

С. Б. Авдашева

**ХОЛДИНГИ С УЧАСТИЕМ
ГОСУДАРСТВЕННЫХ
И СМЕШАННЫХ КОМПАНИЙ:
ОЦЕНКА РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКИ
В КОНТЕКСТЕ МИРОВОГО ОПЫТА**

Препринт WP1/2003/04

Серия WP1

Институциональные проблемы
российской экономики

Москва
ГУ ВШЭ
2003

А 18 **Авдашева С.Б.** Холдинги с участием государственных и смешанных компаний: оценка российской практики в контексте мирового опыта. Препринт WP1/2003/04 — М.: ГУ ВШЭ, 2003. — 36 с.

Статья посвящена оценке интегрированных структур, включающих компании с государственным участием, в контексте мирового опыта организации управления фирмами государственного сектора. Проанализированы типичные модели управления государственными компаниями в зарубежных странах с масштабным государственным сектором (Швеции, Австрии и Италии). Показаны преимущества и недостатки классических холдингов, включающих АО с государственным участием. Выделены три типичные модели участия российских государственных и смешанных компаний в бизнес-группах. Промонстрировано, что лишь определенные типы интегрированных структур, а именно, созданные непосредственно по инициативе государства, в контексте мирового опыта могут быть оценены положительно. В то же время создание бизнес-групп по инициативе менеджеров государственных компаний оказывает отрицательное влияние на эффективность инструментов корпоративного управления и препятствует реализации целей государства как собственника.

УДК 334.758.4
ББК 65.292

Avdasheva S. The Holdings with state and mixed ownership : the evaluation of Russian practice in context of the world experience. Working paper WP1/2003/04 — Moscow: State University — Higher School of Economics, 2003. — 36 p. (in Russian).

При подготовке статьи использованы материалы проекта “Разработка предложений по повышению роли механизмов корпоративного управления в функционировании акционерных обществ в России на основе анализа эволюции корпоративных структур на примере АО с государственным участием”, выполненного в 2002—2003 гг. в Институте анализа предприятий и рынков Государственного университета — Высшей школы экономики под руководством Т. Г. Долгопятовой.

Препринты ГУ ВШЭ размещаются на сайте:
<http://www.hse.ru/science/preprint/>

© Авдашева С.Б., 2003
© Оформление. ГУ ВШЭ, 2003

Проблемы развития конгломератных объединений компаний и формирования холдингов с государственным участием служат предметом обсуждения в российском профессиональном сообществе на протяжении многих лет. Конгломератные объединения — “бизнес-группы” — использующие как акционерные, так и неимущественные инструменты контроля над предприятиями, рассматриваются как специфичная форма организации российской промышленности, возникшая в постприватизационный период. В течение последних пяти лет появились работы, посвященные альтернативным формам организации бизнес-групп¹, монографические исследования развития крупнейших бизнес-групп² и общих тенденций их эволюции³. Сопоставляя положительное и отрицательное влияние бизнес-групп на экономическую эффективность, большинство авторов приходит к выводу о том, что формирование бизнес-групп является формой реструктуризации российских предприятий⁴. Наиболее оптимистичные исследователи рассматривают бизнес-группы как магистральный путь модернизации российской промышленности⁵.

Особое место в обсуждении альтернативных форм организации российской промышленности занимают холдинги, состоящие из компаний, где государство является доминирующим или, по крайней мере, крупным акционером. В формировании холдингов из компаний с государственным участием многие аналитики видят способ повышения эффективности уп-

¹ Например: Авдашева С.Б., Астапович А.З., Шаститко А.Е. Анализ роли интегрированных структур на российских товарных рынках. М.: Бюро экономического анализа; ТЕИС, 2000; Авдашева С.Б., Дементьев В.Е. Акционерные и неимущественные механизмы интеграции в российских бизнес-группах // Российский экономический журнал. 2000. № 1.

² Паппэ Я.Ш. Олигархи: экономическая хроника 1992—2000. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2000.

³ Радьгин А. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе // Вопросы экономики. 2001. № 5; Паппэ Я.Ш. Российский крупный бизнес как экономический феномен: особенности становления и современного этапа развития // Проблемы прогнозирования. 2002. № 1; Паппэ Я.Ш. Российский крупный бизнес как экономический феномен: специфические черты модели его организации // Проблемы прогнозирования. 2002. № 2; Дынкин А., Соколов А. Интегрированные бизнес-группы в российской экономике // Вопросы экономики. 2002. № 4.

⁴ Долгопятова Т.Г. Российская промышленность: институциональное развитие. Аналитический обзор. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2002. Вып. 1.; Радьгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. М.: Институт экономики переходного периода, 2002.

⁵ См., например, материалы научного семинара под руководством Е.Г. Ясина “Экономическая политика в условиях переходного периода” на тему “Крупный российский бизнес и проблемы модернизации” 29 января 2003 г.; размещены по адресу: http://www.hse.ru/science/yassin/seminar_290103.html.

равления государственными компаниями, в том числе за счет снижения издержек управления благодаря снижению числа объектов управления, за счет централизации инвестиционных ресурсов и координации производственных программ⁶.

В то же время российские государственные и смешанные компании входят в объединения двух типов: созданные по инициативе государства как собственника (как, например, АО «Связьинвест»), и создаваемые по инициативе самих принадлежащих государству компаний (как, например, бизнес-группа, сформировавшаяся вокруг РАО «Газпром»).

В настоящей статье рассматривается влияние участия российских компаний в бизнес-группах на действенность инструментов корпоративного управления и экономическую эффективность. Корпоративное управление в государственных и смешанных компаниях по сравнению с компаниями частными обладает важными особенностями. С одной стороны, ряд инструментов корпоративного управления в отношении компаний с государственным участием практически не действуют. В первую очередь это относится к так называемым внешним инструментам корпоративного управления — прежде всего, к рынку контроля. С другой стороны, государство как собственник обладает преимуществом благодаря возможности более эффективно использовать внутренние инструменты корпоративного управления, обусловленные правом участвовать в собраниях акционеров, влиять на состав совета директоров и т. д. Значительные возможности государство как собственник имеет благодаря распоряжению так называемой «золотой акцией». Поскольку менеджеры государственных компаний принимают решения в условиях более слабых внешних ограничений, роль внутренних инструментов корпоративного управления в АО с государственным участием существенно возрастает.

Вопросы эффективного использования внутренних инструментов корпоративного управления активно рассматриваются в современной теории контрактов. Пионерной работой выступило исследование Дженсена и Меклинга⁷, показавшее неизбежность все более активного использования стимулирующих контрактов (связывающих выгоды менеджеров, включая вознаграждение, снижение угрозы увольнения, вероятность карьерного роста и т. д. с доходами собственников) по мере снижения доли менеджеров в собственности компаний. Большинство работ демонстриру-

⁶ Кузнецов П., Муравьев А. Государственные холдинги как механизм управления предприятиями государственного сектора // Вопросы экономики. 2000. № 9; Развитие и рыночное функционирование корпоративных структур холдингового типа в промышленности. М.: Бюро экономического анализа, 1999.

⁷ Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. P. 305—360.

ют сложность использования стимулирующих контрактов даже в условиях относительно стабильной институциональной среды, в том числе из-за проблем с выбором достаточно надежного измерителя показателя достаточности стимулирующей роли вознаграждения, изменения стимулов менеджеров с возрастом и т. д.⁸ Эмпирические исследования также, как правило, показывают слабую стимулирующую роль формальных контрактов с менеджерами⁹. Одно из объяснений этих фактов связано с невозможностью разработать оптимальный стимулирующий контракт, базируясь исключительно на объективных индикаторах¹⁰. Таким образом, результаты исследований указывают на неизбежность высоких агентских затрат для собственника во взаимоотношениях с менеджерами.

Проблема корпоративного управления в государственных и смешанных компаниях осложняется тем, что цели государства как собственника носят более сложный и комплексный характер, чем цели частных собственников. Наиболее общей целью частного собственника является максимизация прибыли, в то время как общей целью государства — максимизация общественного благосостояния¹¹. Частный собственник всегда заинтересован в ликвидации бизнеса, стоимость которого снижается. Когда собственником выступает государство, возникает и другая группа стимулов, связанная с желанием стимулирования экономического развития в целом, с предоставлением рабочих мест, с развитием наукоемких производств и т. д. Примером конфликта между целями государства как собственника и как представителя общественного благосостояния служит проблема убыточных компаний в депрессивных регионах. Несмотря на стремление сокращать убытки этих компаний, государство может поддерживать их существование десятилетиями, в то время как частный собственник, скорее всего, принял бы решение о ликвидации бизнеса. В условиях комплексности целей задача организации эффективного корпоративного управления в компаниях с государственным участием усложняется.

В этом контексте участие государственных и смешанных компаний в холдингах и бизнес-группах оказывает противоречивое влияние на ис-

⁸ Обобщение проблем, связанных с применением стимулирующих контрактов, описано, в частности в: Baker G.P., Jensen M.C., Murphy K.J. Compensation and Incentives: Practice versus Theory // Journal of Finance. 1988. Vol. 43. P. 593—616.

⁹ Например: Murphy K.J. Incentives, Learning and Compensation: a Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts // Rand Journal of Economics. 1986. Vol. 17. P. 59—76; Jensen M.C., Murphy K.J. Performance Pay and Top-Management Incentives // Journal of Political Economy. 1990. Vol. 98. P. 225—264.

¹⁰ Baker G., Gibbons R., Murphy K. Subjective Performance Measures in Optical Incentives Contracts // Quarterly Journal of Economics. 1994. Vol. 109. P. 1125—1156.

¹¹ Если не считать государство, в соответствии с одной из существующих исследовательских традиций, инструментом реализации частных интересов.

пользование инструментов корпоративного управления. Во-первых, усложняется задача оценки деятельности менеджмента со стороны собственника. Финансовые результаты холдинга и тем более бизнес-группы гораздо легче поддаются манипуляциям. Во-вторых, объективно усложняется набор задач, стоящих перед менеджером, что повышает риск принятия неверного решения в конкретной ситуации. В-третьих, получение менеджерами прав на доход дочерних и зависимых компаний снижает их зависимость от собственника и создает известный эффект “окапывания”.

Тем более противоречивое влияние формирование интегрированных (горизонтальных и вертикальных) структур оказывает на экономическую эффективность. С одной стороны, укрупнение компании может служить источником повышения и ее прибыли, и выигрыша потребителей (благодаря экономии на издержках производства и транзакционных издержках, расширению возможностей инвестирования, оптимизации ассортиментной и сбытовой политики и т. д.). С другой стороны, расширение границ фирмы может как приводить к повышению внутренних транзакционных издержек, так и сопровождаться снижением суммарного выигрыша благодаря возникновению рыночной власти.

Работа состоит из двух частей. В первой части анализируется международный опыт организации управления государственными и смешанными компаниями. В центре анализа — масштабы и формы использования классических и промышленных холдингов для управления пакетами акций и деятельностью принадлежащих государству компаний. Обобщение национальных моделей Швеции, Австрии и Италии позволяет сделать некоторые выводы о преимуществах и недостатках корпоративного контроля в рамках государственных холдингов. Вторая часть посвящена участию российских государственных и смешанных компаний в бизнес-группах. В центре анализа — влияние участия в бизнес-группах на действенность инструментов корпоративного управления и экономическую эффективность. Три типичные для России модели холдингов и бизнес-групп, включающих государственные предприятия, оцениваются в контексте изложенного выше мирового опыта.

1. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ ОРГАНИЗАЦИИ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМИ И СМЕШАННЫМИ КОМПАНИЯМИ

В деятельности государственных или смешанных предприятий представители государственных органов сталкиваются с необходимостью разрешать все проблемы, характерные для деятельности компаний с разделенными собственностью и управлением, известные как проблемы “поручителя — исполнителя”. При анализе зарубежного опыта организации управления государственными и смешанными компаниями ставилась цель оценить его в первую очередь с точки зрения того соотношения издержек и выгод, которое стояло за выбором каждой конкретной организационной структуры.

В данном обзоре сознательно не рассматривается структура управления государственными предприятиями в Китае — стране, привлекающей в этом плане наибольший интерес в течение последнего десятилетия. Этому есть несколько причин. Во-первых, система управления государственными предприятиями сложилась в рамках социалистической экономики с неопределенными правами собственности. Реальные права собственности в этой системе всегда обеспечивались внеэкономическими инструментами, недоступными для государства не только в рыночной экономике с политическим устройством, основанном на демократических принципах, но и в современной России. Во-вторых, в настоящее время эта система проходит процесс трансформации. В противоположность этому, система управления государственными предприятиями в Швеции, Италии, Австрии сложилась в экономической системе с юридически зафиксированными правами собственности, и существовала в странах с демократическим политическим режимом.

Кроме того, мы почти не касаемся управления государственной собственностью в компаниях, действующих в отраслях естественных монополий. Тому существует по крайней мере две причины. Во-первых, цели государства как собственника компаний в отраслях естественных монополий никогда не связывались с максимальной прибылью или стоимостью компаний. Во-вторых, выполнение государством роли собственника в таких компаниях находится под определяющим воздействием избранной модели функционирования отраслей естественных монополий. До тех пор пока сохраняется модель вертикально интегрированной компании, обслуживающей все (или по крайней мере большинство) этапы технологической цепочки, цели государства как собственника публичных компаний отличаются сложностью и комплексностью. Реформирование сектора естественной монополии — разделение потенциально кон-

курентного и естественно монопольного компонентов — может сопро-
вождаться приватизацией компаний первого сегмента и сохранением го-
сударственной собственности на компании второго сегмента.

Ориентиры государственной политики в отношении сохранившегося
естественно-монопольного компонента существенно упрощаются; боль-
шая их часть достигается благодаря выполнению государством роли регу-
лятора, а не собственника. Однако, сохраняя собственность на инфра-
структурные компании в сетевых отраслях, государство не выдвигает цели
максимизации их прибыли или стоимости. В противоположность этому,
мы хотим рассмотреть организацию управления государственными или
смешанными компаниями в тех условиях, когда государство преследует
цели увеличения стоимости этих компаний (а следовательно, максимиза-
ции прибыли).

Для целей нашего анализа необходимо различать так называемые
классические и промышленные холдинги. Под классическим холдингом,
в соответствии с существующей в литературе традицией, мы будем пони-
мать компанию, в функции которой входит исключительно управление
принадлежащими ей пакетами акций. Интерес к классическому государ-
ственному холдингу связан с тем, что такой холдинг может рассматривать-
ся как специально созданный государством инструмент управления госу-
дарственной собственностью. В свою очередь, в качестве промышленного
холдинга мы будем рассматривать систему материнской и дочерней ком-
пании, в которой материнская компания является предприятием, осуще-
ствляющим производство и оказывающим услуги. Основной целью созда-
ния промышленного холдинга, независимо от принадлежности контроль-
ного пакета акций материнской компании (частной или государственной)
служит локализация управленческой и финансовой ответственности
в рамках отдельных подразделений (независимо от того, приобретены ли
эти подразделения или выделены из состава материнской компании). Од-
ним из результатов формирования промышленного холдинга служит ус-
ложнение процесса контроля собственника материнского предприятия
над принадлежащими ему (прямо или косвенно, через систему участия)
активами. Для государства как собственника, руководствующегося два-
жды регламентированными правилами контроля собственности, возникно-
вание промышленного холдинга может быть сопряжено с более острой
проблемой контроля, нежели для собственника частного.

Различие между промышленными и классическими холдингами мо-
жет быть продемонстрировано на примере российских интегрированных
структур. В рамках этой классификации РАО “Газпром” и вертикально-
интегрированные нефтяные компании являются промышленными хол-
дингами с государственным участием, а “Роснефть” и “Росуголь”, создан-

ные специально для управления принадлежащими государству пакетами
акций, можно отнести к классическим холдингам.

Необходимо отметить, что разграничение между промышленными
и классическими холдингами до известной степени носит условный ха-
рактер. Так, внутри промышленного холдинга может быть специально со-
здана компания, которой будут переданы полномочия управления пакета-
ми акций входящих в бизнес-группу предприятий. В этом случае можно
говорить о появлении элементов классического холдинга внутри промыш-
ленного.

1.1. Модели управления государственными компаниями в зарубежных странах

Говоря об управлении государственными акционерными обществами, мы
в первую очередь имеем в виду управление акциями государственных ком-
паний. В подавляющем большинстве стран с развитой рыночной эконо-
микой управление государственной собственностью осуществляется так
же, как управление собственностью в принципе — путем участия в орга-
нах управления и контроля деятельности корпораций.

Не вызывает сомнений, что возможности воздействия государствен-
ных органов не ограничиваются использованием стандартных инструмен-
тов корпоративного управления. Более того, в подавляющем большинстве
случаев неимущественные рычаги воздействия на поведение предприятий
играют заметную роль. Однако сама организация управления государст-
венными предприятиями использует стандартный набор инструментов
корпоративного управления.

При оценке организации управления компании с государственным
участием принципиальным является вопрос: каковы намерения органов
исполнительной власти как представителей государства в отношении реа-
лизации прав собственности. Государство, как и любой собственник, мо-
жет стремиться лишь к получению дохода от собственности, максимальное
передоверия вопросы оперативного управления собственностью наемным
менеджерам, но может ставить целью и участие в управлении принадлежа-
щей ему собственностью. Часто говорят, что в отношении государствен-
ных предприятий государственные органы могут выполнять функции как
исключительно собственника, так и собственника и менеджера одновре-
менно. В первом случае основной формой управления принадлежащими
государству предприятиями служит участие в общем собрании акционе-
ров и наблюдательных и контрольных органах акционерного общества,

а также использование специальных полномочий (в российском законодательстве закреплённых институтом “золотой акции”). Во втором случае представители государства входят в исполнительные органы акционерного общества. Именно второй случай является наиболее типичным для управления принадлежащими государству активами. Первый случай — когда воздействие государства на деятельность государственных предприятий ограничивается ролью внешнего собственника — характерен для компаний, в которых государству принадлежит небольшой (обычно существенно меньше контрольного) пакет акций. Такие взаимоотношения складываются между государством и принадлежащими государству компаниями в период осуществления процесса приватизации, особенно когда этот процесс занимает значительное время — вплоть до десятилетий.

В том случае, когда государство выполняет функции и собственника, и менеджера, в системе правительственных органов выполнение этих функций может быть как объединено, так и разграничено. В течение последних двадцати лет большинство зарубежных экспертов разделяют точку зрения о преимуществах второго варианта: организационного разделения функций государства как внешнего собственника (собственника-аутсайдера) в государственных компаниях и функций государства как собственника, осуществляющего управление (собственника-инсайдера).

Однако, далеко не во всех странах с заметной долей государства в собственности такое разделение осуществлено.

Рассматривая типы управления государственными предприятиями с точки зрения реализации функций государства как собственника и как управляющего, необходимо делать это в контексте различий между англосаксонской и континентальной системами корпоративного управления. Одним из таких различий является структура высших органов оперативного управления компании. Если для англосаксонской системы характерно наличие одного совета директоров, ответственных за осуществление оперативного управления, в континентальной системе совет директоров осуществляет свою деятельность под контролем еще одного совета, состоящего из представителей собственников (наблюдательного совета). В том случае, если собственником является государство, континентальная модель дает дополнительные возможности реализации прав на управление принадлежащими государству активами.

Сопоставляя организационные формы управления государственной собственностью в различных странах, необходимо учитывать, что в последние двадцать лет под воздействием тенденций приватизации государственной собственности внутри правительственных органов различных стран функции собственно управления государственными предприятиями уступают приоритет функциям управления приватизационными про-

цессами. Вместе с тем, в сфере управления государственными предприятиями можно выделить две модели:

Модель 1. Управление государственными предприятиями осуществляется различными органами исполнительной власти (министерствами) в соответствии с профилем деятельности соответствующих компаний. В рамках этой модели так называемые “классические” государственные холдинги встречаются достаточно редко.

Модель 2. Управление государственными предприятиями осуществляется путем передачи пакетов акций в управление специально созданным институтам. Так создаются классические государственные холдинги.

Исторические примеры управления государственными предприятиями в рамках первой модели представляют такие страны, как Швеция, Турция. В свою очередь, примерами реализации второй модели являются системы управления государственными предприятиями в Италии, Австрии, Испании, Бразилии, Венгрии.

Дадим краткую характеристику опыта управления государственными компаниями в этих странах.

В Швеции управление деятельностью государственных предприятий осуществляется профильными министерствами. Большинство государственных предприятий управляются Министерством промышленности, занятости и связи и Министерством финансов. Подробнее модель управления государственными предприятиями в Швеции будет рассмотрена ниже.

В Турции управление государственными предприятиями регулируется целым рядом специальных законодательных актов и осуществляется различными государственными органами, включая Управление приватизации, Министерство энергетики и Комиссию по организации тендеров в сфере телекоммуникаций. Контроль за деятельностью этих органов осуществляет Совет по приватизации.

В Австрии управление государственными предприятиями с послевоенного периода осуществляет государственный холдинг — “Австрийский промышленный холдинг — акционерное общество” (Osterreichische Industrieholding — Aktiengesellschaft, OIAG). Его структура и полномочия по управлению предприятиями подробнее будут рассмотрены ниже.

В Италии в послевоенный период была создана стройная, но одновременно весьма сложная система управления государственными и смешанными предприятиями, во главе которой стояло Министерство государственного имущества, а уровнем ниже располагались государственные холдинговые компании (“IRI” (Istituto per la Ricostruzione Industriale), “EFIM”, “EGAM” и др.). Последние контролировали производственные предприятия либо непосредственно, либо через отраслевые субхолдинги (“Finsider”, “Fincantieri”, “Finmeccanica”). Подробнее пример отраслево-

го субхолдинга в системе управления государственными предприятиями в Италии будет приведен ниже.

В Испании в 1995 г. специальным законодательным актом компании государственного сектора были объединены в три холдинга. В первый холдинг вошли предприятия, приватизация которых запланирована в краткосрочной перспективе, второй составили предприятия, которые планируется приватизировать не ранее чем в среднесрочной перспективе, а в третий холдинг — хозяйствующие субъекты, не подлежащие приватизации.

В Венгрии функции управления государственными активами, с одной стороны, и функции приватизации государственной собственности — с другой, выполняются (хотя и раздельно) Компанией по приватизации и управлению государственной собственностью.

В Бразилии управление деятельностью государственных предприятий осуществляется соответствующими министерствами. Вместе с тем, управление подавляющей частью принадлежащих государству пакетов акций сосредоточено в руках государственного Национального банка развития (National Development Bank of Brasil, BNDES). Из структуры Национального банка развития дополнительно выделена дочерняя компания (100% принадлежат Национальному банку) — инвестиционная корпорация BNDESPAR.

1.2. Организация управления государственными компаниями в Швеции

Шведская экономика на протяжении всего послевоенного периода отличается значительной долей компаний с государственным участием в экономике.

По данным на 2000 г. государству в Швеции принадлежат 63 крупных компании. Лишь каждая пятая из них действует в отрасли естественной монополии, остальные — в отраслях с относительно развитой инфраструктурой¹². В середине 2000 г. рыночная стоимость пакетов акций, находящихся в государственной собственности, составляла свыше 60 млрд евро.

В соответствии с конституцией Швеции, находящимися в собственности государства активами распоряжается правительство. Организационные формы управления государственной собственностью определяются парламентом. Одобрение парламента необходимо для существенных изменений корпоративной структуры, покупки и продажи значительных пакетов ак-

¹² Sweden: government-owned companies in 2000, summary. From: OECD <http://www.oecd.org/ppt/M00015000/M0015615.pdf>.

ций. Кроме того, бюджетное законодательство предоставляет правительству право продать акции компаний, в которых доля государства составляет меньше половины, даже если парламент принимает противоположное решение. Такие действия не могут быть предприняты правительством Швеции в отношении тех компаний, в которых государству принадлежит по крайней мере половина голосующих акций. Вместе с тем, одобрение парламента не требуется для решения о ликвидации или выплате дивидендов, поскольку такие решения являются частью обычного управления.

В последние десятилетия предпринимаются шаги по отделению управления собственностью от управления деятельностью предприятий¹³. За управление акциями государственных предприятий отвечает специальное министерство — Министерство промышленности, занятости и связи. Ответственность за управление деятельностью конкретной компании распределена между соответствующими министерствами. Эти же министерства оценивают результаты деятельности компании. Предполагается использование двух самостоятельных критериев оценки: первым критерием являются хозяйственные результаты (основанные на показателе добавленной стоимости и стоимости самой компании), вторым критерием — соответствие деятельности компании общественным интересам (для тех компаний, которые считаются предприятиями общественного пользования).

В последние десятилетия в Швеции происходит модернизация системы управления государственными компаниями. Концептуальной основой модернизации служит стремление к повышению стоимости акционерных обществ. Цель повышения стоимости для шведских государственных компаний, значительная часть которых входит в листинг разных фондовых бирж, не является отвлеченной. Для отдельных компаний устанавливаются специальные критерии целевого повышения рыночной оценки акционерных обществ.

Одним из направлений происходящей в настоящее время модернизации управления государственными компаниями является повышение роли совета директоров и наблюдательного совета. В полномочия советов директоров в шведских государственных компаниях входят:

- решения об открытии нового направления бизнеса или прекращении операций, если речь идет о бизнесе достаточного размера;
- решения о повышении задолженности компании и предоставлении активов в качестве обеспечения, если сумма дополнительной задолженности и активов соответственно превышает определенную величину;

¹³ The State as a Corporate Governance Principal in Commercial Enterprises with State Participation: The Case of Sweden. From: OECD <http://www.oecd.org/ppt/M00019000/M00019715.pdf>.

- решения о поглощении, разделении, приобретении другой компании;
- решения о создании совместного предприятия, заключении соглашения о продажах, договорах аренды, лизинга и закупках, если длительность соглашений превышает определенное количество лет и затрагивает активы со стоимостью, превышающей заданную границу;
- разрешение конфликтов, относящихся к бизнесу или персоналу, если данный конфликт понижает доходы компании больше чем на определенную величину или создает угрозу репутации компании, с соответствующим ожидаемым снижением доходности;
- решения о новых инвестициях из утвержденных бюджетом с суммой, превышающей установленную планку, а также обо всех инвестициях, осуществляемых вне бюджета;
- решения о расширении занятости более чем на определенное количество человек;
- решения о времени начала новых проектов с ожидаемыми затратами, превышающими определенную величину;
- определение краткосрочных и долгосрочных количественных и качественных ориентиров для операций компании;
- выработка политических ориентиров и анализ отклонения от избранной политики;
- утверждение стратегических планов;
- утверждение бюджета;
- найм и увольнение исполнительного директора.

Шведское государство владеет как контрольными (рассматривая контрольный пакет формально, как пакет размером свыше 50% плюс одна голосующая акция), так и просто достаточно крупными пакетами акций. Степень концентрации акций в руках государства во многом зависит от характера предоставляемых услуг (выпускаемой продукции). Четыре принадлежащие государству компании относятся к компаниям общественного пользования, включая Управление гражданской авиации, морское управление, железные дороги и национальную электроэнергетическую компанию. В начале нынешнего века эти четыре компании полностью принадлежали государству. Государство является мажоритарным собственником одиннадцати корпораций, акции четырех из которых котируются на фондовом рынке. В пяти корпорациях шведскому государству принадлежит половина голосующих акций. В четырех компаниях государство является миноритарным, но крупнейшим собственником. Еще

в нескольких компаниях шведское государство имеет сравнительно небольшой пакет акций.

В Министерстве промышленности, занятости и связи и Министерстве финансов Швеции созданы специальные подразделения — корпоративные управления, ответственные за управление деятельностью принадлежащих государству компаний. За управление деятельностью 32 принадлежащих государству компаний отвечает Министерство промышленности, занятости и связи. В корпоративном управлении этого министерства в 2000 г. работали 16 человек: руководитель управления, 6 корпоративных менеджеров, 4 аналитика, 2 дилера фондового рынка и 3 ассистента. Министерство финансов Швеции управляет деятельностью 14 акционерных обществ. Корпоративное управление в министерстве финансов включает 10 сотрудников. Другие министерства — Министерство здравоохранения и социального обеспечения, Министерство культуры, Министерство охраны окружающей среды, Министерство иностранных дел, Министерство образования и науки управляют государственной собственностью совокупно в 12 компаниях.

Сотрудники корпоративных управлений министерств выполняют поставленные перед ними цели в первую очередь путем участия в советах директоров принадлежащих государству корпораций.

Еще одним направлением модернизации управления государственными компаниями служит выделение в отдельный вид деятельности управление принадлежащими государству пакетами акций. В 1998 г. функции управления пакетами акций были возложены на специальное подразделение Министерства промышленности, занятости и связи. Обратим внимание, что одновременно это министерство участвует в управлении подавляющего большинства принадлежащих шведскому государству компаний. Другое важное направление реформирования связано с повышением информационной прозрачности компаний и подотчетности их менеджеров. Для директоров государственных компаний разработаны специальные руководства, содержащие основные критерии деятельности и оценки ее результатов. Кроме того, все чаще в шведских государственных компаниях используется практика назначения независимых директоров.

При широком распространении государственных предприятий такая форма организации управления ими как государственный холдинг встречается относительно редко. Действующая тенденция развития управления пакетами акций связана с сосредоточением соответствующих функций в подразделении Министерства промышленности, занятости и связи Швеции.

Определяя организационную форму государственных предприятий, шведское правительство руководствуется принципом максимального сокращения уровней управления. Именно поэтому шведские государственные

компании имеют, как правило, меньшее количество дочерних и зависимых компаний, нежели их зарубежные аналоги. Так, крупнейший производитель электрической и тепловой энергии в Швеции — полностью принадлежащая государству компания “Vattenfall” — выделяет в своей структуре бизнес-подразделения по признаку специализации на оказываемые внутри компании и для внешних клиентов услуги, однако дочерними обществами являются те компании, которые реализуют продукцию на зарубежных рынках.

При ограниченном распространении холдинговой формы организации управления государственными компаниями, представляется интересным проанализировать структуру холдингов, образуемых обществами с государственным участием. Шведские компании с государственным участием формируют преимущественно промышленные (в противоположность классическим) холдинги. Однако структура этих холдингов очевидно связана с потребностями эффективного управления разнородными активами, управленческого и финансового обособления подразделений, действующих на различных рынках, но не со специфическими проблемами управления государственной собственностью. Так, организация классического холдинга “Nordic Baltic Holding AB” (Вставка 1) является традиционной для крупных компаний финансового сектора. Развитие самостоятельных бизнес-подразделений в качестве дочерних обществ крупнейшей компании на рынке телекоммуникаций (Вставка 2) также традиционно для участников этого рынка.

Тем большего внимания заслуживает не очень типичный для Швеции пример классического холдинга “IRECO” (Вставка 3). Этот холдинг создан для управления пакетами акций институтов, которые в настоящее время находятся в процессе преобразования из государственных учреждений (финансируемых из бюджета) в компании, субсидируемые в соответствии с более жесткими критериями. Рассматривая пример холдинга “IRECO”, необходимо подчеркнуть особенности компаний, акции которых переданы ему в управление. Все эти компании, преобразуемые из государственных учреждений, специализируются на проведении прикладных исследований. Управление такими компаниями требует специальных знаний, и в процессе управления практически невозможно руководствоваться жестким набором формальных критериев для оценки результатов деятельности и эффективности инвестиций. Именно поэтому так часто финансирование и управление подобными предприятиями осуществляется государственными органами. В этой связи, целесообразно обратить внимание на то, что холдингу “IRECO” передана часть функций, соответствующих функциям государственных органов управления отраслевыми исследованиями — холдинг распределяет гранты на проведение исследований как между входящими в группу предприятиями, так и между исследовательскими подразделениями шведских университетов. Таким образом, мы видим, что в швед-

Вставка 1 “Nordic Baltic Holding AB”

Холдинг “Nordic Baltic Holding AB” возник в результате многочисленных слияний в банковской и страховой отраслях Скандинавских стран. В настоящее время этот холдинг контролирует на рынке банковских услуг — 40% в Финляндии, 25% в Дании, 20% в Швеции и 15% в Норвегии. В сфере страхования жизни холдинг занимает 35% рынка Финляндии, 10% рынка Дании, 9% рынка Норвегии и 6% рынка Швеции. В сфере страхования, отличного от страхования жизни, дочерние компании холдинга концентрируют 22% взносов в Дании и 19%

взносов в Норвегии. По мере слияний, государственное участие в компании (исторически связанное с государственным “Nordbanken”, в 1992 г. составляло 100% акционерного капитала этого банка) размывалось, так что в настоящее время государство владеет 18,3% акционерного капитала компании “Nordic Baltic Holding AB”.

Структура холдинга представлена на рис. 1. Хорошо видно, что структура холдинга с государственным участием эквивалентна структуре банковско-финансового холдинга как такового. Можно утверждать, что государственное участие не оказало заметного влияния на развитие структуры собственности в холдинге.

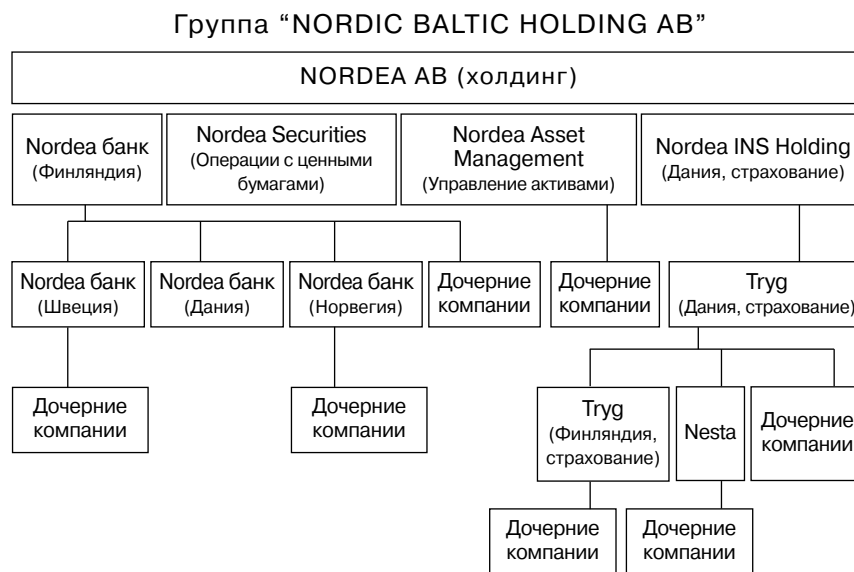


Рисунок 1. Организационная структура холдинга с государственным участием “Nordic Baltic Holding AB” (Швеция)

Вставка 2 “Telia AB”

“Telia AB” является одной из крупнейших телекоммуникационных компаний мира. Чистый годовой оборот компании по итогам 2001 г. составил свыше 57 млрд швед. крон (приблизительно 5,7 млрд дол.). Свыше 70% акций находятся в собственности государства. Число компаний, в которых “Telia” владеет контрольным пакетом акций, составляет 48 в Швеции и 29 за рубежом. Большинство дочерних предприятий (практически во всех “Telia” владеет 100% акций) аналогичны подразделениям, выделенным либо по продуктовому признаку внутри основного бизнеса (так, шведские дочерние компании специализируются на

Вставка 3 “Institute for Research and Competence Holding AB” (Институт исследований и технологий)

“IRECO” (Institute for Research and Competence Holding AB) (Институт исследований и технологий, холдинг, акционерное общество) как компания с ограниченной ответственностью была создана правительством Швеции вместе со специальным фондом Foundation for Knowledge and Competence Development.

“IRECO” выступает миноритарным акционером (владеет пакетами вплоть до 45% акций) многочисленных исследовательских институтов, включая Центр исследований в области электроники и оптики, Институт исследования синтетических волокон, пластиков, каучуков и текстиля, Институт исследования металлов, Институт исследования технологии и организа-

ской экономике классический холдинг как инструмент государственного управления используется в отношении тех компаний, деятельность которых можно оценивать только исходя из сложной системы критериев, а не из показателей прибыльности или добавленной стоимости.

предоставлении услуг мобильной телефонной связи, телекоммуникационных услугах, электронной коммерции и т. д.), либо по региональному признаку (дочерние компании в скандинавских странах, странах Балтии, России, Австрии и т. д.).

Целью выделения акционерных обществ в данном случае служит общее для быстрорастущего бизнеса стремление закрепить в различных рыночных нишах при одновременной локализации финансовой ответственности внутри относительно обособленных подразделений. На организационную структуру компании “Telia” факт принадлежности государству оказал, скорее всего, минимальное влияние.

Источник: Веб-сайт компании “Telia AB” www.telia.com.

ции производства, Институт компьютерных исследований, Институт информационных технологий и многие другие.

Первоначально эти исследовательские институты создавались как государственные организации. В течение последних десяти лет происходит их преобразование в компании с ограниченной ответственностью.

В полномочия холдинга входит назначение совета директоров в каждом из указанных исследовательских институтов, распределение бюджета на поддержку исследований между входящими в группу институтами (в размере 100 млн швед. крон (около 10 млн дол.) ежегодно финансируемых из государственного бюджета), а также распределение бюджета на поддержку исследований в шведских университетах (в размере 50 млн крон (около 5 млн дол.) за период 2001—2002 гг.).

Источник: Веб-сайт компании “IRECO” www.ireco.se.

1.3. Организация управления государственными компаниями в Австрии

Масштабная государственная собственность возникла в Австрии в 1946 г. Двадцать пять лет управление государственной собственностью осуществлялось без четкого формального закрепления прав и полномочий государства. Основным органом, осуществлявшим управление государственными предприятиями, выступало Министерство транспорта и общественного хозяйства.

В 1970 г. был создан полностью принадлежащий государству “Австрийский промышленный холдинг — акционерное общество” (Osterreichische Industrieholding — Aktiengesellschaft, OIAG). Создание холдинга привело к разделению ответственности за финансовые результаты деятельности государственных предприятий и их влияние на экономику в целом. Ответственность за коммерческие результаты предприятий была возложена на “OIAG”, ответственность за результаты деятельности предприятий для экономики в целом была возложена на Министерство транспорта и общественного хозяйства. За 30 лет существования структура и управление внутри “OIAG” претерпели существенные изменения. С 1993 г. холдинг совмещает функции управления принадлежащими государству пакетами акций с функциями руководства процессами приватизации.

Обратим внимание, что полномочия “OIAG” как классического холдинга достигали наибольшего масштаба в тот период, когда государство располагало существенными дополнительными рычагами влияния на поведение входящих в холдинг компаний. В настоящее время в первоочередные задачи созданной организационной структуры входит осуществление приватизации, а не повышение стоимости входящих в “OIAG” компаний.

1.4. Организация управления государственными компаниями в Италии

В середине 20 в. в Италии в процессе национализации возникла система управления государственными и смешанными компаниями, активно использовавшая систему классических холдингов. Первый государственный холдинг “Istituto per la Ricostruzione Industriale” (IRI) был создан в 1933 г. для долгосрочного кредитования компаний, пострадавших во время Великой депрессии и для перекупки промышленных акций у банков с последующей перепродажей их на рынке. В группу “IRI” входили компании черной металлургии, судостроения, энергетики, оборонной промышленности. В 1953 г. были созданы новые государственные хол-

Вставка 4 Австрийский промышленный холдинг “OIAG”

Австрийский промышленный холдинг по отраслевой принадлежности контролируемых компаний должен быть отнесен к конгломератам. В начале 2002 г. холдингу принадлежали 100% акций компаний “OBAG” (угольная компания), 100% акций почтовой компании, 100% акций компании, осуществляющей региональные автобусные перевозки. Кроме того, холдингу принадлежат крупные (хотя и менее 50%) пакеты акций крупнейших австрийских компаний-холдингов: “OMV” (группа нефтяных и нефтехимических предприятий), “Austrian airlines”, “Voestalpin” (металлургическая компания), “Telecom Austria”, “Bohler Ubdenholm” (металлургическая компания), “VAOTECH” (технологическая компания). Эти компании представляют собой отраслевые субхолдинги.

Высшими органами управления холдинга являются общее собрание акционеров, совет управляющих и наблюдательный совет. Совет управляющих (который может состоять из одного человека и более) отвечает за оперативное управление компанией. Наблюдательный совет (состоящий минимум из трех членов) назначает и освобождает от ответственности членов совета управляющих и осуществляет контроль за его деятельностью. Общее собрание акционеров избирает членов наблюдательного совета. Общее собрание акционеров состоит из представителей Министерства финансов Австрии.

В 2000 г. наблюдательный совет “OIAG” состоял из 10 представителей собственника (служащих Министерства финансов), 5 представителей работников (назначенных Федеральной палатой труда Авст-

рии), 4 экспертов по вопросам приватизации (2 — представляющих Федеральную палату труда, 2 — представляющих Федеральную торгово-промышленную палату). Кроме того, в наблюдательный совет один представитель назначается Министерством экономики, и один — Министерством финансов Австрии.

Пирамиду принятия решений и отчетности внутри “OIAG” можно представить следующим образом: производственные предприятия выступают дочерними компаниями отраслевых субхолдингов и в качестве таковых управляются ими. В свою очередь, отраслевые субхолдинги являются дочерними компаниями “OIAG”. Сам холдинг подотчетен министерству, а министерство — парламенту. На всех уровнях управления представители вышестоящего органа или материнской компании входят в наблюдательные советы дочерних компаний.

В рамках “OIAG” наблюдательный совет выступает формой реализации права государства как собственника на управление и обладает значительными полномочиями. В полномочия наблюдательных советов входят вопросы:

- приобретения и продажи компаний и отдельных предприятий;
- приобретения, продажи, залога и других операций с реальными активами;
- выделения и закрытия дочерних компаний;
- осуществления крупных инвестиций;
- запроса и выделения крупных кредитов;
- начала и прекращения деятельности производственных и бизнес-единиц.

Источники: Веб-сайт компании “OIAG” <http://www.oia.at/site/Englisch/index.html>; Wilhelmine Goldmann. Costs and benefits of holding companies in the public sector. <http://www.oecd.org/ppt/M00023000/M0023732.ppt>.

динги — такие, как “ENI” (включавший компании отраслей энергетики и нефтехимии), “EFIM” (включавший компании отрасли тяжелого машиностроения), “EGAM” (включавший компании горнодобывающей промышленности).

В 1965 г. в Италии было создано специальное министерство, ответственное за управление государственными пакетами акций. В настоящее время это министерство ликвидировано, холдинги “EFIM” и “EGAM” преобразованы. Идет — хотя и гораздо медленнее — процесс приватизации компаний, входивших в группу “IRI”.

Для Италии характерны классические холдинги на двух уровнях управления. Верхним уровнем можно считать компанию “Istituto per la Ricostruzione Industriale” (IRI). Инструментами управления государственными предприятиями со стороны “IRI” выступали межотраслевые субхолдинги. Часть из них — например, компания Finsider — за последние тридцать лет были расформированы и преобразованы. Часть межотраслевых холдингов — “Fincantieri”, “Finmeccanica” — существуют до настоящего времени.

Итальянские холдинги, созданные для управления предприятиями с государственным участием, отличаются чрезвычайно сложной организационной структурой (как мы увидим на примере структуры группы “Finmeccanica”). Границы группы весьма размыты. Система корпоративного управления в итальянских государственных холдингах относительно непрозрачна. История развития государственных и смешанных предприятий в Италии показывает, что по сравнению с государственными холдингами в Австрии и Швеции, собственно корпоративные рычаги управления (формирование наблюдательного совета, голосование на общем собрании акционеров, назначение независимых директоров, формализованные критерии оценки деятельности директоров и т. д.) играют меньшую роль в принятии решений. Одновременно чрезвычайно высоко значение некорпоративных методов воздействия на поведение предприятий (путем субсидирования, предоставления льгот, содействия в получении заказов, в особенности экспортных и т. д.).

1.5. Международный опыт организации управления государственными компаниями: уроки для России

Сравнив организацию управления государственными предприятиями в разных национальных системах корпоративного управления, в особенности Швеции, Италии и Австрии, можно сделать некоторые выводы.

Мировая практика управления пакетами акций и деятельностью государственных предприятий демонстрирует различные модели. И модель управления деятельностью государственных предприятий непосредственно уполномоченными министерствами, и модель управления с помощью специально созданных классических холдингов обладают своими преимуще-

Вставка 5 Группа “Finmeccanica”

Группа “Finmeccanica” представляет собой конгломерат компаний смешанной формы собственности. Группа включает предприятия с общей численностью около 40 тыс. занятых в отраслях авиации, оборонной промышленности, энергетики, транспортного машиностроения, информационных технологий и др. Организационная (корпоративная) структура группы чрезвычайно сложна. Группа включает: а) подразделения (филиалы) акционерного общества “Finmeccanica”; б) дочерние предприятия акционерного общества “Finmeccanica” и его дочерних предприятий; в) совместные предприятия, созданные с участием дочерних компаний акционерного общества “Finmeccanica”. Конгломератный характер группы можно проиллюстрировать данными о структуре ее выручки: по 20% выручки обеспечивают предприятия оборонной промышленности и авиастроения, по 15% — предприятия транспортного машиностроения и производства вертолетов, 14% — предпри-

ятия энергетики, 8% — предприятия космической промышленности, 6% — производители информационных технологий.

Акции компании “Finmeccanica” распределены следующим образом:

- 32% у казначейства;
- 5% закреплено за “IRI” (“Istituto per la Ricostruzione Industriale”);
- 63% обращаются на фондовом рынке.

Внутри компании “Finmeccanica” выделено специальное корпоративное подразделение, управляющее принадлежащими компании акциями компаний, включая субхолдинги. Структура группы “Finmeccanica” (в упрощенном варианте) представлена на рис. 2. Легко заметить, что эта структура отличается чрезвычайной сложностью. Входящие в группу компании сами располагают дочерними компаниями, создают совместные предприятия с другими компаниями, в том числе зарубежными. Внутри компании можно найти примеры перекрестного владения акциями.

Источник: Веб-сайт компании “Finmeccanica” www.finmeccanica.net/eng/corporate/profilo.htm

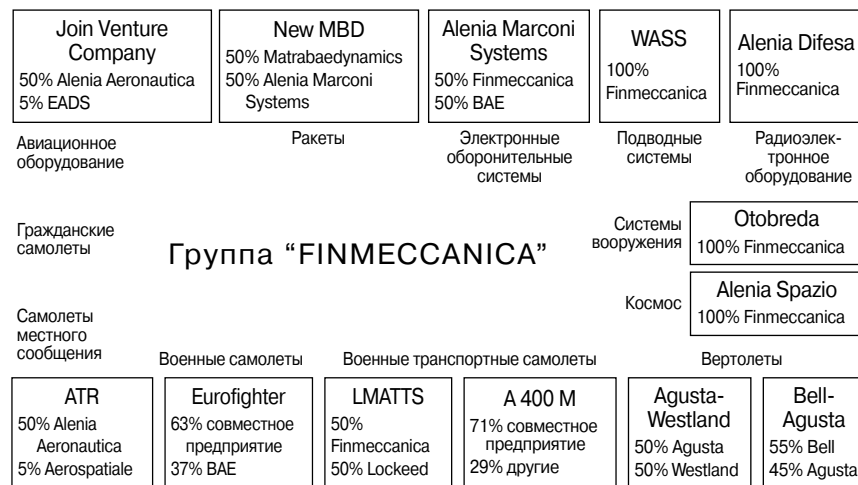


Рисунок 2. Отраслевая и организационная структура группы “Finmeccanica”
(Источник: <http://www.finmeccanica.net/eng/corporate/partner.htm>)

ствами и недостатками. К основному преимуществу первой модели необходимо отнести снижение агентских издержек (издержек на мониторинг и обеспечение выполнения сделок на нижестоящем иерархическом уровне). Основным преимуществом второй модели служит концентрация и специализация управленческих ресурсов на уровне руководства холдинга.

Важным фактором выбора между созданием государственного холдинга и управлением деятельностью государственных предприятий непосредственно профильными министерствами служит размер принадлежащего государству пакета акций. Если государство является мажоритарным собственником (располагает 50%-м пакетом плюс одна акция, либо владеет пакетом, позволяющим фактически контролировать решения общего собрания), основной выбор, который нужно сделать, это — выступать ли для компании исключительно внешним собственником, либо реализовывать право на управление в дополнение к праву на получение дохода. Если выбор сделан в пользу реализации права на управление, следующий вопрос заключается в том, разделять или не разделять право на управление деятельностью предприятия и право на управление пакетами акций. Необходимо отметить, что решение о разделении управления деятельностью компаний и пакетами их акций обычно возникает в условиях развитого биржевого рынка акций. Если управление пакетами акций и управление деятельностью не разделяется, преимущества государственного классического холдинга становятся далеко не очевидными. Если же разделение управления пакетами акций и деятельностью предприятий происходит, решение о создании специализированного классического холдинга способно принести выигрывать благодаря возможности сосредоточить полномочия по управлению акциями в рамках специализированной единицы, каковой и выступает материнская компания холдинга. В том случае, когда государство выступает миноритарным акционером и не способно реализовать право на управление деятельностью компании (либо такая цель не ставится), сосредоточение управления пакетами акций в рамках холдинга также может повысить его эффективность.

Отдельным случаем эффективного использования холдинга служит его создание для подготовки государственных компаний к успешной приватизации. Поскольку подготовка к приватизации предполагает осуществление достаточного стандартного набора мероприятий, их реализация специализированной материнской компанией может позволить достичь существенной экономии на привлечении управленческих ресурсов.

Классический холдинг может успешно использоваться и тогда, когда государство сталкивается с необходимостью управления компаниями, результаты функционирования которых нельзя оценивать по относительно стандартным критериям (прибыльность, добавленная стоимость, объем

продаж и т. д.). Типичным примером являются компании, специализирующиеся на научно-исследовательских разработках. В этом случае сосредоточение в рамках классического холдинга мониторинга деятельности нескольких компаний может привести к существенной экономии затрат на мониторинг и управление. В таких случаях классическому холдингу государственные органы, помимо передачи в управление пакетов акций, могут делегировать выполнение некоторых государственных функций (например, распределение бюджета на исследования и разработки).

В ряде стран — например в Италии — государственные компании входят в бизнес-группы, которые характеризуются достаточно сложной организационной структурой. Вместе с тем, такая практика не является широко распространенной в мире. Кроме того, в самой Италии управление государственными компаниями традиционно опиралось не только и даже не преимущественно на использование стандартных инструментов корпоративного управления. Высокая роль неформальных контрактов в системе управления государственными компаниями в значительной степени снижает значение выбора организационной формы их взаимодействия для эффективности менеджмента. Наконец, даже в Италии бизнес-группы с участием государственных компаний демонстрируют ряд важных черт. Группы создаются по инициативе государства, они основаны на высококонцентрированной собственности и не включают множество уровней акционерного контроля. Важнейшей формой участия в бизнес-группах являются не холдинги, а совместные предприятия, в которых доля государственной компании, полномочия и ответственность участников зафиксированы специальным договором.

Иными словами, государственная политика в зарубежных странах демонстрирует осторожность в отношении промышленных холдингов, включающих компании с государственным участием. На наш взгляд, такая позиция связана с влиянием усложнения корпоративной структуры на эффективность доступных для государства инструментов корпоративного управления. Поскольку комплексность целей, стоящих перед менеджерами государственных компаний, дополняется сокращением доступного набора инструментов корпоративного управления (в особенности внешних), государство как собственник не заинтересовано в дальнейшем повышении агентских издержек.

2. КОМПАНИИ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ В ПРОЦЕССЕ СОЗДАНИЯ И РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ РОССИЙСКИХ БИЗНЕС-ГРУПП

Компании с государственным участием в России входят в бизнес-группы так же, как и АО, акционеры которых принадлежат исключительно к негосударственному сектору. В 2003 г. акционерные связи между государственными компаниями и их дочерними и зависимыми предприятиями стали объектом особого внимания со стороны статистических органов. Согласно решению, принятому Правительством Российской Федерации в январе 2003 г., Государственный комитет по статистике должен изменить методику расчета показателя доли государственного сектора в продукции промышленности и произведенном ВВП. До настоящего времени к государственному сектору относились исключительно те акционерные общества, в которых государственным органам принадлежит контрольный пакет акций, но не их дочерние и зависимые компании. Вместе с тем, по имеющимся данным¹⁴, анализ специалистов Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации показал, что использование нового метода подсчета доли государственного сектора может привести к увеличению оценки с 19 до 30—40% ВВП. Разница между приведенными оценками является индикатором распространения таких акционерных связей в российской промышленности, где материнской компаний является АО с государственным участием.

Необходимо отметить, что для бизнес-групп с участием государственных компаний характерны большинство особенностей, свойственных российским группам в целом: запутанная система акционерной собственности, активное использование неимущественных инструментов контроля, высокая роль неформальных связей¹⁵. В этих условиях риск, возникающий из-за усложнения организационной структуры путем повышения числа уровней акционерного контроля, может существенно повысить агентские издержки в государственных компаниях.

Оценивая результаты участия акционерных обществ в бизнес-группах, где государство является крупным собственником, мы будем в основном фокусировать внимание на двух вопросах:

- какое влияние оказывает участие компаний в бизнес-группах на эффективность внутренних инструментов корпоративного управления;

¹⁴ Симаков Д., Беккер А. Государства станет больше // Ведомости. 14 января 2003.

¹⁵ Долгопятова Т. Г. Российская промышленность: институциональное развитие. Аналитический обзор. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2002. Вып. 1.

- какое влияние участие указанной группы компаний в бизнес-группах оказывает собственно на эффективность компании и эффективность того рынка, на котором действует компания.

Акционерные общества с государственным участием в настоящее время вовлечены в процессы слияний, укрупнений и реорганизации различных типов, среди которых можно выделить три модели:

- создание компанией с государственным участием “бизнес-группы” в результате активной инвестиционной политики по инициативе менеджмента компании¹⁶. Примером создания подобной “бизнес-группы” является РАО “Газпром”;
- реструктуризация в виде консолидации акционерных обществ с высокой долей государства и переход, таким образом, от модели бизнес-группы к модели компании. Ярким примером подобного процесса является ОАО “Связьинвест”;
- объединение компаний с государственным участием, а также их дочерних и зависимых обществ в интегрированные структуры холдингового типа под эгидой региональных органов исполнительной власти.

2.1. Формирование бизнес-группы вокруг государственной компании РАО “Газпром”

РАО “Газпром” было создано в ноябре 1992 г. преобразованием из одноименного концерна. “Газпром” является крупнейшей и по российским, и по международным масштабам компанией, владеющей около трети мировой добычи газа и более чем третьей частью мировых запасов газа. Значительный пакет акций РАО “Газпром” находится в государственной собственности. Вместе с тем, до последнего времени даже структура акционерного капитала самого “Газпрома” остается недостаточно прозрачной. На начало 2003 г. государству напрямую принадлежит 38,37% акций “Газпрома”, свыше 11% пакета акций находится на балансе дочерних компаний “Газпрома”¹⁷, в том числе 9% акций находится в управлении “Газпром-инвестхолдинга”. Согласно проспекту эмиссии еврооблигаций “Газпро-

¹⁶ Как правило, подобные инвестиции осуществлялись и продолжают осуществляться не только (и даже не столько) в форме финансовых вложений. Большую роль в формировании многих групп сыграл процесс конвертации в акционерную собственность задолженности компаний.

¹⁷ Резник И., Беккер А. Акции “Газпрома” не дают покоя // Ведомости. 22 января 2003.

ма” на 31 декабря 2002 г. на балансе его дочерних и зависимых обществ находилось 15,11% акций. Из них 4,5% — у голландской “Gazprom Finance BV”, 4,83% — у “Газпром-инвестхолдинга”, остальные — у “Газпромбанка”. Еще около 8% акций менеджмент “Газпрома” контролирует через доверенности на голосование, выписанные ему работниками монополии и через “Газфонд”. Еще 2,2% акций принадлежат СП “Ruhrgas” и “Газэкспорта” — “Геросгазу”, покупающему для немецкой компании акции “Газпрома” на российском рынке. В конце 2002 г. государственный пакет был доведен до контрольного, когда принадлежавшие “Стройтрансгазу” 4,83% акций “Газпрома” перешли на баланс “Газпром-инвестхолдинга”, 100%-го дочернего общества “Газпрома” в обмен на векселя¹⁸.

В течение десяти лет, прошедших с момента создания, “Газпром” расширил границы за пределы газовой промышленности, превратившись в конгломератную группу. Получая значительную прибыль от экспорта газа и выступая поставщиком газа как энергоносителя и как сырья для широкого круга компаний на внутреннем рынке, “Газпром” располагает беспрецедентными возможностями и одновременно сильными стимулами приобретения промышленных предприятий — помимо традиционного для всех российских групп создания кэптивных банков, страховых компаний, негосударственного пенсионного фонда и т. д.

Развитие организационной структуры “Газпрома” в течение 1990-х гг. демонстрирует две противоположные тенденции. С одной стороны, происходит централизация полномочий и укрепление иерархических инструментов координации. В 1999 г. входящие в “Газпром” предприятия газовой промышленности (до тех пор имевшие уникальную организационно-правовую форму, которая отличалась сохранением определенной, по крайней мере формальной, независимости) были преобразованы в общества с ограниченной ответственностью, учрежденные РАО “Газпром”. С другой стороны, приобретение пакета акций компаний других отраслей — производителями минеральных удобрений, синтетического каучука, шинной промышленности, предприятиями черной металлургии — сопровождается созданием специальных управляющих компаний и, следовательно, усложнением системы иерархического управления. Если первый из указанных процессов полностью соответствует критериям совершенствования системы корпоративного управления в конкретных условиях, то второй заслуживает достаточно критической оценки.

Будучи на протяжении последних десяти лет абсолютным лидером по масштабам финансовых вложений в дочерние и зависимые общества, принадлежащие к другим отраслям, “Газпром” не продемонстрировал доста-

¹⁸ Голубович Т., Резник И. “Газпром” стал госкомпанией // Ведомости. 12 марта 2003.

точно высокой эффективности в качестве собственника. Тем более нельзя говорить об эффективности государства как собственника (по крайней мере опосредованного) акций дочерних и зависимых обществ, в то время как по поводу самого факта владения этими акциями на протяжении многих лет сохраняется неопределенность. По утверждению менеджмента компании, часть активов, принадлежащая “Газпрому”, в течение последних лет не находила отражения в официальном балансе компании¹⁹.

Среди наиболее крупных компаний, созданных “Газпромом”, необходимо отметить “Сибур”. Группу “Сибур” (ОАО “Сибирско-Уральская нефтегазохимическая компания”) можно назвать крупнейшей нефте- и газоперерабатывающей компанией России. Компания была создана в 1995 г. в соответствии с указом Президента Российской Федерации с целью повышения эффективности управления ресурсами легкого углеводородного сырья и организации производства нефтехимической промышленности в России. Однако реальная практическая деятельность, направленная на формирование холдинга и управление конкретными промышленными объектами, началась в 1998 г. В процессе расширения “Сибуром” использовались как акционерные, так и неимущественные инструменты интеграции. Как это часто бывает в российской промышленности, приобретению пакетов акций предшествовала координация на неимущественных основаниях: так, еще до приобретения “ТНХК”, “Сибур” выступал его управляющей компанией. Важным инструментом контроля деятельности нефтехимических предприятий со стороны головной компании бизнес-группы послужил перевод предприятий на процессинг, что позволило установить более жесткий контроль над предприятиями, нежели владение акциями²⁰. Многими экспертами подчеркивалось, что предприятия контролировались через накапливающуюся кредиторскую задолженность за поставки сырья, через перекрестное владение одними предприятиями небольших пакетов акций других предприятий, через подставные компании-однодневки (так называемые “корпоративные покровы”), а главное — через гарантированные поставки сырья. В настоящее время “Сибур” контролирует порядка семидесяти и более процентов акционерного капитала на около 90 предприятиях холдинга.

С конца 2001 г. и в течение 2002 г. контроль над группой “Сибур” служил объектом корпоративного конфликта. Попытка менеджмента группы обособиться от “Газпрома” завершилась банкротством компании, и в даль-

нейшем мировые соглашения в несколько этапов привели к повышению доли инструментальных компаний “Газпрома” в акционерном капитале “Сибур”. Однако этот процесс сопровождался снижением производственных и финансовых показателей группы, так что 2002 г. завершился для “Сибур” с убытками.

В течение 2002 г. происходил процесс восстановления контроля компании “Газпром” над группой “Сибур”, а в начале 2003 г. ситуация потенциальной утраты контроля возникла в отношении другой крупной группы — корпорации “Азот”. ЗАО “Агрохимхолдинг” (с октября 2001 г. — Агрохимическая корпорация “Азот”) создано летом 2000 г. Его учредителями выступали “Межрегионгаз” и группа “Интерхимпром”. Учредителям принадлежало по 46,38% акций ЗАО, еще 7,2% акций было на балансе самой компании. Корпорации “Азот” в момент ее создания принадлежали пакеты акций большей части крупнейших производителей минеральных удобрений — пермских “Минеральных удобрений” (42%), березниковского “Азота” (25%), Кирово-Чепецкого химкомбината (25,15%), Кропоткинского химзавода (53,19%), ЗАО “Северный газоперерабатывающий завод” (51%) и 50% управляющей компании ОАО “Череповецкий азот”, владеющей 52% акций Кирово-Чепецкого химкомбината. Предприятия холдинга выпускают около 40% удобрений в России. Еще летом 2002 г. поступали сообщения о том, что “Газпром” установил контроль над корпорацией “Азот” (что означало выкуп доли в акционерном капитале, принадлежащей группе “Интерхимпром”, инструментальными компаниями, “дружественными” “Межрегионгазу”). Однако уже в феврале 2003 г., после увольнения генерального директора компании “Межрегионгаз”, выяснилось, что значительный пакет акций был продан инструментальным компаниям, представляющим интерес прежнего руководства компании “Межрегионгаз”²¹. Новые руководители одновременно предприняли действия по переводу активов корпорации “Азот” во вновь созданную структуру с близким названием. Нетрудно заметить, что налицо повторение конфликта по поводу контроля над компанией “Сибур”. “Газпром” обладает возможностями вернуть активы корпорации “Азот” под свой контроль, но нет сомнений в том, что это будет сопровождаться действиями, деструктивными по отношению к эффективности компаний, пакеты акций которых принадлежат корпорации “Азот”. Не исключено, что менеджментом теперь уже отдельных предприятий будут приняты действия по приобретению тем или иным путем контрольных пакетов акций.

Таким образом, мы видим, что несмотря на особое положение “Газпрома” как поставщика сырья по отношению к большинству входящих в группу компаний, что обеспечивает весьма высокую переговорную силу,

¹⁹ Рыбальченко И. “Газпром” освобождается от непрофильных активов // Ведомости. 24 декабря 2002.

²⁰ Экономическое содержание договоров процессинга (толлинга) рассматривалось в: Авдасева С. Давальчество в российской промышленности: причины и результаты использования // Вопросы экономики. 2000. № 6. См. также Avdasheva S. Processing (Tolling) Contracts in Russian Industries: an Institutional Perspective. Препринт WP1/2002/04. М.: ГУ ВШЭ, 2002.

²¹ Резник И. “Азот” ушел с Горновским // Ведомости. 3 марта 2003.

центробежные тенденции в бизнес-группе периодически берут верх над центростремительными. В этом можно видеть естественное проявление борьбы интересов, однако необходимо отметить и еще один аспект происходящего. Складывается устойчивое впечатление, что менеджмент “Газпрома” как компании, контролируемой государством, не обладает достаточными стимулами для эффективного управления акциями, которые прямо или опосредованно принадлежат компании. Напротив, типична ситуация, когда высшие менеджеры “Газпрома” заинтересованы в сохранении определенной автономии инструментальных компаний, владеющих пакетами акций, поскольку это позволяет получать независимый доход от участия в управлении входящими в бизнес-группу предприятиями.

Приведенные данные дают основания для вывода о том, что формирование бизнес-группы вокруг компании скорее оказывает отрицательное влияние на эффективность использования стимулирующих контрактов со стороны государства как собственника. Также необходимо отметить противоречивое влияние принадлежности к группе “Газпрома” на эффективность компаний в нефтехимической промышленности. С одной стороны, очевидно, что передача пакета акций “Газпрому” или компании “Межрегионгаз” выступала единственным способом сохранения производства на предприятиях, приобретающих сырье у единственного поставщика²². Однако последовавшие за этим конфликты по поводу собственности на акции входящих в бизнес-группу компаний неизбежно препятствуют установлению эффективной системы корпоративного контроля и дестимулируют любые инвестиции в развитие компаний.

2.2. Реструктуризация акционерных связей государственной компании ОАО “Связьинвест”

Компания “Связьинвест” была создана в 1994 г., однако на протяжении нескольких лет фактически не располагала инструментами управления дочерними обществами, где и были сосредоточены центры принятия корпоративных решений. Лишь через два года после создания холдинга его пред-

²² Безусловно, существуют свидетельства того, что менеджмент предприятий еще до включения в группу “Газпрома” активно проводил политику вывода активов, что в ряде случаев и послужило непосредственной причиной неплатежеспособности и неспособности закупать сырье для переработки. Однако, оценивая логику развития структуры рынка *post factum*, нельзя не отметить, что на этих предприятиях вероятность приобретения инсайдерами контрольного пакета акций была ничтожно мала, так что в условиях отсутствия контроля со стороны собственников поведение менеджеров можно считать рациональным. Более того, можно сказать, что в каждом конкретном случае прослеживалась взаимная заинтересованность (инсайдеров-менеджеров и представителей “Газпрома” как потенциального покупателя) в выводе активов компаний.

ставители входят в органы управления акционерных обществ — региональных телекоммуникационных компаний. В отсутствие действенной системы корпоративного управления, наиболее действенными рычагами воздействия на поведение региональных операторов располагал не холдинг, а Министерство связи и информатизации, в основном благодаря беспрецедентно широким полномочиям в области лицензирования участников отрасли, распределения ограниченных ресурсов отрасли (в том числе радиочастот и номерной емкости), сертификации оборудования отрасли.

В 2001 г. руководство компании объявило о начале реструктуризации. В результате реструктуризации вместо почти 80 дочерних компаний “Связьинвеста” сформировались семь (приблизительно соответствующих границам федеральных округов), восьмым крупным дочерним обществом выступает “Ростелеком”. Единственной региональной компанией связи, в которой “Связьинвест” не располагает контрольным пакетом акций, до настоящего времени остается “Московская городская телефонная связь”. В других дочерних обществах компании “Связьинвест” — “ЦентрТелеком”, “Северо-Западный Телеком”, “ВолгаТелеком”, “ЮгТелеком”, “Уралсвязьинформ”, “Сибирьтелеком”, “Дальсвязь” и “Ростелеком” — материнская компания на начало 2003 г. располагала 51% пакетами акций. Доля иностранных акционеров в дочерних компаниях варьировалась от 7 до 37%²³.

Первые результаты реструктуризации рассматриваются как обнадеживающие. Рынок позитивно отреагировал на консолидацию организационной структуры, и на протяжении последних двух лет рыночная стоимость компании “Связьинвест” росла опережающими темпами по сравнению как с российским, так и с американским фондовыми индексами. Ориентированная на рост капитализации реструктуризация холдинга вполне соответствует мировой традиции управления акциями государственных компаний за рубежом, особенно в контексте предполагаемого продолжения приватизации холдинга.

Судя по сообщениям руководства холдинга, менеджментом предпринимаются усилия по совершенствованию системы корпоративного управления в региональных компаниях, а именно:

- осуществляется четкое разграничение компетенций советов директоров и исполнительных органов управления;
- вводится система контроля за заключением сделок генеральными директорами;
- начинают реально действовать ревизионные комиссии, подконтрольные непосредственно совету директоров “Связьинвеста”;

²³ Яшин В. Современное состояние и перспективы развития фиксированной связи. www.svyazinvest.ru/docs/presentation/Yashin_Svyaz_investments_2003.ppt

- для решения отдельных вопросов управления создаются специальные комитеты из состава совета директоров;
- увеличивается число независимых директоров;
- осуществляется раскрытие информации о корпоративных действиях в компании и т. д.

Оценка эффективности реструктуризации холдинга зависит от результатов реструктуризации, а также от выбора времени и варианта приватизации компании. В том случае, если благодаря предпринятой реструктуризации удастся повысить не только рыночную стоимость компании в принципе, но и выручку государственного бюджета от ее реализации, эффективность консолидации можно будет безоговорочно признать достаточно высокой.

2.3. Региональные холдинги, включающие компании с государственным участием

Органы исполнительной власти в России на протяжении десяти лет оказывают существенное влияние на условия бизнеса и рассматриваются как важный участник процесса корпоративного управления. При этом многие авторы отмечают тенденцию “регионализации” контроля над акционерными обществами²⁴. “Регионализация контроля” принимала различные формы и лишь одной из них является создание холдингов из компаний с государственным участием.

Ярким примером холдинга, создаваемого из компаний с государственным участием и под эгидой региональных органов исполнительной власти, являются “Башкирская топливная компания” (100% в собственности республики Башкортостан) и “Башнефтехим” (99% в собственности республики Башкортостан). “Башкирской топливной компании” принадлежит 63,7% акций компании “Башнефть”, 32% акций “Башкирэнерго” и 24,5% акций “Уфасибнефтепровода”. “Башнефтехим” объединяет крупнейшие нефтехимические заводы республики: Уфимский НПЗ (75%), Ново-Уфимский НПЗ (85%), “Уфанефтехим” (61%) и “Уфаоргсинтез” (72%). В состав холдинга также входят “Башкирнефтепродукт” (57%), “Башнефтехимторг” (20%) и “Нефтехимремстрой” (26%).

“Башнефть” — одна из самых закрытых российских нефтекомпаний. В ее совет директоров входят только чиновники башкирского правитель-

²⁴ См., например, Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М.: ИЭПП, 1999.

ства, проводящие наиболее агрессивную политику в отношении внешних миноритарных акционеров. Весной 2003 г. представители БТК не только не позволили миноритарным акционерам, сосредоточившим 10% пакета акций “Башнефти”, провести своего представителя в совет директоров, но и не допустили их к участию в собрании акционеров²⁵.

Рейтинг инвестиционной привлекательности “Башнефти”, по данным агентства “RE” (RusEnergy) — самый низкий среди российских нефтяных компаний, и, например, в два раза ниже рейтинга инвестиционной привлекательности “ЮКОСа”.

Аналогичная структура управления региональными компаниями в нефтяной и нефтехимической отраслях создана и в республике Татарстан, хотя в отличие от “Башнефти”, республика Татарстан не располагает контрольным пакетом акций компании “Татнефть”. Для управления компаниями нефтехимической промышленности создан специальный “Татнефтехиминвестхолдинг”. В настоящее время правительство республики Татарстан планирует создать холдинг для управления акциями АО с государственным участием, включая и нефтяные, и нефтехимические, и даже телекоммуникационные компании²⁶.

2.4. Оценка моделей развития бизнес-групп в российской промышленности в контексте мирового опыта управления государственными предприятиями

В первой части статьи показано, что в зарубежных странах как классические, так и промышленные холдинги, включающие компании с государственным участием, не находят широкого распространения в тех случаях, когда государство как собственник вынуждено полагаться на доступный ему набор инструментов корпоративного управления без привлечения дополнительных рычагов контроля над поведением компании. Как в этом контексте могут быть оценены бизнес-группы с участием государственных компаний в России? Из трех охарактеризованных моделей развития бизнес-групп положительную оценку получила бы только консолидация холдинга “Связьинвест”.

Участие государственных компаний в бизнес-группах, которые характеризуются непрозрачностью структуры собственности и чрезмерной длиной цепочек контроля (активным использованием так называемых “инструментальных” компаний), в рамках мировой традиции управления госу-

²⁵ Егорова Т. “Башнефть” не пустила миноритариев // Ведомости. 29 апреля 2003.

²⁶ Герасимова А. Татарстан собирает госпакеты // Ведомости. 21 апреля 2003.

ОГЛАВЛЕНИЕ

дарственными предприятиями было бы оценено отрицательно. Непрозрачность структуры акционерного контроля препятствует превращению дополнительных выигрышей, полученных в результате использования различных эффектов интеграции, в доход собственника. Аналогично, при непрозрачной структуре собственности сложно найти доказательство того, что деятельность государственной компании в качестве материнской оказывает положительное влияние на экономическую эффективность в целом. Напротив, непрозрачная структура акционерных связей заведомо означает, что у менеджеров государственной компании появляется по крайней мере дополнительный критерий принятия управленческих решений, что в сочетании с охарактеризованной выше сложностью целевой функции представителей государства как собственника является нежелательным. Возможность получения менеджерами материнской компании (государственного АО) доходов от деятельности дочерних обществ ограничивает возможность использования стимулирующих контрактов со стороны государства как собственника. Пример “Газпрома” наглядно показывает отрицательное влияние создания бизнес-группы на эффективность корпоративного управления.

Тем более отрицательно было бы оценено участие государственных предприятий в бизнес-группах, находящихся под контролем региональных органов исполнительной власти. Присутствие на национальном конкурентном рынке компании, пользующейся конкурентными преимуществами благодаря поддержке органов исполнительной власти, рассматривается как опасное для конкуренции и наносящее ущерб общественному благосостоянию.

Таким образом, в контексте мировой практики значительная часть акционерных связей, в которых материнской компанией выступают российские АО с государственным участием, получила бы отрицательную оценку. С точки зрения совершенствования корпоративного управления в интересах государства как собственника такие связи должны быть ограничены организационными структурами, связанными с основной деятельностью (ключевыми компетенциями) компаний.

1. Международный опыт организации управления государственными и смешанными компаниями	7
1.1. Модели управления государственными компаниями в зарубежных странах	9
1.2. Организация управления государственными компаниями в Швеции	12
1.3. Организация управления государственными компаниями в Австрии	19
1.4. Организация управления государственными компаниями в Италии	19
1.5. Международный опыт организации управления государственными компаниями: уроки для России	21
2. Компании с государственным участием в процессе создания и реструктуризации российских бизнес-групп	25
2.1. Формирование бизнес-группы вокруг государственной компании РАО “Газпром”	26
2.2. Реструктуризация акционерных связей государственной компании ОАО “Связьинвест”	30
2.3. Региональные холдинги, включающие компании с государственным участием	32
2.4. Оценка моделей развития бизнес-групп в российской промышленности в контексте мирового опыта управления государственными предприятиями	33

Препринт WP1/2003/04
Серия WP1
Институциональные проблемы российской экономики
Редактор серии *А.А. Яковлев*

Светлана Борисовна Авдашева

**Холдинги с участием государственных
и смешанных компаний:
оценка российской практики
в контексте мирового опыта**

Публикуется в авторской редакции

Зав. редакцией *Е. В. Попова*
Выпускающий редактор *А. В. Заиченко*
Технический редактор *С. Д. Зиновьев*

ЛР № 020832 от 15 октября 1993 г.
Формат 60x84/16. Бумага офсетная. Печать трафаретная.
Тираж 150 экз. Уч.-изд. л. 2,16. Усл. печ. л. 2,09. Заказ № 191. Изд. № 410

ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3
Типография ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3