ежеквартальные заседания либо заседания 3 раза в год. Только на 7% предприятий выборки заседания происходят раз в месяц. Однако число заседаний не отражает качества работы компаний. Респонденты сами отмечали формальность тех заседаний, которые проводятся заочно.

В случае преобладания представителей администрации предприятия в составе СД его заседания проводятся довольно редко. Многие респонденты отмечали,

что решают вопросы без созыва совета. Вполне очевидно, что в этом случае совет директоров как институт корпоративного управления фактически не действует. Относительно часто заседания совета происходят в холдинговых структурах. Это, вероятно, объясняется большей востребованностью совета в качестве координирующего инструмента для сложной системы управления холдингом. Через членство в совете директоров руководителям холдингов удается выстраивать властную вертикаль.

Важный аспект деятельности СД состоит в его роли согласования позиций по важным вопросам, которое происходит между всеми сторонами, влияющими на процесс принятия решений. Респонденты на ряде предприятий (в основном средних неинтегрированных компаний, эффективность использования которыми формы открытых акционерных обществ остается не совсем ясной самим респондентам) отмечали формальный характер заседаний совета даже при очном голосовании. Таким образом, менеджмент предприятия имеет возможность проводить удобные для себя решения практически без обсуждения с внешними акционерами, если среди последних отсутствуют крупные инвесторы. Подобная практика наблюдается в компаниях с блокирующим и меньшим пакетом в руках внешних собственников. Режим предварительных договоренностей позволяет обеспечить бесконфликтность заседаний СД.

5.3.4. Статус совета директоров

Можно выделить общие для многих советов сферы компетенции: формулировка стратегии развития компании, согласование финансовых вопросов, утверждение отчетности перед акционерами. Необходимо отметить, что функции СД уральских компаний не распространяются на кадровые вопросы. В то же время полномочия СД различаются от предприятия к предприятию, что обусловлено в первую очередь принадлежностью компаний к интегрированным структурам. В этом случае на советы ложатся дополнительные функции по принятию решений структурного характера и согласованию интересов холдинга и его рядовых членов.

В условиях нынешнего финансово-экономического кризиса проявляется слабость СД в осуществлении стратегической функции и контроля над менеджментом. Так, за осень 2008 года в уральских компаниях группы «РЕНОВА» советы ни разу не собирались на официальные заседания. На первый план выдвигается роль доминирующего собственника, даже если он по формальным признакам отделен от управления. Голосование часто происходит по директивам крупных собственников или государства. В результате заседания СД превращаются в легитимную процедуру закрепления решений собственника. Функция совета сводится к определению времени, когда фиксируется решение. В целом в период кризиса усиливается роль доминирующих собственников и сокращаются расходы компаний на корпоративное управление. В условиях слабой защиты прав собственности предпринимаются попытки закрепить сращивание функций управления и владения. В этой связи можно ожидать дальнейшего усиления концентрации собственности.

5.4. Транспарентность компаний: состояние регионального бизнеса на фоне крупнейших общероссийских корпораций

Для российских компаний в целом характерен невысокий уровень прозрачности бизнеса, что во многом обусловлено концентрированной структурой собственности. Это подтверждают результаты регулярных обследований рейтингового агентства Standard&Poor's (2006, 2007, 2008)[1].

Среди 70 крупнейших российских компаний, попавших в выборку S&P в 2006 году, было 7 уральских ком-

[1] Standard&Poor's. Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2008 году: Незначительный прогресс на фоне резкого снижения количества IPO; Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2007 году: Значительные изменения в десятке лидеров; Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2006 году: Скромные успехи на фоне всеобщего стремления к IPO/Электронный ресурс/http://www.standardandpoors.ru/article.php

паний, из которых в первой двадцатке рэнкинга информационной прозрачности оказались две: ОАО «Мечел» и «Уралсвязьинформ». В 2007 году в первую двадцатку рэнкинга попали четыре уральские компании: «Мечел», «Евраз Групп С. А.», «Магнитогорский металлургический комбинат» (ММК) и «Трубная металлургическая компания» (ТМК). При отсутствии в последние годы значимой положительной динамики в общем уровне прозрачности российских компаний произошло серьезное улучшение рейтингов отдельных компаний. Из «уральцев» наибольший рост в 2007 году продемонстрировали «Евраз Групп» и ММК, а в 2008 году – ТМК.

Компании, попавшие в нашу выборку 2006 года по Уралу[1], по показателям публично раскрываемой информации существенно не отличаются от российских компаний в целом. По сравнению с результатами опроса 2002 года объем публикуемой информации и формы ее представления расширились по всему массиву компаний, что связано в целом с улучшением практики корпоративного управления. Лидером в этом процессе оказался крупный бизнес. Компании, использующие фондовый рынок для финансирования инвестиционных программ, демонстрируют более полное в сравнении с требованиями Закона РФ «Об акционерных обществах» и Положений ФСФР об эмисионной деятельности раскрытие информации. В дополнение к этому членство в бизнес-группе становится фактором информационной открытости компаний.

В 2006 году 12 ОАО против 3 ОАО в 2002 году вели отчетность по МСФО и GAAP; 30% опрошенных предприятий планировали ввести отчетность по международным стандартам. Внедрение стандартов МСФО характеризовало компании, расширяющие инвестиционную активность, при этом источники финансирования инвестиций особого значения не имели. Также росту внутренней прозрачности компаний способствовала их экспортная деятельность, которая традиционно асоциируется с повышением эффективности управления.

[1] Всего на блок вопросов о раскрытии информации ответило 65 ОАО уральского региона.

В то же время открытости компаний по-прежнему препятствует высоко концентрированная структура собственности и инсайдерский характер контроля. Риски, связанные с прозрачностью бизнеса, ставились руководителями компаний на первое по значимости место в ряду препятствий на пути применения стандартов корпоративного управления. В числе серьезных барьеров назывались также макрориски, связанные с несовершенством российского законодательства и низкой окупаемостью затрат на корпоративное управление.

Показательным примером перехода от информационной закрытости до момента IPO к последующей сравнительной транспарентности может служить группа компаний ММК, которая на 1 марта 2009 года включала в себя 62 общества. Базовое предприятие холдинга – Магнитогорский металлургический комбинат – крупнейшее предприятие черной металлургии России, его доля в объеме металлопродукции, реализуемой на внутреннем рынке страны, составляет около 20%. Группа ММК проводит агрессивную корпоративную политику, в том числе скупая промышленные активы в целях обеспечения сырьевой независимости комбината. Ценные бумаги ММК торгуются на двух российских площадках (РТС и ММВБ) и на одной зарубежной (LSE).

В рэнкинге транспарентности крупнейших российских компаний Standard&Poor's ММК перемещался с 34-й позиции в 2005 году на 37-ю в 2006 году и на 13-ю позицию в 2007 году. Резкий скачок произошел в процессе и после размещения акций компании на London Stock Exchange. Непрозрачная структура собственности в группе ММК изначально возникла на основе перекрестного владения акциями компаний группы, которое обеспечивало контроль над группой в руках менеджмента комбината. Окончательно контроль был получен в 2004 году с приобретением государственного пакета акций (17,82% уставного капитала) компанией UFGIS Structured Holdings Limited, аффилированной с менеджментом ММК. Накануне IPO на LSE ММК разместил на своем сайте информацию, из которой следовало, что 42,44% акций комбината принадлежит кипрскому оффшору Mintha Holding Ltd., 43,11% – Fulnek Enterprises Ltd.,

а 7,37% – UFG Structured Holdings Ltd. Банки – организаторы публичного размещения акций подтвердили, что 85,55% акций ММК через Mintha Holding и Fulnek контролирует председатель совета директоров комбината В. Рашников.

В отношении других аспектов транспарентности ММК является одним из лидеров среди российских компаний. В 2001 году в компании приняты Кодекс корпоративного управления и Кодекс деловой этики. С 2001 года финансовая отчетность составляется по международным стандартам финансовой отчетности (US GAAP, IAS, IFRS). Кроме сайта компании и специализированных изданий для акционеров, группа ММК распространяет информацию через две магнитогорские газеты и местный телевизионный канал, поскольку металлургический комбинат является градообразующим для Магнитогорска. Совет директоров ММК имеет в своем составе службу корпоративного секретаря и четыре комитета (по инвестиционной политике и взаимодействию с государственными органами, по стратегическому планированию и корпоративному управлению, по аудиту, по кадрам и вознаграждениям).

Другим примером уральской компании, успешно продвигавшейся к информационной открытости, хотя и менее известным, чем ММК, является Группа «Синара» – диверсифицированная компания, объединяющая 18 предприятий различной отраслевой направленности. Группа создавалась с 2001 года на базе ОАО «СКБ-банк» как инвестиционная компания, внедряющая современные технологии управления бизнесом. Приоритетными бизнес-направлениями группы являются железнодорожное машиностроение, финансовые услуги, девелопмент. В современном виде Группа «Синара» сформировалась в 2006 году в результате слияния с ЗАО «Металлпром», которое контролировалось председателем совета директоров ТМК Д. Пумпянским. Он возглавил и совет директоров ЗАО Группа «Синара» после слияния.

Хотя «Синара» организована в форме ЗАО, и сама группа, и входящие в нее предприятия характеризуются достаточно высоким уровнем транспарентности. Во всех акционерных обществах группы существуют реально действующие советы директоров. В самой группе в 2007 году в состав СД введены независимые директора. В структуре совета создан комитет по стратегическому развитию. Транспарентность группы повышается благодаря участию Европейского банка реконструкции и развития в собственности СКБ-банка, а также полученным от ЕБРР кредитам. Поскольку Группа«Синара» является инвестиционной компанией с большой долей банковского направления, она активно использует фондовый рынок для привлечения финансовых средств через облигационные выпуски СКБ-банка, причем они запланированы и на 2009 год. Изначально в группе была налажена система управленческого учета, которая в 2007 году дополнилась внедрением финансовой отчетности по стандартам МСФО. Тогда же Группа «Синара» провела оценку своей рыночной стоимости в целях повышения управляемости бизнеса. Исполнительный менеджмент подчеркивает дисциплинирующую роль внедрения МСФО.

Примером закрытой региональной компании с концентрированной собственностью является ОАО «Уральская горно-металлургическая компания» (УГМК) – второй по величине производитель меди в России. Штаб-квартира компании находится в городе Верхняя Пышма, рядом с Екатеринбургом. УГМК объединяет активы более 40 предприятий, расположенных в 11 регионах России. В состав холдинга входит сырьевой, металлургический, обрабатывающий, электротехнический комплексы, машиностроительные заводы, производство стройматериалов, научная база, угледобывающие компании, благотворительный фонд. Основным владельцем компании считается ее президент И. Махмудов. До кризиса 2008 года компания реализовывала стратегию роста за счет крупных приобретений в базовой, смежных и непрофильных отраслях. Основным инструментом корпоративного контроля в УГМК традиционно являлся контроль со стороны мажоритарных собственников, непосредственно участвующих в управлении. Эмиссионная деятельность компаний, входящих в состав ОАО УГМК, не отличается активностью, что позволяет снизить усилия по раскрытию информации

и поддержанию котировок ценных бумаг. Так, головное предприятие ОАО «Уралэлектромедь» только в 2007 году осуществило дебютную эмиссию облигаций.

Концентрированный инсайдерский контроль повлек за собой низкую востребованность инструментов корпоративного управления. В компании не принят собственный кодекс корпоративного управления. совет директоров УГМК не выполняет роль эффективного внутреннего механизма. В состав СД входят семь человек, среди которых отсутствуют независимые директора. В компании не введена должность корпоративного секретаря.

5.5. Дивидендная политика уральских корпораций: проблема защиты интересов инвесторов

В целом ситуация с выплатой дивидендов компаниями Уральского региона оставляет желать лучшего.

Для сравнения результатов, полученных нами по дивидендной политике, приведем итоги обследования 822 АО, проведенного ГУ-ВШЭ в 2005 году[1]. За период с 2001 по 2003 год выплата дивидендов хотя бы один раз происходила в 37% компаний выборки, а четверть платили их регулярно – все три раза. Регулярность выплаты дивидендов исследователи связывали с: (1) активностью компаний на фондовом рынке, (2) совмещением владения и управления на предприятиях, где директор одновременно являлся акционером. Наличие наемных менеджеров при внешней собственности, напротив, препятствовало выплате дивидендов. Предприятия с регулярной выплатой дивидендов характеризовались также высокой долей мелких акционеров.

Доля уральских предприятий, регулярно выплачивавших дивиденды как минимум за три года, предшествовавших опросу, составила 25,5%. Исходя из материалов интервью, мы можем назвать несколько причин

[1] Долгопятова Т. Г. (ред.). Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ» М.: МОНФ и АНО «Проекты для будущего». 2006. № 180.

такой относительно высокой частоты выплат дивидендов для уральских компаний.

Большинство компаний выборки акционировались в 1992–1993 годах. Начало выплаты дивидендов в большинстве случаев произошло в 1992–1994 годах. Раньше остальных стали выплачивать дивиденды небольшие предприятия в сфере строительства, связи и других услуг; несколько позже – предприятия промышленности. В большинстве случаев первая группа компаний – это образованные инициативным способом «новые» акционерные компании, не имевшие опыта работы в советских условиях. Вторая группа – приватизированные бывшие государственные крупные и средние предприятия. Именно первая группа компаний демонстрирует интерес собственников к получению дохода на вложенный капитал в виде выплат дивидендов. Кроме того, для образования первой группы предприятий собственники вкладывали собственные средства, в отличие от ваучерной приватизации во второй группе, при которой ни предприятия, ни собственники не оперировали реальными деньгами.

Вторая волна начала выплаты дивидендов приходится на 2000–2003 годы. Она была связана с подъемом экономики после кризиса 1998 года и одновременным приходом новых собственников, что, как можно предположить, обусловит активизацию дивидендной политики в результате перераспределения контроля вследствие начавшегося в 2008 году кризиса. Решения руководства некоторых компаний по выплате дивидендов за 2008 год в контексте нынешней экономической ситуации воспринимаются скорее как признак готовящейся продажи бизнеса, нежели улучшения практики корпоративного управления.

В нашей выборке присутствуют предприятия, где до 2004 года выплата дивидендов не осуществлялась. Чаще всего это небольшие предприятия с высоко концентрированной внешней собственностью, для которых характерны изъятия свободных денежных средств вне процесса распределения прибыли. Широкие возможности по выводу активов позволяют снизить налогооб-

лагаемую прибыль компаний и сократить налоговое бремя для собственников.

Структура собственности на предприятиях оказывает непосредственное влияние на дивидендную политику. Прежде всего наиболее существенным фактором выступает государственное участие: дивиденды выплачиваются почти на всех предприятиях, где среди собственников присутствует государство, и абсолютно на всех, где государство владеет контрольным пакетом акций. Регулярность выплаты дивидендов за трехлетний период, предшествоваший опросу, отметили 69% компаний с государственным участием и всего 6,8% частных компаний. В частности, УГМК не выплачивает дивиденды своим акционерам (они были выплачены только один раз в 2006 году).

На тех предприятиях, где контрольный пакет остается в руках трудового коллектива, дивиденды выплачиваются почти всегда. Напротив, невыплаты дивидендов более свойственны предприятиям, где контрольный пакет акций сосредоточен в руках сторонних физических лиц или предприятий – коммерческих партнеров. В последнем случае можно предположить реализацию типичной российской схемы трансфертного ценообразования, за счет которого и получаются доходы от собственности, а выплата дивидендов становится необязательной процедурой.

Факт консолидации собственности оказывает негативное воздействие на готовность к выплате дивидендов. На предприятиях с высокой концентрацией собственности дивиденды выплачивали с 1993 года, равно как и на предприятиях со средней и низкой концентрацией собственности. Однако после 1996 года контролирующие собственники в наименьшей степени выполняли обязательства по соблюдению прав миноритариев. Тем не менее в целом выплата дивидендов – относительно частое явление для Урала: за период с 1993 по 2005 год, по которому собран массив данных, только 1999 год стал годом тотальной невыплаты.

Основной мотив к невыплате дивидендов – это необходимость крупных инвестиционных затрат. В то же время на предприятиях, готовящих выпуск ценных бумаг, выплаты дивидендов рассматриваются как сигнал для инвесторов, обеспечивающий успешное размещение ценных бумаг. Другим значимым фактором регулярности выплаты дивидендов можно назвать рыночное и финансовое положение предприятий. На тех предприятиях, где дивиденды выплачиваются, большинство руководителей уверенно заявляют о том, что являются лидерами отрасли, а самое распространенное оправдание невыплаты дивидендов – недостаток средств у предприятия. Наиболее последовательно дивидендную политику уральские компании проводили в период роста экономики страны и региона начиная с 2000 года.

Структура источников финансирования инвестиций существенно влияет на дивидендную политику. Так, среди предприятий, не выплачивающих дивиденды, 63% наиболее приемлемым для себя считают банковские кредиты (среди выплачивающих дивиденды эта цифра на 10 пунктов меньше). Напротив, вторая группа предприятий более склонна прибегать к выпуску акций и облигаций (по 12,8% – почти в 4 раза чаще, чем компании, не выплачивающие дивиденды).

Поскольку собственные средства предприятий занимают большую долю в структуре финансовых источников инвестиций, проблема нехватки средств часто решается за счет отказа от выплат дивидендов, что в общем не так плохо по сравнению с развитием бизнеса посредством долгового финансирования под залог ценных бумаг в контексте кризисных явлений 2008–2009 годов. Несмотря на то что в целом выплата дивидендов не кажется большинству респондентов обязательной и ею легко пренебрегают, абсолютно все уральские предприятия, выплатившие дивиденды в 2005 году, делали это в денежной форме, что соответствует интересам миноритарных акционеров.

5.6. Антикризисная адаптация уральских компаний

Частные компании отличает более активная инвестиционная деятельность. Этому есть несколько подтверждений. По источникам финансирования инвестиций

государство как собственник поддерживает ориентацию компаний на заемный капитал. Это может свидетельствовать о том, что региональные уральские компании используют государственное участие как гарантию надежности заемщика, что удешевляет доступ к финансовым ресурсам. Кроме того, компании со смешанной структурой собственности в большей мере рассчитывают на получение финансовой поддержки от государства (81% против 51% частных компаний). Эмиссионная деятельность и активность на фондовом рынке среди компаний с государственным участием значительно ниже, чем среди частных компаний. За три года, предшествовавших опросу 2006 года, треть частных компаний произвели выпуски акций (25%) или облигаций (8%), а в компаниях со смешанной собственностью такая деятельность не велась.

Слабая инвестиционная активность, как правило, сопровождается более коротким горизонтом стратегического планирования. Треть компаний с государственными пакетами акций оценила горизонт планирования в один год, в то время как частные компании расширили горизонт до трех (29% частных ОАО) и пяти (27% частных ОАО) лет.

В 2008 году ситуация со среднесрочным планированием концентрируется вокруг решения проблемы резкого сокращения «кредитного плеча». На совет директоров увеличилась нагрузка по принятию решений в связи с пролонгацией ранее полученных кредитов, частичным их погашением, что должно привести к сокращению долговой нагрузки. Переориентация советов на принятие решений с меньшим горизонтом планирования озвучена УГМК, о тех же действиях в отношении кредитного портфеля сообщила ОАО «ВСПМО-Ависма».

Инвестиционные программы составляются в соответствии с размером доли займов в структуре баланса компаний. Чрезмерная кредитная нагрузка стала острейшей проблемой для уральских металлургов. Так, УГМК замораживает все непрофильные инвестиции.

За период роста на большинстве предприятий Урала осуществлялась модернизация основных мощностей. Однако это не привело к серьезным изменениям двух важнейших показателей эффективности использования ресурсов компаниями – производительности труда и доли добавленной стоимости в продукции. Следует признать, что ни одна крупная уральская компания из базовых отраслей не добилась передела с высокой долей добавленной стоимости. Исключение составляет, пожалуй, ТМК, которая сохраняет устойчивое финансовое положение и активизировалась на рынке слияний и поглощений в приобретении недооцененных банковских активов.

Финансово-экономический кризис вынудил компании пересмотреть свои стратегии диверсификации. Так, в условиях кризисной неопределенности УГМК проводит более сдержанную политику в области приобретений и инвестиционных проектов. Холдинг отложил создание авиакомпании «Уктусский перевозчик», в Свердловском областном суде началась процедура банкротства одной из компаний, входящих в УГМК, – «УралМедьСтрой 1». Замедлились темпы работ над проектом «Екатеринбург-Сити». Усилия сконцентрированы на удержании текущей ситуации с производством основных видов продукции. В разной степени кризис отразился на диверсифицированных направлениях деятельности компаний Группы «Синара». Резкому сокращению подверглось девелоперское направление при незначительных изменениях в железнодорожном машиностроении. Изменения в банковском направлении вызваны приобретением в конце 2008 года по крайне низкой цене ОАО «Свердловский губернский банк», находящегося на грани банкротства. В этой сделке группа получила поддержку государства со стороны ГК «Агентство по страхованию вкладов» в форме финансовой помощи для предупреждения банкротства банка «Губернский». Интересы государства в развитии банка «Губернский» подкрепляются на уровне региона, поскольку Правительству Свердловской области принадлежит пакет в 24,12% акций банка.

Кризисная ситуация питает тенденцию к централизации деятельности, как на уровне национальных холдингов, так и региональных компаний. В частности, усиливается централизация внутри «Уралсвязьинформа»

(УСИ). С 2008 года проводится реорганизация деятельности УСИ, направленная на централизацию коммерческого и технического направлений работы компании, что должно позволить сохранить рыночные позиции клиентоориентированного оператора. В программу антикризисных мер включены: сокращение непрофильных активов, повышение эффективности использования высвобождающихся вследствие технического перевооружения площадей, программа повышения операционной эффективности, разработанная совместно с концерном Siemens, увеличение доли аутсорсинга в основной деятельности.

Тяжелые условия кризиса приводят руководителей компаний к решению о сокращении затрат на корпоративное управление. Одновременно становится очевидным реальное положение дел в компаниях, не искаженное зачастую отфильтрованной информацией, которую они прежде распространяли. До кризиса компании прилагали большие усилия в направлении репутационного менеджмента, проявлявшиеся в разных формах, в том числе в сфере корпоративной социальной ответственности (КСО). Краткосрочные последствия кризиса продемонстрировали, какие реальные шаги в повышении эффективности работы компаний были предприняты, а также насколько важны для них те мероприятия, с помощью которых они старались создать благоприятный имидж в глазах заинтересованных лиц. Сегодня большинство компаний проводят значительные сокращения работников и прекратили экологические программы.

В то же время стоит отметить, что по пути массовых увольнений идут компании, перегруженные долговыми обязательствами, столкнувшиеся с резкой нехваткой ликвидности и падением продаж. Напротив, финансово устойчивые компании не прибегают к сокращению производственного персонала и усовершенствуют систему менеджмента. Так, «ВСМПО-АВИСМА» договорилась с коммерческими банками о предоставлении кредита в сумме 160 млн долларов с возможностью продления до пяти лет. Одновременно компания разработала внутренние антикризисные меры, которые включают: сокращение управленческого аппарата на 100–120 человек без увольнения основного производственного персонала; ликвидацию непроизводственного филиала в г. Верхняя Салда; снижение операционных издержек. Социально ответственное поведение «Уралсвязьинформа» проявляется в ориентации на сохранение коллектива. Сокращение затрат на персонал выразилось в изменении системы премирования, ее жесткой привязке к результатам деятельности. Компания уже столкнулась с ростом дебиторской задолженности, однако устойчивость спроса на услуги связи обеспечивает ей стабильность доходов в первую очередь в корпоративном секторе. Существенных изменений в системе корпоративного управления не произошло, кроме отказа директоров – членов правления от вознаграждения на период кризиса. Аналогичный шаг предпринял совет директоров ММК на период действия своих полномочий.

В целом необходимо отметить, что стратегия финансирования инвестиций, рыночное положение, масштаб операций и тип корпоративного контроля по-прежнему продолжают определять практику корпоративного управления в компаниях и направления ее изменения в условиях кризиса.

- Некрупные закрытые региональные компании, ориентированные на внутренние источники финансирования, продолжают оставаться незаинтересованными в повышении стандартов корпоративного управления, поскольку открытость только усиливает их риски в условиях кризисной неопределенности и высокой динамики передела собственности, а расходы на корпоративное управление представляются им чрезмерными в рамках режима экономии.
- Крупный финансово устойчивый интегрированный бизнес без видимого ущерба для транспарентности усиливает централизацию для большего контроля над принятием решений и оперативности в условиях кризиса.