

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

*С.Б. Авдашева, Т.Г. Долгопятова, Х. Пляйнес*

**КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В АО  
С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ:  
РОССИЙСКИЕ ПРОБЛЕМЫ  
В КОНТЕКСТЕ МИРОВОГО ОПЫТА**

Препринт WP1/2007/01

Серия WP1

Институциональные проблемы  
российской экономики

Москва  
ГУ ВШЭ  
2007

УДК 005.7  
ББК 65.290-2  
А 18

Редактор серии WP1  
«Институциональные проблемы российской экономики»  
*А.А. Яковлев*

**Авдашева С.Б., Долгопятова Т.Г., Пляйнес Х.** Корпоративное управление в АО с государственным участием: российские проблемы в контексте мирового опыта. Препринт WP1/2007/01. – М.: Издательский дом ГУ ВШЭ, 2007. – 52 с.

Повышение результативности корпоративного управления в российских компаниях с государственным участием остается важной задачей в силу значительного (а в последние годы – даже растущего) участия государства в экономике в качестве акционера. В работе рассмотрены центральные проблемы организации выполнения государством функции собственника, снижающие эффективность корпоративного управления в российских АО с государственным участием. Обобщен опыт решения этих проблем в зарубежных странах (в первую очередь в странах ОЭСР). Приведены данные выборочных обследований предприятий, проведенных ГУ ВШЭ в 2002–2006 гг., которые характеризуют структуру собственности и специфику корпоративного управления в АО с участием государства.

УДК 005.7  
ББК 65.290-2

**Avdasheva S., Dolgopyatova T., Pleines H.** Corporate Governance in Russian Companies with State Ownership. Working paper WP1/2007/01. Moscow: State University – Higher School of Economics, 2007. – 52 p. (in Russian).

Improvement of corporate governance in Russian corporations with state ownership remains to be among the important tasks due to substantial (recently even increasing) participation of state in the economy as an owner. The paper reflects key problems the Russian state faces with in the joint-stock companies with state ownership those decreased the efficiency of corporate governance. The international evidence (first of all that of OECD countries) of resolving these problems is summarized. The findings are illustrated with the data of Russian enterprises sample surveys conducted by the State University – Higher School of Economics in 2002–2006.

**Препринты ГУ ВШЭ размещаются на сайте**  
<http://new.hse.ru/C3/C18/preprintsID/default.aspx>.

© С.Б. Авдашева, 2007  
© Т.Г. Долгопятова, 2007  
© Х. Пляйнес, 2007  
© Оформление. Издательский дом ГУ ВШЭ, 2007

## Введение

Масштабы государственного сектора в России существенно сократились в ходе приватизации и последующего перераспределения акций<sup>1</sup>. Однако государство остается в числе крупнейших собственников. На 1 июня 2006 г. в Российской Федерации зарегистрировано 3724 АО с федеральным участием. По данным выборочных обследований предприятий, 16–20% крупных и средних промышленных предприятий имеют в числе акционеров Российскую Федерацию, субъект Российской Федерации или муниципальное образование. Более того, SOE<sup>2</sup> являются крупнейшими участниками рынков. В 2004 г. на их долю приходилось по меньшей мере 30% промышленного производства и 37% активов банковского сектора [Применение норм корпоративного управления, с. 10].

Особая роль SOE связана не только с их размером, но и с их влиянием на развитие корпоративного управления (далее – КУ) и фондового рынка. Уже в силу своего размера они выступают ориентиром для частных компаний, использующих принципиально те же инструменты КУ. Эти инструменты особенно важны для SOE, поскольку они по определению представляют собой компании с разделенными владением и управлением. Чем лучше будут результаты применения инструментов КУ в SOE, тем большее распространение они могут получить и в частных корпорациях. Практически то же самое можно сказать в отношении рынка ценных бумаг. Чем в большей степени соблюдаются права частных акционеров в SOE, чем большую роль играет фондовый рынок в финансировании этих компаний, чем ярче проявляется зависимость капитализации от состояния КУ – тем лучшего приращения инструментов КУ мы можем ожидать в частном секторе.

Актуальность проблем совершенствования КУ растет в силу повышения роли государства в качестве собственника. Ряд SOE Указом Президента Рос-

---

<sup>1</sup> Работа подготовлена на основе результатов проекта ГУ ВШЭ «Корпоративное управление на государственных предприятиях», выполненного по заказу Министерства экономического развития и торговли в 2006 г. Авторы благодарят В.Е. Деметьева, Р.А. Кокорева, П.В. Крючкову, Б.В. Кузнецова, П.В. Кузнецова, Е.В. Макееву, А.В. Попову, Ю.В. Симачева, Д.В. Скрипичникова, О.Б. Соколову, А.Е. Шаститко, А.А. Яковлева за плодотворные дискуссии и высказанные замечания. Многие предложения были обсуждены на Встрече ведущих экспертов по корпоративному управлению на государственных предприятиях России, организованной 14 декабря 2006 г. Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) совместно с Министерством экономического развития и торговли РФ.

<sup>2</sup> Используя эту аббревиатуру (SOE – State Owned Enterprise), мы рассматриваем не только компании, на 100% принадлежащие государству, но и компании смешанной формы собственности, где государство является одним из акционеров.

сийской Федерации от 4 августа 2004 г. № 1009 отнесены к стратегическим предприятиям, в отношении которых действуют особые процедуры банкротства и ограничения на состав акционеров (продажу акций иностранным гражданам). Очевидно, стратегические предприятия требуют использования особых подходов к КУ, коль скоро они защищены от действия большинства внешних инструментов КУ.

Цель данной работы состоит в описании основных проблем развития КУ в российских SOE (разд. 1) и – на основе обобщения опыта организации КУ в странах ОЭСР (разд. 2) и эмпирических данных о российских SOE (разд. 3) – разработке рекомендаций для государства как собственника (разд. 4).

## **1. Актуальные проблемы корпоративного управления в российских компаниях с государственным участием**

Базовые проблемы КУ в SOE принципиально такие же, что и в полностью частных компаниях:

- реализация прав собственника в АО может быть затруднена вследствие проблемы «принципал – агент» в отношениях между собственниками и менеджерами, возникающей по причине асимметрии информации;
- разные группы акционеров (государство, исполнительный менеджмент, российские «внешние» акционеры, зарубежные акционеры) имеют различные и зачастую противоречивые интересы.

Проблемы управления в SOE должны решаться с использованием принципиально тех же инструментов КУ, которые применяются частными компаниями. Однако государство как собственник имеет существенные особенности, создающие в свою очередь дополнительные проблемы:

- у государства есть более сложные, комплексные и противоречащие друг другу цели, чем у частного собственника. Например, в целях сбалансированного развития экономики и решения социальных задач государство заинтересовано, чтобы субъекты естественных монополий осуществляли масштабные инвестиции в инфраструктуру, хотя финансовая отдача этих инвестиций в рамках системы регулируемых тарифов невелика. За достижение этой цели отвечает отраслевой орган управления или правительство. Одновременно государство заинтересовано в поступлениях дивидендов, однако возможности выплаты дивидендов при осуществлении инвестиций в инфраструктуру снижаются;

- многочисленность SOE сочетается с их разнородностью. Компании различаются по целям, которые государство как собственник ставит перед

собой, по масштабам государственного участия в капитале (от миноритарного до 100%-го), а следовательно – и по тем инструментам КУ, которые целесообразно использовать в разных компаниях;

- роль принципала в SOE выполняют отдельные представители государства, ни один из которых не является конечным бенефициаром. В результате проблема «принципал – агент» возникает не только в отношениях между государством и SOE, но и внутри государства как собственника (между правительством и органом исполнительной власти, между различными органами исполнительной власти, между органом исполнительной власти и представителем государства в компании).

По указанным выше причинам внешние инструменты КУ могут быть менее действенными для SOE, чем для частных компаний.

Проблемы КУ в российских SOE можно разделить на две группы: первая относится к *условиям* реализации КУ, вторая – к *действиям* государства. Первая группа включает следующие проблемы:

1. Действующее корпоративное законодательство недостаточно учитывает специфику КУ в SOE.

2. Сохраняются значительные «остаточные» проблемы, порожденные массовой приватизацией и сравнительно высоким масштабом государственной собственности: мелкие пакеты с низкими стимулами к их приватизации; ограничение на приватизацию в иной форме, нежели открытое АО; сохранение «золотой акции» как особой формы участия в КУ и ряд других.

3. Дополнительные ограничения связаны с несовершенством институциональной среды КУ в России. Слабость внешних механизмов КУ (фондового рынка, рынка услуг менеджеров, конкуренции на товарных рынках, института банкротства) заставляет компенсировать их более активным использованием внутренних инструментов.

Вторая группа проблем состоит в следующем:

1. Отсутствие стратегий развития отдельных компаний (групп компаний) с государственным участием, зафиксированных в той или иной форме.

Цели государства в SOE и соответствующие обязательства компаний перед государством, как правило, четко не сформулированы. Это затрудняет разработку и выполнение отдельных директив представителями государства и предоставляет значительную свободу исполнительному менеджменту компаний. Органы исполнительной власти не располагают инструментами мониторинга и оценки деятельности АО в целом, органов управления обществом и представителей государства. Сложно организовать стимулирование представителей государства к эффективной деятельности, поскольку критерии оценки могут быть определены практически произвольно.

Отдельные меры, принимаемые для усиления контроля над деятельностью SOE, приближают государственное управление в этих компаниях к оператив-

ному, хотя одновременно невозможно предоставить оперативную самостоятельность представителям государства. Затруднен мониторинг конфликта интересов, поскольку крайне трудно отделить решения, направленные на достижение целей государства, от решений, принятых в интересах компании или даже персонально участников КУ.

Отсутствие сформулированной стратегии государства в отношении конкретной компании осложняет его взаимоотношения с иными акционерами, которые не могут определить, насколько их интересы соотносятся с этой стратегией.

2. Регламентация выполнения государством функций собственника не соответствует целям эффективного управления SOE.

В России функция управления государственными пакетами акций возложена на один орган – ФАУФИ (Росимущество). Однако оно в одних случаях должно согласовывать свои решения с соответствующим отраслевым министерством, в других – решения принимаются на уровне правительства РФ, наконец, в некоторых случаях они принимаются ФАУФИ самостоятельно. Сохранение смешанной модели управления SOE не позволяет унифицировать используемые инструменты и процедуры КУ в разных компаниях.

Регулирование некоторых видов деятельности в значительной степени осуществляется посредством участия в управлении SOE, а не путем определения условий предпринимательства на целевых рынках, что соответствовало бы лучшей мировой практике. Корпоративные процедуры в разных компаниях подчинены целям регулирования, которые существенно различаются в разных отраслях. Функции государства как собственника и как регулятора рынков недостаточно разделены.

Помимо представления государства как собственника на уровне исполнительной власти, остро стоит проблема представления его интересов в компаниях. Действующий институт государственных представителей, при котором чиновники голосуют в органах АО на основе полученных директив, характеризуется низкими персональными стимулами для принятия эффективных решений и слабой ответственностью, пассивностью государственных представителей. Отсутствие вознаграждения, величина которого могла бы быть связана с результатами деятельности компании и достижением целей государства, не побуждает представителей государства действовать наиболее эффективным способом. Кроме того, отсутствие ограничений на число компаний, в которых государственные служащие могут представлять государство, ведет к нехватке времени на надлежащее исполнение обязанностей и снижению эффективности работы представителей.

В качестве представителей государства почти не используются профессиональные менеджеры. Отсутствует четкая и прозрачная система отбора

представителей государства как квалифицированных и компетентных лиц или организаций. Практически единственной формой привлечения профессиональных менеджеров к управлению SOE остается передача акций в доверительное управление. Эта практика на протяжении последнего десятилетия использовалась сравнительно широко. Однако слабая регламентация ответственности доверительных управляющих приводила к тому, что в рамках доверительного управления часто происходил вывод активов и простое разбазаривание средств предприятий.

Другой формой привлечения профессиональных управляющих к организации КУ является создание холдингов. Однако без специальной дополнительной регламентации прав и ответственности создание холдингов может привести к устранению государства от формулирования целей и задач деятельности конкретных предприятий.

В то же время существует проблема противоположного свойства: присутствие чиновников в советах директоров частных АО. Такое участие государственных служащих в КУ может быть методом государственной политики, в особенности на региональном уровне, но одновременно оно создает основу для конфликтов интересов и возможности коррупции. Действующее корпоративное законодательство не препятствует участию государственных служащих в органах управления компаний без государственных пакетов акций. В свою очередь, законодательство о государственной службе ограничивает только работу на возмездной основе, что, скорее, способствует нелегальной практике.

Возможные конфликты интересов государственных служащих, представляющих государство в АО, слабо регламентированы. В уставах и других внутренних документах АО, как правило, не предусмотрены действия при возникновении конфликтов интересов. Нет более или менее четкого представления и о том, какие случаи подпадают под конфликты интересов для представителей государства в органах управления.

3. Значительная часть корпоративных процедур используется формально, вне связи с реальными процессами принятия решений в компании.

Как и в частных компаниях, в SOE важной проблемой остается симулирование механизмов КУ. Представители государства часто не используют те процедуры принятия решений, которые предусматривает корпоративное законодательство.

Государство представлено в советах директоров в меньшей степени, чем позволяли размеры его пакетов акций. Полномочия советов директоров, которые должны контролировать исполнительный менеджмент, недостаточны для достижения этой цели. Даже в крупнейших SOE не всегда используется такой инструмент, как специализированные комитеты в составе совета ди-

ректоров, который повышал бы информационный потенциал и возможности профессионального принятия важных для компании решений.

На российские SOE (если они не являются участниками рынка ценных бумаг) не возложены жесткие требования по следованию лучшей практике КУ (в частности, по разработке и соблюдению кодексов КУ, участию в рейтингах КУ) и по раскрытию информации о своей деятельности. Эта практика противоречит принципу, в соответствии с которым граждане России как конечные собственники должны располагать информацией о целях, результатах и механизмах функционирования SOE, поскольку они представляют собой форму использования денег налогоплательщиков. Одновременно недостаточные масштабы раскрытия информации не позволяют использовать потенциал независимого анализа информации о компании в качестве самостоятельного инструмента КУ.

В результате во многих SOE (так же, как и в частных компаниях) корпоративная политика играет меньшую роль, чем требуют интересы государства как собственника. Роль совета директоров в принятии решений недостаточно высока. Не разработана последовательная дивидендная политика, хотя в 2006 г. принято Распоряжение Правительства РФ № 774-р, направленное на решение данной проблемы. Отсутствует последовательная политика в отношениях с другими группами акционеров, в особенности миноритарными. Все это снижает привлекательность компании (а следовательно, и рыночную оценку принадлежащего государству имущества) в глазах потенциальных инвесторов.

Одновременно не все законодательные формы участия государства в КУ соответствуют целям их применения. Примером может служить институт «золотой акции» (подробнее см. разд. 3). Наконец, в отдельных случаях издержки по соответствию требованиям КУ, которые предполагает статус ОАО, является в принципе избыточным. Форма открытого общества далеко не всегда соответствует целям государства как собственника и условиям функционирования SOE. Во многих случаях экономия издержек по управлению государственной собственностью могла бы быть обеспечена в рамках организационной формы общества с ограниченной ответственностью.

4. Низкие стимулы к приватизации остаточных пакетов, принадлежащих государству.

Наряду со значительными пакетами акций в АО, где государство имеет важные стратегические цели, сохраняется участие государства в тех компаниях, где государство не имеет ни специальных целей (поскольку компании не предоставляют общественных благ и не оказывают решающего воздействия на конкретные рынки), ни возможностей для реализации своих интересов (поскольку пакеты акций малы). Приватизация таких пакетов тормо-



зится отсутствием стимулов для других собственников и исполнительного менеджмента предприятий. Сохранение государственных пакетов, во-первых, в ряде случаев поддерживает контроль доминирующего собственника без дополнительных затрат, во-вторых — предоставляет российским компаниям ряд важных конкурентных преимуществ во взаимоотношениях как с государством, так и с частными инвесторами.

## **2. Международный опыт: институциональные основы государственной собственности**

### **2.1. Цели государства как акционера**

Государство может руководствоваться разными целями, включая:

1. Предоставление товаров или услуг, которые не производились бы в рыночных условиях, поскольку эти товары являются общественными или их предоставление требует масштабных инвестиций (например, общее образование, железнодорожный транспорт).

2. Стимулирование развития отдельных отраслей экономики или отдельных регионов путем государственных инвестиций (например, инвестиции в угольную промышленность в отсталых регионах).

3. Предоставление товаров или услуг по цене ниже рыночной по причинам социального характера (например, дешевый общественный транспорт).

4. Предоставление рабочих мест и социального обеспечения.

5. Контроль стратегически важных отраслей экономики по политическим мотивам (например, оборонной промышленности или энергетики).

6. Создание источника дохода для государственного бюджета из прибыли SOE (зачастую в форме государственной монополии, когда бюджет получает монопольную ренту).

7. Создание системы выигрышей для политиков и государственных служащих (в том числе через систему членства в советах директоров с высоким вознаграждением).

Решение о цели функционирования каждого SOE принципиально необходимо. Только тогда могут быть даны четкие инструкции менеджерам, а результаты деятельности предприятия — измерены и оценены. Таким образом, можно определить ту цену, которую государство платит за достижение цели. Результатом может стать смена приоритетов либо выбор более эффективного пути достижения указанной цели.

Цель государства в SOE воздействует на дизайн КУ, в первую очередь – выбор юридической формы SOE, роль представителей государства в управлении предприятием и политику раскрытия информации о компании.

Если цель состоит в том, чтобы *стимулировать экономическое развитие* (случаи 1 и 2), SOE должно существовать в той же юридической форме, что и частные компании, и действовать в конкурентном окружении. Таким путем создаются стимулы к снижению издержек и, соответственно, минимизации расходов государственного бюджета. Государство должно лишь позаботиться о том, чтобы такие предприятия сосредотачивались на выполнении своих задач и не перераспределяли инвестиции в другие (более прибыльные) направления деятельности. Поскольку ставится цель стимулирования конкуренции, желательна прозрачность SOE для предоставления информации о рынке.

Если цель состоит в предоставлении *социальной поддержки работникам предприятия или гражданам* (случаи 3 и 4), государство должно руководствоваться теми же рекомендациями. SOE должно иметь ту же юридическую форму, что и частное предприятие.

Если целью государства является *контроль над стратегически важными отраслями по политическим мотивам* (случай 5), государство в принципе может ограничить вход частных компаний на рынок и прозрачность предприятия. В этом случае нет необходимости придавать SOE ту же организационно-правовую форму, что и частным предприятиям. Представители государства должны обеспечивать достижение стратегических целей при сохранении конфиденциальности информации. Однако фактически такие предприятия – особенно в переходных экономиках – часто бывают неэффективными, обременительными для государственного бюджета и подверженными коррупции. Это является аргументом в пользу того, чтобы эти предприятия выступали объектами прозрачности и конкуренции, насколько это возможно.

В ЕС и США большинство предприятий стратегической важности управляются как обычный бизнес. Оборонная промышленность Германии, Франции и Испании, например, объединена в компанию EADS. В этой компании Франция и Испания (в отличие от Германии) владеют долями, однако частные инвесторы (крупнейший из которых DaimlerChrysler) составляют большинство. Акции компании торгуются на фондовом рынке, она конкурирует на международных рынках, а КУ, включая правила раскрытия информации, соответствует нормам, применяемым в отношении компаний, чьи акции торгуются на фондовых рынках.

Если целью SOE служит *генерация доходов* для государственного бюджета (случай 6), основной вопрос состоит в том, должны ли выступать источником дохода монопольное положение или успешная конкуренция. В последнем

случае SOE должна иметь такую же организационно-правовую форму, как и частное предприятие, и действовать в конкурентном окружении.

Когда целью SOE является (хотя признается это крайне редко) *создание персональных выигрышей для политиков и государственных служащих* (случай 7), эффективность, скорее всего, пострадает. Участники КУ, получающие персональные выигрыши, прилагают все усилия, чтобы предотвратить раскрытие информации. В результате предприятие страдает от коррупции и неэффективности, создавая для государственного бюджета высокие издержки.

На практике все государства сталкиваются с проблемами определения целей SOE. Зачастую перед предприятием ставится несколько целей, между которыми сложно установить приоритетность, особенно когда они являются конфликтующими. Более важно, что разные участники КУ, представляющие государство, могут разделять разные представления о цели участия государства в предприятии.

В результате в некоторых странах (например, Корея и Турция) создана сложная система выработки решений о целях SOE. В Турции SOE готовят программные предложения, содержащие основные цели компании и меры, направленные на их достижение, которые подаются в правительство. Эти программы рассматриваются и корректируются государственным казначейством и государственным комитетом по планированию. Финальная версия каждой программы утверждается советом министров и публикуется в официальном издании. Таким образом, подготовленные программы рассматриваются в качестве законодательных актов.

В других странах (например, Австралии и Франции) сделан выбор в пользу контрактов. Контракты заключаются индивидуально с каждым SOE и юридически обязывают их достигать цели, которые государство определило контрактом. В отдельных случаях менеджеры SOE вправе выдвигать собственные предложения по содержанию корпоративного плана. Таким образом, контракт становится результатом соглашения между менеджментом и государством (зачастую в лице парламента или правительства).

## **2.2. Организация выполнения государством функций собственника**

Существуют значительные межстрановые (и даже внутривострановые) различия в организации выполнения государством функций собственника. Результатом является широкий набор моделей. Для их классификации можно использовать три основных критерия.

1. *Разделение полномочий между законодательной и исполнительной властями.* Исполнительная власть может нести полную ответственность за управ-

ление SOE, а может быть обязана согласовывать стратегию с парламентом. Во многих странах парламент утверждает перечень выдвигаемых в члены совета директоров SOE. Парламент может определять путем принятия законодательных актов организационно-правовой статус SOE или стратегические цели государства в этих предприятиях.

2. *Распределение прав собственности в федеративных государствах.* Ответственность за управление SOE может возлагаться на федеральный, региональный или местный уровень власти. Региональная автономия может привести к тому, что функция собственника будет неодинаково организована в различных регионах одной страны, следствием чего может стать возникновение коллизий. В Германии, например, министрам и членам парламента запрещено выступать членами совета директоров (наблюдательного совета) в компаниях, собственником которых является государство. Однако регионы не обязаны следовать этому правилу. Члены парламента вошли в совет директоров автомобильной компании Volkswagen, где основным акционером выступает земля Нижняя Саксония. Возникший конфликт интересов стал частью скандала по поводу управления компанией в 2004 г. Ситуация особенно осложняется, если государство владеет акциями в лице и федеральных, и региональных органов власти. С точки зрения регулирования КУ чрезвычайно желательно руководствоваться едиными правовыми нормами внутри одной страны. Региональная автономия может осложнить достижение этой цели.

3. *Организация выполнения функции собственника внутри правительства.* Ответственность за оперативное управление SOE может быть возложена на отраслевые министерства, в то время как министерство экономики и финансов, либо специально созданное государственное агентство, отвечает за управление акциями. Во многих странах используется смешанная система, когда ответственность за разные SOE возлагается на разные органы исполнительной власти или ответственность за одну компанию делится между разными органами (обычно отраслевое министерство и министерство экономики).

Различные модели сформировались под влиянием исторических традиций и специфического баланса полномочий в политической системе. В странах ОЭСР прослеживается стремление сосредоточить выполнение функции собственника в специальном государственном агентстве (обычно министерстве) [Сравнительный доклад, 2005, гл. 2]. В основе этого стремления лежит идея перенести объект регулирования с отдельного SOE на целевой рынок. Убеждение, что конкурентные рынки приводят к росту эффективности, побуждает государство приближать SOE к рыночным условиям. Снижается прямое вмешательство в управление предприятием и одновременно

усиливается контроль над хозяйственной деятельностью компании. Этот сдвиг в регулировании уменьшает необходимость широкого использования специфических знаний, которыми располагают сотрудники отраслевых министерств. Считается, что они теснее включены в сетевые отношения и стараются принимать решения, ставящие «их» предприятия в привилегированное положение. Чтобы снизить влияние неформальных сетей, полномочия передаются единому государственному органу. Централизация выполнения функции собственника обеспечивает применение к управлению SOE единых принципов. В настоящее время выполнение функции собственника полностью централизовано в девяти странах ОЭСР (Бельгии, Дании, Испании, Нидерландах и др.).

Компромиссом является смешанная модель, когда полномочия по управлению SOE разделены между отраслевым министерством и специализированным агентством. Эта модель существует в семи странах ОЭСР (Греции, Италии, Мексике, Новой Зеландии, Турции, Швейцарии, Южной Кореи). В некоторых странах ОЭСР, например, Великобритании, Германии, Словацкой и Чешской Республиках, до сих пор при регулировании разных SOE применяются разные подходы.

Альтернативным способом централизации функций собственника со стороны государства является создание специального холдинга, управляющего SOE<sup>3</sup>. Можно выделить три типа таких холдингов.

1. *Институты приватизации.* Акции всех SOE передаются в специальный холдинг, который объединяет экспертов в области реструктуризации и приватизации. Холдинги рассматриваются как временный способ управления до тех пор пока предприятия не будут приватизированы. Такие холдинги создавались, например, во многих постсоциалистических странах в период массовой приватизации в первой половине 1990-х гг. В той степени, в какой приватизация оказалась сложной задачей, требующей длительных усилий, некоторые из этих холдингов до сих пор существуют. Однако в случае завершения приватизации такие структуры становятся холдингами одного из двух указанных ниже типов.

2. *Институты развития.* В некоторых странах холдинги создавались для объединения SOE, деятельность которых была подчинена специфическим целям развития. Соответственно, основной задачей этих холдингов являлось содействие экономическому развитию отдельных отраслей или регионов с помощью дополнительных государственных инвестиций.

---

<sup>3</sup> В данном случае не рассматриваются холдинги, объединяющие государственные предприятия одной отрасли. Такие холдинги создаются не для целей КУ, а для извлечения синергетических эффектов от слияния. В целом они являются заменой либо способом управления со стороны отраслевого министерства в смешанной модели.

В Италии, например, все SOE, деятельность которых была нацелена на развитие южных районов страны, до 2000 г. были объединены в холдинг IRI. Австрийский холдинг ÖIAG был создан после Второй мировой войны для того, чтобы провести реконструкцию тяжелой промышленности страны. В 2000 г. этот холдинг был преобразован в приватизационное агентство. В Китае SOE, требующие существенной реструктуризации, были переданы в холдинг SASAC. Аналогичную функцию выполнял холдинг SEPI, созданный испанским правительством в 1995 г. для реструктуризации SOE, накопивших большую задолженность.

На практике эти холдинги сталкиваются с высоким риском неэффективности и создают значительные издержки для государственного бюджета. Поскольку входящие в холдинг предприятия в большинстве случаев не способны успешно конкурировать на рынке, они становятся получателями государственных субсидий. Итальянский IRI и австрийский ÖIAG накопили долги на сумму несколько миллиардов евро.

Реагируя на эти проблемы, новые холдинги этого типа – как, например, SEPI, – создаются с четкими целями, определенными правительством, взаимоотношения этих холдингов с правительством строго урегулированы, и они следуют тем же правилам в отношении контроля и раскрытия информации, которые применяются к торгуемым на фондовом рынке компаниям.

*3. Институт централизации функций государства как собственника.* В некоторых развивающихся странах холдинги создаются как государственный орган, ответственный за выполнение функций собственника по отношению к SOE (той функции, которая во многих странах ОЭСР выполняется министерством экономики или финансов).

В Сингапуре в 1974 г. все принадлежащие государству пакеты акций были переданы в холдинг Temasek, правительство Малайзии в 1993 г. создало холдинг Khazanah Nasional для управления предприятиями в стратегических отраслях, в 2006 г. создан холдинг «Самрук» в Казахстане, который в перспективе должен взять на себя управление всеми SOE.

Фактически Temasek стал международным инвестиционным фондом. Доля акций сингапурских предприятий в инвестиционном портфеле холдинга составляет менее 50%. Более двух третей совета директоров независимы от правительства Сингапура, а четверть голосов имеют иностранные граждане. Несмотря на то что президент Сингапура назначает всех членов совета, представляющих государство как единственного собственника, он не вмешивается в деятельность холдинга.

Холдинг «Самрук» (Казахстан), напротив, создан как орган, контролируемый правительством. Он в гораздо большей степени напоминает Управление акциями (Shareholder Executive) Великобритании, которое имеет статус правительственного органа, а не холдинга.

Такие холдинги, как Temasek, не служат политическим или социальным целям. Они созданы для повышения эффективности руководства коммерческой деятельностью предприятий с помощью инструментов КУ. Если эта цель всерьез преследуется, государственный холдинг становится все в большей степени похожим на частный инвестиционный холдинг. В данном случае единственный аргумент в пользу отказа от приватизации SOE связан с созданием дохода для государственного бюджета.

В целом создание холдингов для централизации функций государства как собственника сопряжено с тремя типами рисков. Во-первых, правительству может недоставать компетенции для эффективного руководства бизнесом, что приведет к снижению финансовых результатов SOE. Во-вторых, тесные связи между входящими в холдинг предприятиями могут привести к перекрестному субсидированию. Типичный пример – предоставление государственными банками льготных кредитов SOE. Такая практика входит в мандат деятельности холдингов как института развития, но не как института централизации функций государства как собственника. Она вступает в противоречие с целью эффективной коммерческой деятельности. В-третьих, холдинг изолирован от политического процесса. Его возглавляют несколько представителей государства, хорошо знакомых друг с другом, что создает условия для возникновения коррупции. Именно поэтому в совете директоров холдинга Temasek преобладают независимые директора.

## **2.3. Организация контроля и управления в компаниях с государственным участием**

### **2.3.1. Структура советов директоров**

В большинстве стран мира органы, ответственные за управление и контроль в SOE, организованы так же, как и в частных компаниях, и подчиняются правилам акционерного законодательства. Структура совета директоров (одноуровневая или двухуровневая) – центральный элемент традиций КУ в стране. На выбор модели воздействуют такие факторы, как структура акционерного капитала, банковская система и нормы участия работников в управлении.

Нет ни одной страны ОЭСР, где структура совета директоров SOE принципиально отличалась бы от структуры совета в частных компаниях. Крайне редко делаются исключения для отдельных компаний. Так, в Норвегии в крупнейшем SOE структура совета директоров фактически двухуровневая, в то время как во всех других компаниях, частных и государственных, совет директоров одноуровневый.

Хотя структура совета директоров и различается от страны к стране, большинство стран ОЭСР в последние годы проводят однотипные реформы, важнейшим компонентом которых становится применение правил для листинговых компаний ко всем SOE, независимо от того, торгуются ли их акции на рынке или нет. Основная цель реформы – усиление механизмов внутреннего контроля в компании, что достигается выдвиганием в советы независимых директоров. В рамках двухуровневой модели совета акцент также делается на разделении полномочий наблюдательного совета (контроль) и исполнительного органа (управление). Это обеспечивается, в частности, применением правила о том, чтобы эти органы возглавлялись разными людьми. Другое важное изменение – внедрение комитетов по аудиту (формируемых членами совета директоров) в рамках как одноуровневой, так и двухуровневой системы.

Независимые директора, входящие в совет директоров или наблюдательный совет, должны контролировать менеджеров. В этом контексте независимые директора в английской одноуровневой системе фактически действуют так же, как наблюдательный совет в немецкой системе.

Сближение функций контроля в разных моделях побудило Италию и Францию принять гибкое законодательство, позволяющее акционерным обществам свободно выбирать между одноуровневой и двухуровневой моделью совета. Большинство компаний сделали выбор в пользу традиционной модели: во Франции лишь менее 3% листинговых компаний выбрали двухуровневую модель [Норт, Leyens, 2004].

Обсуждения структуры совета директоров в странах ЕС сосредоточены вокруг функций внутреннего контроля и в меньшей степени затрагивают выбор между одноуровневой и двухуровневой моделями. Реформы в странах ОЭСР сосредоточены на трех проблемах [Hertig, 2005]:

- повышение контроля со стороны акционеров и внедрение внешнего аудита деятельности менеджеров;
- повышение независимости и эффективности совета директоров (наблюдательного совета);
- внедрение стимулирующих контрактов для менеджеров.

### **2.3.2. Контроль со стороны акционеров**

Задача повышения контроля над менеджерами со стороны собственников в американской системе решается преимущественно с помощью вознаграждения, а в континентальной европейской системе – с помощью прав акционеров выдвигать членов совета директоров. В обоих случаях повышается зависимость членов совета директоров от акционеров. Ужесточаются правила внешнего аудита. Для транснациональных корпораций возникает



проблема в связи с тем, что существуют только четыре возможных аудитора (Deloitte, Ernst & Young, KPMG, PricewaterhouseCoopers). В Великобритании, например, эти компании проводят аудит 341 из 350 крупнейших корпораций, чьи ценные бумаги торгуются на фондовых рынках. Ограниченный выбор может воздействовать на независимость аудита из-за возникновения конфликта интересов в рамках аудиторской фирмы и отсутствия конкуренции на этом рынке<sup>4</sup>.

### **2.3.3. Контроль со стороны совета директоров (наблюдательного совета)**

Во многих странах ОЭСР ключевым инструментом повышения независимости и эффективности совета директоров служат независимые директора. Регулирующие органы рекомендуют, чтобы независимые директора составляли большинство в совете директоров. Дополнительно ограничивается представительство менеджеров предприятия в совете директоров (наблюдательном совете), вводится запрет для менеджеров возглавлять совет.

Другим аспектом является профессиональный уровень членов совета. Например, Нью-Йоркская фондовая биржа требует, чтобы в состав совета директоров публичной компании входил хотя бы один директор, обладающий опытом в области бухгалтерского учета или финансового менеджмента, который должен войти в комитет по аудиту.

В большинстве стран ОЭСР SOE (по крайней мере, крупнейшие) имеют специализированные комитеты в советах директоров [Сравнительный доклад, 2005, приложение 1.5]. Основная функция комитетов – обеспечить повышение профессионального уровня принимаемых решений.

Если наблюдательный совет активно контролирует менеджмент, то возникает дублирование одних и тех же функций наблюдательным советом, с одной стороны, и отвечающим за управление компанией органом государственной власти – с другой. В странах ОЭСР пришли к выводу, что дополнительный контроль не улучшает положения дел, а приводит лишь к потере времени и конфликтам. Поэтому все чаще страны ОЭСР применяют систему управления рисками в SOE на уровне совета директоров (наблюдательного совета).

Например, в компании EADS в 2004 г. была внедрена внутренняя система контроля и управления рисками. Совет директоров несет полную ответственность за ее функционирование. Исполнительный директор и финансовый директор отвечают за то, чтобы системы внутреннего контроля и управления рисками были внедрены во всех компаниях группы. Надзор за

---

<sup>4</sup> International Herald Tribune. 20 May 2006. P. 17.

внутренним аудитом и управление рисками в рамках группы осуществляет комиссия по аудиту.

Основной принцип управления EADS — делегирование предпринимательских полномочий и ответственности на уровень операционных единиц. Поэтому оперативный внутренний аудит и оперативное управление рисками осуществляется подразделениями холдинга. Принцип subsidiarity предполагает четкое разделение ответственности между штаб-квартирой и подразделениями. Штаб-квартира устанавливает стратегические и операционные цели холдинга в целом и несет ответственность за руководство компанией. Подразделения сохраняют ответственность за выполнение оперативных функций, которое является объектом аудита.

Система внутреннего аудита и управления рисками предполагает контроль основных источников риска. Основными объектами контроля выступают проверка полномочий, доклады о необычных ситуациях, контроль системных конфигураций, разделение обязанностей, доступ к системе (system access), основные показатели производительности, проверка менеджмента и согласования [EADS Financial Statements and Corporate Governance, 2006, p. 141–149].

## **2.4. Отбор и функции представителей государства в компаниях с государственным участием**

Роль представителей государства в SOE существенно различается в зависимости от страны, а внутри страны — от типа компании. Основные различия связаны с числом представителей государства (государственных служащих и политиков) в совете, кроме того, важно сотрудниками какого органа они являются.

### **2.4.1. Доля государственных служащих в советах директоров**

Во многих странах доля государственных служащих в совете соответствует доле государства в акционерном капитале компании. Однако существует немало стран (включая Данию, Нидерланды, Южную Корею), где государственные служащие не входят в совет. В некоторых странах (например, в Германии) число государственных служащих, входящих в совет, ограничено одним или двумя. Есть страны, в которых представители государства занимают фиксированную долю мест в совете, например 33% во Франции и по крайней мере 50% в Мексике.

Представители государства могут быть государственными служащими или независимыми. Государственные служащие обычно работают в том органе, который выполняет функцию государства как собственника. Иногда

представители государства выдвигаются политической партией, их выдвижение утверждается парламентом.

В некоторых странах возможность участия в совете высокопоставленных государственных служащих или политиков ограничена. Ранее был приведен пример Германии. В Норвегии ни государственные служащие, ни представители политических партий не могут входить в советы директоров SOE. В Великобритании государственные служащие, работающие в правительстве, лишь в небольшом числе случаев могут входить в советы директоров. В советах британских SOE нет политических представителей.

Независимые директора выдвигаются государством, чтобы представлять его интересы в SOE. В зависимости от страны они могут быть определены как квалифицированные или как независимые директора. От квалифицированных кандидатов требуется обладание специальными знаниями и опытом работы. От независимых кандидатов требуется отсутствие каких-либо связей, которые вступают в противоречие с интересами компании. Принимается во внимание квалификация и независимость. В некоторых странах независимыми директорами могут быть государственные служащие, не работающие в органах исполнительной власти — например, профессора университетов.

#### 2.4.2. Процедура выдвижения

Процедура выдвижения представителей государства в советы директоров может быть бюрократической либо политической. В бюрократической модели государственное агентство, представляющее государство как собственника, назначает представителей, основываясь на их квалификации. Зачастую назначенные члены советов являются сотрудниками соответствующего агентства. В политической модели последнее слово о выдвижении представителей государства остается за политиками. В этом случае критерием выбора представителей становится принадлежность к политической партии. В Финляндии, к примеру, в течение 1990-х гг. (до реформы, проводимой в последние годы) состав представителей в советах должен был соответствовать представительству политических партий в парламенте, так что парламентские фракции делегировали своих представителей в советы точно так же, как и в парламентские комитеты.

В докладе ОЭСР отмечается: *“На практике назначение членов совета редко исходит из общей стратегии... Чаще это вереница индивидуальных решений, которые не принимают во внимание общей стратегии, основанной на оценке требуемых знаний и опыта”* [Сравнительный доклад, 2005, с. 111]. Одно из исключений — Сингапур, где президент страны, уполномоченный принимать окончательное решение в процессе выдвижения, последовательно делает выбор в пользу независимых директоров.

Нескоординированные решения демонстрируют три основных недостатка. Во-первых, кандидаты часто не обладают знаниями и временем, необходимыми для выполнения их функций в совете. Во-вторых, знания и опыт разных членов совета не дополняют друг друга. Совет, в составе которого нет директоров, обладающих специальными знаниями в области финансов, окажется неспособным контролировать менеджеров. В-третьих, если представители выдвигаются разными государственными органами, они точно так же будут отчитываться перед разными органами, что препятствует кооперации между ними и выработке общей позиции.

### **2.4.3. Полномочия и ответственность**

Полномочия и ответственность членов совета директоров определены законодательными нормами, которые существенно различаются в разных странах, даже внутри стран ОЭСР. Однако независимо от специфического для страны регулирования полномочий и ответственности, ситуация с государственными служащими, входящими в совет, осложняется по крайней мере в двух отношениях. Во-первых, они представляют государство и вместе с этим — государственные деньги, расходование которых является объектом специального регулирования и аудита. Во-вторых, поведение государственных служащих регулируется не только корпоративным законодательством, но и законодательством о государственной службе (в том числе в части выполнения директив, дополнительных доходов, конфликта интересов, коррупции).

Одним из ответов на растущие полномочия государственных служащих стала практика выдачи им детализированных директив для работы в совете директоров. Если роль государственных служащих сводится к следованию директиве, то ответственность автоматически перемещается на выдавший ее орган исполнительной власти.

Однако если на советы возлагаются обязанности контроля менеджеров и улучшения положения компании, члены советов, включая государственных служащих, часто должны действовать независимо. Контрольная функция становится более детализированной, невозможно составить директивы по каждому отдельному пункту. Кроме того, совет должен принимать решения безотлагательно, не дожидаясь согласования директивы в органе власти. Следовательно, если члены совета (включая государственных служащих) должны контролировать действия менеджеров, они должны меньше зависеть от собственника, которого они представляют.

Во многих странах ОЭСР реакцией на эту проблему стала практика назначения независимых директоров вместо государственных служащих в качестве представителей государства. Другой реакцией явилось стремление усилить контроль и повысить стимулы для представителей государства.

Стимулы связаны с вознаграждением членов совета за хорошие результаты. Типичным индикатором результатов является сумма прибыли, заработанная компанией. Однако невозможно сделать членов совета директоров (включая государственных служащих) ответственными за убытки. Во-первых, в АО даже собственники не несут имущественной ответственности за убытки. Во-вторых, и это более важно, обычно невозможно точно определить отдельное лицо или решение, которое причинило убытки. Убытки являются результатом комплекса обстоятельств, многие из которых находятся вне сферы контроля членов совета. Поэтому критерием оценки деятельности членов совета выступает не хозяйственное положение компании, а их персональное поведение. Цель контроля состоит в обеспечении действий членов совета в интересах компании. Если становится очевидным, что они действовали против этих интересов, к ним могут быть применены соответствующие санкции. При этом не имеет значения, получила ли компания прибыль или терпела убытки. Типичный элемент соответствующих норм – регулирование конфликта интересов, требования активной работы в совете (посещаемость совета, работа в комитетах совета) и контроль над вознаграждением.

#### **2.4.4. Вознаграждение**

Вознаграждение (оклад, бонусы и возмещение понесенных затрат) членов совета остается дискуссионным вопросом во многих странах ОЭСР. Традиционно вознаграждение членов совета SOE было низким по сравнению с частными компаниями, поскольку предполагалось, что государственные служащие уже получают вознаграждение за выполнение своих основных функций. Популярной стала критика политиков, получающих дополнительный доход от участия в совете. Финансовая заинтересованность подталкивала политиков и государственных служащих к членству во многих советах, работе в которых не уделялось достаточно времени и внимания. Чтобы избежать этой проблемы, в некоторых странах (например, в Испании) входящие в советы государственные служащие не получают вознаграждения вовсе.

Эти правила стали пересматриваться с повышением доли независимых директоров-профессионалов как представителей государства. Чтобы привлечь их, уровень вознаграждения должен соответствовать уровню, предлагаемому в частных компаниях. Для предотвращения избыточных выплат во многих странах в совете создаются специальные комитеты по вознаграждению, которые должны сопоставлять требования к профессиональному уровню данного члена совета и уровень вознаграждения в частных компаниях. Кроме того, в некоторых странах существует фиксированный верхний предел выплат членам советов SOE [Ferrarini, 2003; Ferrarini, 2005].

В Германии государственные служащие, входящие в советы, получают такое же вознаграждение, как и другие члены совета. Например, заместитель министра финансов Ф. Хальш в 2005 г. получил за работу в наблюдательном совете компании Deutsche Telekom 104 400 евро. При этом немецкие государственные служащие должны получать от своих руководителей разрешение на дополнительные заработки или гонорары. Вознаграждение государственных служащих оправдывается двумя соображениями. Во-первых, они выполняют ту же работу, что и другие члены совета. Во-вторых, вознаграждение (и в особенности бонусы, связанные с результатами) мотивирует членов совета уделять своей работе время и усилия. Государственные служащие нуждаются в таких же стимулах.

Однако существуют и аргументы против вознаграждения государственных служащих. Во-первых, они уже получают заработную плату от государства. Во-вторых, вознаграждение может привлечь в совет не наиболее квалифицированных государственных служащих, а таких, которые имеют возможность влиять на процесс принятия решений в соответствующих министерствах.

Сравнительная важность этих аргументов зависит от процесса выдвижения государственных представителей и той роли, которую они выполняют в совете. Если выдвижение организовано независимо и опирается на квалификацию кандидата, заинтересованные только в дополнительном заработке директора не попадут в совет. Если представители государства должны только голосовать согласно полученным директивам, необходимости в вознаграждении нет. Однако если ожидается, что члены совета будут эффективно контролировать менеджеров и способствовать хорошим результатам компании, они должны быть мотивированы, в том числе финансово, хотя и в этом случае следует избегать сверхвысокого вознаграждения.

Выплата вознаграждения не государственному служащему, а органу исполнительной власти, скорее всего, не будет иметь положительного эффекта. Финансовые потребности такого органа не зависят от выплат членам совета, он должен финансироваться из государственного бюджета. Кроме того, если государственный орган получает вознаграждение, он будет настаивать, чтобы в советы входили его сотрудники и противодействовать другим кандидатам, даже если их квалификация выше.

## **2.5. Раскрытие информации**

Компании в рыночной экономике имеют право на коммерческую тайну. Соответственно, общая практика состоит в том, чтобы правила устанавливали, при каких обстоятельствах и кому должна раскрываться информация. Можно разграничить проблемы внутреннего раскрытия информации, когда государство получает информацию как собственник и регулятор, и

внешнего раскрытия информации, когда информацию получают граждане. Информационная политика по отношению к другим акционерам будет проанализирована в разд. 2.6.

### **2.5.1. Внутренняя прозрачность**

Внутренняя прозрачность обеспечивает действия менеджеров в интересах собственника, в случае SOE – государства. Поскольку эта информация может включать коммерческую, а для ряда SOE – даже государственную тайну, во многих странах определенный объем информации предоставляется только членам наблюдательного совета и служащим государственного органа, представляющего государство как собственника.

Эта задача имеет несколько измерений. Первое связано с четкой постановкой задачи для менеджеров компании, второе – с контролем хозяйственных результатов компании, третье – с конфликтом интересов.

### **2.5.2. Контроль хозяйственных результатов**

В большинстве стран ОЭСР основным инструментом контроля является раскрытие информации *ex post* в рамках годовых отчетов. Однако если SOE имеют особые задачи, они должны также представлять отчет об их выполнении.

Как правило, в странах ОЭСР к SOE применяются те же правила раскрытия информации, что и к компаниям, чьи акции обращаются на фондовом рынке. В некоторых странах введены дополнительные требования для SOE. Дополнительно к внешнему аудиту финансы SOE являются объектом проверок со стороны государственной аудиторской компании (счетной палаты). Во многих странах ОЭСР парламент также имеет право вызвать менеджеров на парламентские слушания.

Главный недостаток годовых отчетов состоит в том, что проблема в них обозначена более чем через год после того, как она возникла. Возможная реакция на эту проблему – ускорить представление отчета. В Швеции, например, SOE располагают лишь месяцем после окончания года на подготовку годового отчета. Некоторые страны, включая Австралию, Францию и Великобританию, ввели систему постоянного мониторинга: SOE ежемесячно предоставляют отчеты по ограниченному кругу индикаторов. Однако мониторинг финансового положения может осуществлять эффективный совет директоров, поэтому постоянный контроль со стороны государственного органа дублирует выполнение той же функции. Эксперты ОЭСР пришли к выводу, что дополнительный контроль не улучшает финансовые результаты, а ведет к потере времени и политическому вмешательству.

### 2.5.3. Конфликт интересов

В западных странах под конфликтом интересов могут пониматься следующие проблемы:

- Конфликт интересов между собственниками и менеджерами. Он имеет место во всех компаниях, где собственность и управление разделены (по крайней мере, частично). Менеджеры не участвуют в прибыли компании и могут стараться вывести прибыль из компании в свою пользу.

- Инсайдерские сделки на фондовом рынке, когда лицо, обладающее знаниями о внутреннем положении дел в компании (например, член совета директоров или его родственники), использует их для получения прибыли от торговли ценными бумагами.

- Регулирование этих вопросов состоит из законодательства четырех типов:

- определение незаконных действий и юридической ответственности, т. е. санкций и исков по поводу компенсации;

- требования к раскрытию информации: компании и члены совета директоров должны раскрывать все данные, которые позволят обнаружить возможные нарушения;

- требования к процессу мониторинга: его должен осуществлять государственный орган, располагающий возможностями оценки представляемой информации;

- разработка противодействующих стимулов.

Регулирование конфликта интересов, возникающего в отношениях между собственниками и менеджерами, хорошо развито в большинстве стран ОЭСР. Существующие проблемы обусловлены сложностью вскрытия манипуляций, но не недостатком регулирующих норм. В отношении инсайдерских сделок ситуация иная, особенно за пределами англосаксонской модели КУ. В большинстве стран ОЭСР инсайдерские сделки стали объектом серьезного регулирования и мониторинга только в конце 1990-х гг. (в Германии первые дела об инсайдерской торговле были рассмотрены судами лишь несколько лет назад).

В большинстве случаев особое регулирование конфликта интересов между собственниками и менеджерами и инсайдерских сделок для SOE отсутствует. Однако две специфические черты связаны с особыми нормами о государственной службе.

Во-первых, государственные служащие как члены совета директоров или как работники SOE (в случае, если они имеют статус государственных служащих) являются объектами норм о коррупции. Практически это означает, что в случае SOE наказание обычно бывает более суровым, и если ущерб



компания как таковой не может быть доказан в суде (или его вообще не было), сам по себе факт взятки может быть наказан.

Во-вторых, существуют специальные органы мониторинга и финансового контроля для SOE, что делает контроль более жестким. Это правило применяется в большинстве случаев в отношении компаний, где государство является доминирующим собственником, либо к компаниям, получающим средства из государственного бюджета.

Общие требования к раскрытию информации, связанные с конфликтом интересов, приняты в большинстве стран ОЭСР в отношении компаний, чьи акции торгуются на фондовом рынке. Государство как собственник может настаивать на том, чтобы SOE следовали более жестким принципам, по сравнению с установленным законодательством. Поскольку такие решения могут быть приняты на уровне отдельных компаний, нет необходимости принимать специальные законодательные акты. Однако включение подобных норм в законодательство (отдельная глава закона об акционерных обществах, предписывающая более жесткое регулирование SOE) могло бы повысить значение соответствующих требований.

Некоторые компании используют систему превентивного регулирования конфликта интересов. Расследование возникает не после того, как совершена подозрительная сделка, но тогда, когда конфликт интересов становится возможным. Менеджеры, не сообщающие о потенциальном конфликте интересов, уже нарушают нормы. Компания Deutsche Post (немецкая почтовая служба, доля государства в акционерном капитале 42%), например, настаивает на том, чтобы члены наблюдательного совета отказывались от своего поста (по крайней мере, временно), если они связаны с важным партнером компании. В 2005 г. наблюдательный совет компании принял решение, согласно которому один из его членов не должен принимать участие в собраниях совета до тех пор, пока ведутся переговоры с компанией, в отношении которой аффилирован данный член совета. Другой член наблюдательного совета вынужден был покинуть свой пост, поскольку он стал членом наблюдательного совета компании Deutsche Bahn, которая на 100% принадлежит государству и является одним из транспортных агентов Deutsche Post.

В Новой Зеландии министр, отвечающий за назначение членов совета директоров SOE, обязан проверить и подтвердить, что у выдвигаемого кандидата отсутствует непреодолимый конфликт интересов.

#### **2.5.4. Внешняя прозрачность**

В отношении SOE, осуществляющих деятельность в интересах всего общества (например, компании электроэнергетики, связи и транспорта), во многих странах приняты нормы о раскрытии информации об основных це-

лях компании в годовом отчете. В Новой Зеландии и Швеции, к примеру, SOE обязаны публиковать бóльшую часть информации. В других странах масштабы раскрытия информации ограничены соображениями коммерческой тайны. Во всех случаях основной способ предоставления информации — размещение на интернет-сайте компании, а во многих странах и на сайте государственного органа, выполняющего функции государства как собственника.

## **2.6. Отношения государства с другими акционерами**

В странах ОЭСР около 60% всех SOE принадлежат государству на 100%. В остальных компаниях государству противостоят другие акционеры. Центральное место в отношениях между государством как собственником и другими акционерами занимают три аспекта:

- определение целей компании;
- доступ к информации;
- распределение прав принятия решений.

В то время как частные инвесторы обычно становятся акционерами для получения прибыли, государство может преследовать другие цели. Если для него прибыль не является важнейшей целью, вероятен конфликт с другими акционерами. В этих случаях государство должно либо приобрести пакеты акций других собственников (или что еще лучше — с самого начала не приватизировать эти пакеты), либо найти инвесторов, которые будут следовать некоммерческим целям.

Если государство заинтересовано в том, чтобы предприятие было эффективным и получало прибыль, сотрудничество с другими акционерами может давать положительные результаты. Акции компании становятся более привлекательными для частных инвесторов, и стоимость государственного пакета повышается. Более того, частные акционеры могут помочь государству контролировать менеджеров и разрабатывать стратегию развития предприятия.

Чтобы дать возможность частным инвесторам активно участвовать в управлении, внутренняя прозрачность SOE должна распространяться и на них. В целях предотвращения конфликтных ситуаций (или разрешения их к взаимному удовлетворению), государство должно также предварительно согласовывать свои цели и планы с частными инвесторами. Поскольку акционеры имеют право оспорить решение общего собрания или совета директоров компании в суде, то заранее согласованные с акционерами решения позволяют государству предотвращать судебные разбирательства, а вместе с ними — препятствия для воплощения принятых решений и антирекламу.

Права частных акционеров в SOE обычно регулируются общими законодательными нормами. Однако во многих странах ОЭСР частным акционерам предоставляются дополнительные права, дающие возможность участвовать в принятии решений. Например, облегчается возможность заочного голосования в общем собрании, обеспечивается представительство в советах директоров. В Словакии представители частных акционеров составляют большинство в советах директоров даже в тех компаниях, где контрольным пакетом владеет государство. В других странах представители частных акционеров обладают правом вето по отношению к отдельным типам сделок. Очень часто такое право вето предусматривается уставом отдельных компаний и не содержится в корпоративном законодательстве.

### **3. Эмпирический анализ корпоративного управления в российских SOE**

В данном разделе обсуждаются вопросы КУ в SOE на основе выборочных обследований предприятий:

1. Достаточно ли представлено государство как собственник в органах КУ российских SOE? В международной практике одним из признаков неэффективности структуры советов директоров в SOE считается их перегруженность многочисленными представителями государства [Сравнительный доклад, 2004; Применение норм корпоративного управления, 2005, с. 11]. В российских SOE это вряд ли является проблемой, поскольку даже в крупнейших из них общее число членов совета не превышает 11 [Туткевич и др., 2005]. Однако соответствуют ли масштабы присутствия государства в совете его доле в структуре собственности?

2. Как влияет на результативность КУ включение компании в холдинги? Холдинги как инструмент КУ и промышленной политики стали весьма популярными и в экспертной литературе, и в экономической политике на постсоветском пространстве. Однако мы знаем, что дополнительный уровень делегирования полномочий, неизбежный при создании холдинга, может оказать отрицательное влияние на эффективность КУ. Насколько высока вероятность реализации этих рисков в холдингах, куда входят российские SOE?

3. Почему участие государства сохраняется не только в крупных компаниях, имеющих стратегическое значение? Объясняется ли это только медлительностью процессов приватизации, или собственники и менеджеры обладают стимулами к сохранению государственного пакета?

Оправдано ли использование в российской системе КУ института «золотой акции» как инструмента сохранения прав собственности, не осно-

ванных на акционерном владении? Исторически наличие «золотой акции» или другого типа дополнительных ограничений, применяемых в отношении компании, оправдывалось стремлением обеспечить контроль над стратегическими предприятиями при одновременном создании рынка акций. Но действительно ли в тех российских предприятиях, где сохранилась «золотая акция», другие инструменты корпоративного управления отсутствуют?

Мы воспользовались данными ряда опросов, выполненных специалистами ГУ ВШЭ в последние годы. В первую очередь это опрос руководителей 822 АО, проведенный весной – летом 2005 г. в 64 регионах России в рамках исследования корпоративного управления и интеграционных процессов, реализуемого ГУ ВШЭ совместно с Университетом Хитоцубаши (Токио) в 2005–2007 гг. Опрос охватил около 0,5% от числа действовавших АО с ориентиром на более крупные компании (далее по тексту – выборка 1). Для анализа были выбраны восемь основных отраслей промышленности и сектор связи (за исключением почтовой связи). В выборку включались только АО с численностью занятых более 100 человек. Опрос характеризует процессы на предприятиях на момент опроса и в ретроспективе – на период 2001–2004 гг. Более детальная характеристика данной выборки представлена в работе [Долгопятова, Ивасаки, 2006].

В составе выборки оказалось 93 АО с федеральным участием, т. е. более 11% и 63 (7,6%) – с региональным или муниципальным. При этом в каждом десятом SOE присутствовали и федеральные, и региональные пакеты. Подавляющее большинство АО с региональным участием (более 70%) имеют пакет менее блокирующего, а более половины – вообще пакет менее 10%. В числе АО с федеральным участием лишь 43% объектов имели пакет менее блокирующего.

Второе обследование – опрос 1002 предприятий промышленности, проведенный осенью 2005 г. – зимой 2006 г. в рамках совместного проекта ГУ ВШЭ и Всемирного банка по исследованию конкурентоспособности российского бизнеса. Обследовались только крупные и средние предприятия обрабатывающей промышленности, но компании с числом работников свыше 10 тыс. в опрос не вошли. В выборке предприятий разных организационно-правовых форм оказалось 709 акционерных обществ. Именно эта подвыборка АО (далее по тексту – выборка 2) использовалась нами. Выборка 2 отличалась меньшими размерами компаний, по сравнению с выборкой 1. В обследовании охарактеризовано состояние предприятий на момент опроса, а также на предшествующие три года (2002–2004 гг.).

В выборке оказалось 67 АО с федеральным участием (почти 10% от числа ответивших АО) и 57 (8%) – с региональным или местным. В совокупности обладали участием органов власти любого уровня 118 компаний (17%

выборки). Большинство АО с региональным участием и 43% АО с федеральным участием имели государственный пакет акций менее блокирующего. В шестой части SOE 100% акций принадлежали государству.

Данные этих обследований дополнены материалами опроса, проведенного ГУ ВШЭ осенью 2002 г. в рамках исследования структурных изменений в российской промышленности. В этом опросе участвовали предприятия промышленности разных организационно-правовых форм, для которых привлекались как опросные, так и статистические данные. Детальную характеристику использованных методов отбора и выборки см. в [Структурные изменения, 2004, разд. 1.4]. Поскольку мы можем анализировать особенности деятельности АО с государственным участием только по анкетному опросу, то наша выборка в основном сводится к 310 АО (далее – выборка 3). Данную выборку отличают не только скромные масштабы, но и представительство исключительно промышленных предприятий. В выборке 3 больше очень крупных компаний, но и весома доля мелких. В ней оказалось 65 АО с участием органов власти, что составило 22% выборки, из них 37 АО (12%) с федеральным, 25 АО (8%) – с региональным и 10 – с муниципальным участием. Также иногда привлекались результаты других обследований, в том числе проведенных ГУ ВШЭ в 1999 г., Бюро экономического анализа в 2000 г.

Подчеркнем, что в обследованиях не всегда можно разделить владение региональных (субъектов Федерации) и муниципальных органов власти. В основном по тексту термин «региональное участие» практически будет означать «региональное и муниципальное участие», если иное не оговорено особо.

### 3.1. «Портрет» российских SOE

Государство присутствует в качестве собственника в большинстве отраслей промышленности, наиболее весомые пакеты принадлежат ему в электроэнергетике, машиностроении, металлургии, а с недавнего времени – в топливной промышленности (благодаря реформе электроэнергетики). Отраслевая принадлежность и подразумеваемая стратегическая важность позволяют предполагать, что типичные SOE принадлежат к более крупным предприятиям.

Однако почти 40% компаний с участием государства (46% – региональных органов) имели менее 500 человек занятых (выборка 1). Типичный размер АО с региональным участием близок к размеру компании без государственного участия (выборка 2).

Если более 72% АО с участием органов власти любого уровня (среди АО с федеральным участием – 76%) относились к приватизированным цели-

ком предприятиям, то около 11% были созданы после 1992 г. Также через реорганизации (путем выделения или слияния) прошли около 17% компаний, причем слияния были чаще характерны для АО с федеральным участием (выборка 1). По данным выборки 2, почти 91% АО с государственным участием были созданы в существующих границах до 1992 г.

В структуре акционерного капитала в 2005 г., по разным данным, государство в лице федеральных органов власти владеет от 36% (выборка 1) до 43% (выборка 2)<sup>5</sup>, а в лице региональных органов власти – от 22% (выборка 1) до 32% (выборка 2). Обследование 2002 г. дало схожие результаты: доля федеральных органов власти 36%, а региональных – 35% (выборка 3). Эти данные свидетельствуют о высокой концентрации акционерного капитала в SOE, как в частных российских компаниях. Этот вывод подтверждается и другими данными: средняя доля владения крупнейшего акционера в SOE составила 48% (медиана – 50%), АО без участия государства проигрывали этому показателю в среднем 7 процентных пунктов (по медиане 20 пунктов) (выборка 3). В более позднем исследовании (выборка 1) различия между уровнем концентрации в SOE и частных компаниях находятся в пределах статистической погрешности.

Можно предположить, что SOE меньше частных компаний вовлечены в интенсивные процессы перераспределения собственности, характерные для российского бизнеса в принципе. По данным многих предшествующих обследований [Долгопятова, 2001; Российская промышленность, 2002; Капелюшников, 2001], в 1990-е гг. на 6–8% АО ежегодно менялся состав основных собственников, причем после кризиса 1998 г. процессы передела интенсифицировались.

Мы получили разные результаты. По данным 2002 г., за три предшествующих года (1999–2001 гг.) произошло кардинальное изменение состава собственников почти на 19% АО, причем чаще всего в АО с региональным участием – 24% компаний, а в частных предприятиях – менее чем в 19% случаев (выборка 3). В более позднем обследовании основной собственник за период 2001–2004 гг. сменился почти на 30% АО. Наименее подверженными изменениям оказались АО с федеральным участием – там смена собственника произошла всего в 16% случаев, а в АО с региональным владением – уже в 26%. По данным выборки 1, собственника поменяли 32% частных АО. В близком по времени опросе за период 2002–2004 гг. смена основных собственников затронула почти 28% компаний, при наличии или отсутствии владения органов власти различий практически не было (выборка 2). Можно предположить, что за пределами крупнейших компаний

---

<sup>5</sup> Для компаний, где есть этот тип акционера.

и регулируемых отраслей (телекоммуникации и энергетика в выборке 1), государственное владение не служило серьезным препятствием перераспределению собственности.

### 3.2. Корпоративное управление в SOE

Важной характеристикой КУ является степень совмещения владения и управления в компаниях. В российских условиях совмещение (т. е. прямое участие акционеров в исполнительном управлении компанией) помогает преодолеть оппортунизм менеджеров, но порождает возможности исполнительного руководства для «окапывания», захвата совета директоров и других органов управления обществом, нарушения интересов миноритариев и консервации неэффективного менеджмента.

Разделение функций чаще присуще частным АО или АО с региональным участием (табл. 1). В то же время для SOE, особенно федеральных, характерно сохранение небольших пакетов акций в руках директоров. Фактор размера государственного пакета очень важен: при наличии контрольного пакета налицо, с одной стороны, разделение собственности и управления – в трети случаев, а также сохранение директоров как мелких акционеров – в 55% случаев. Наличие крупных акционеров-менеджеров характерно всего для 12% АО с контрольным пакетом акций у государства против половины во всех остальных компаниях с меньшим государственным владением.

Размер и состав советов директоров – хорошие индикаторы состояния КУ. Предшествующие исследования показали, что в условиях концентрированной собственности советы директоров большинства компаний характеризуются уменьшением численности, ограниченной только необходимостью соблюдения законодательно установленных норм в АО с количеством акционеров более 1000 (10000), причем в составе совета существенное место занимает исполнительный менеджмент. Первые годы после приватизации работники предприятия занимали как минимум 60–70% мест в составе совета [Басаргин, Первалов, 2000].

По данным 2002 г. (выборка 3), средний размер и структура совета в частных компаниях и SOE отличались незначительно. Среднее число членов совета составляло 7 человек для обоих типов АО. Наиболее представленной группой была администрация предприятия (36% в частных компаниях и 31% в SOE), затем рядовые работники предприятия (24% в частных компаниях и 17% в SOE), на третьем месте – крупные акционеры – физические лица (18% в частных компаниях и 16% в SOE). Независимые директора встречались в частных компаниях почти в 4 раза чаще, при общей невысокой средней доле в 6%. Примечательно, что представители органов власти

**Таблица 1.** Индикаторы совмещения собственности и управления: участие менеджмента компаний во владении акциями, % от числа АО в каждой группе

	Федеральное участие	Региональное участие	Участие органов власти разных уровней	Нет участия органов власти
Крупные акционеры работают менеджерами компании, и директор – также ее акционер	32,6	43,3	38,5	49,8
Директор является некрупным акционером	47,2	28,3	37,0	20,4
Ни менеджеры, ни директор не являются акционерами (разделение функций)	20,2	28,3	24,4	29,8

*Источник:* выборка 1, расчеты авторов.

занимали достаточно скромное место в совете (17% – представители федеральной власти при федеральном участии и 8% – региональной власти при региональном участии).

В 2005 г. при участии государства размеры совета в среднем выше, особенно при федеральном участии – 8 против 7 человек в среднем (выборка 1). В SOE заметно ниже оказалась доля менеджеров компании (32% против 50% в частных). Доля рядовых работников снизилась до 4–5% в обоих типах АО. Напротив, повысилась (а в SOE с федеральным участием стала самой высокой) доля крупных внешних акционеров (35% в SOE с федеральным участием, 23% – с региональным, 33% – в частных компаниях). Но по-прежнему представительство государства в советах невелико (подробнее см. в разд. 3.3).

Наряду с составом совета директоров, важной характеристикой его роли как органа КУ является интенсивность обновления. Стабильность состава совета ведет к сращиванию интересов его членов с исполнительным менеджментом. Многие предприятия в течение четырех лет не изменяли состав совета директоров (табл. 2). Вместе с тем, большей стабильностью как раз отличились частные компании – там обновление затронуло менее 32% АО против более 40% АО с участием органов власти. При этом АО с размером государственного пакета свыше половины отличались наиболее активным обновлением совета – его обновили 55% АО против 33% при меньшем пакете (выборка 1).

Еще одна характеристика работы совета – частота проведения его заседаний (табл. 3). Если совет собирается очень редко, то вряд ли он может адекватно выполнять свои функции, если же очень часто, то подменяет их



**Таблица 2.** Обновление совета директоров в 2001–2004 гг.,  
% от числа АО в каждой группе

	Федеральное участие	Региональное участие	Участие органов власти разных уровней	Нет участия органов власти
Сохранился	14,8	18,0	14,8	24,0
Незначительно обновился	44,3	44,3	44,4	44,4
Значительно обновился	29,5	26,2	28,9	22,2
Полностью обновился	11,4	11,5	11,9	9,4

*Источник:* выборка 1, расчеты авторов.

**Таблица 3.** Частота заседаний совета директоров в 2001–2004 гг.,  
% от числа АО в каждой группе

	Федеральное участие	Региональное участие	Участие органов власти разных уровней	Нет участия органов власти
Один раз в месяц или чаще	53,5	53,4	53,8	38,6
Примерно один раз в квартал	36,0	33,3	34,8	46,2
Один раз в полгода или год	10,5	13,3	11,4	15,2

*Источник:* выборка 1, расчеты авторов.

исполнительной работой. АО с участием государства чаще проводили заседания советов в 2001–2004 гг.: более половины компаний собирали совет директоров один раз в месяц или чаще.

В трети предприятий выборки 1 существует коллегиальный исполнительный орган, при этом значимо чаще именно в SOE (47% против 31% в частных компаниях), в особенности в случае контрольного пакета в руках государства (56%). Размер коллегиального органа был выше всего при федеральном участии – 8,6 человек в среднем, тогда как при отсутствии участия – 6,9 человек. Самый большой состав правления – 10 человек – был отмечен при доминировании государства как собственника. Показатели обновления коллегиального органа у полностью частных компаний и SOE не различаются – приблизительно в четверти случаев состав коллегиального органа управления в 2001–2004 гг. сохранился полностью, а в пятой части случаев – обновился значительно. Влияние правления на корпоративные

решения выше оценивалось в АО с федеральным участием: на сильное влияние указали 48% компаний, тогда как в АО с региональным участием – всего 24%, а в частных компаниях – менее 15% от числа тех предприятий, где был создан коллегиальный орган.

Важный механизм корпоративного контроля акционеров над деятельностью компаний – это смена высшего руководства. Она должна способствовать повышению компетенции менеджеров и служить стимулом для их плодотворной деятельности [Муравьев, 2003]. Более активное действие «рынка менеджеров», т. е. возможности смены директора, могло бы быть важным аргументом в пользу частной собственности в противоположность государственной. Однако по ранним данным фактически наличие государства ускорило замену директорского корпуса. Среднее число лет работы в должности директора составило около 5 лет в АО с региональным участием и более 6 лет – с федеральным, тогда как при отсутствии акционеров среди органов власти – более 8,5 лет (выборка 3). Если среди последних АО в 38% случаев сохранились «красные» директора, занимавшие эту должность еще до начала массовой приватизации, то в SOE им удалось удержаться всего в 16% случаев. Наличие пакетов у органов власти помешало «окапыванию» старого директората в условиях широкого распространения модели совмещенной собственности и управления в частном корпоративном секторе России.

По более поздним данным (выборка 1), интенсивность смены директоров в частном и государственном секторах в 2001–2004 гг. сопоставима. Однако смена председателя совета директоров компании (а как мы видели выше, и всего совета) более активно проходила в SOE – в 52% против 46% в частных компаниях.

Одной из норм хорошего корпоративного управления считается выплата дивидендов. Более активная дивидендная политика была присуща SOE: там дивиденды хотя бы единожды по итогам трех финансовых лет (2001–2003 гг.) платили 61% против трети частных АО. Регулярно дивиденды выплачивали более 46% SOE и более чем в 2 раза меньше (22%) частных предприятий. Чаще всего (в 69% случаев) платили дивиденды хотя бы один раз АО с контрольным пакетом у органов власти, причем регулярно – в 57% случаев. Реже всего платили дивиденды (в 46% АО всего единожды и в 35% – трижды) при пакете от 10 до 25% (выборка 1).

Таким образом, результаты выборочных обследований позволяют сделать следующие выводы:

- и для SOE, и для частных компаний в России характерна концентрированная собственность;
- государственное участие не препятствует процессу перераспределения собственности, по крайней мере за пределами регулируемых секторов;

- контролирующая собственность директоров для SOE менее характерна, чем для частных компаний, в отличие от владения мелкими пакетами;
- смена директора в SOE происходит не реже, а председателя совета директоров – даже чаще, чем в частных компаниях;
- SOE формально демонстрируют лучшую практику КУ (размеры и состав совета, выплата дивидендов).

### **3.3. Представительство государства в органах корпоративного управления**

Можно сопоставить структуру собственности и состав совета директоров компании, используя так называемый «коэффициент представительства» той или иной группы акционеров, определяемый как доля голосов в совете директоров, приходящаяся на 1% акционерного капитала в руках у этой группы акционеров<sup>6</sup>. Как правило, в конце 1990-х – начале 2000-х гг., о чем говорят данные ряда опросов (табл. 4), эта пропорция для работников была значительно больше единицы (1,3–1,5), в основном за счет менеджеров корпораций<sup>7</sup>. Для внешних частных собственников это отношение традиционно было ниже, на уровне 0,6–0,7, что отчасти отражает ограниченные возможности контроля для миноритарных акционеров. У органов власти этот коэффициент был на уровне 0,8, причем в основном за счет более активного участия региональных и местных органов власти в советах.

В табл. 5 содержатся аналогичные данные по выборке 1. Строгое сопоставление состава совета директоров и структуры собственности можно провести только для органов власти разных уровней, а также для всех негосударственных акционеров (в других случаях оценки примерны, поскольку структуры собственности и совета директоров определены для различных типов акционеров).

Власти (особенно федеральные) представлены в советах директоров в меньшей степени, чем можно было бы предполагать исходя из структуры собственности. Однако у проблемы представительства государства в органах КУ существует и обратная сторона. Фактически государственные служащие часто входят в состав советов директоров российских компаний без государственного участия (включая право «золотой акции»). В особенности это относится к

---

<sup>6</sup> В российской литературе коэффициент впервые был использован в работе [Басаргин, Перевалов, 2000, с. 124], где авторы рассчитали его по 43 АО Свердловской области за 1993–1998 гг.

<sup>7</sup> Респонденты, очевидно, могут завышать представительство рядовых работников в советах директоров и их участие в собственности, при этом сильно занижая долю собственности менеджеров.

**Таблица 4.** Структура совета директоров промышленных АО и соотношение структур собственности и состава совета по данным опросов\*

Представительство акционеров	ГУ ВШЭ-1, осень 1999 г.		БЭА, весна 2000 г.		ГУ ВШЭ-2, осень 2002 г.	
	Структура, % к числу членов совета	Коэффициент представительства	Структура, % к числу членов совета	Коэффициент представительства	Структура, % к числу членов совета	Коэффициент представительства
Трудовой коллектив, в том числе:	57,4	1,43	68,8	1,31	56,2	1,45
- менеджеры	38,0	4,22	39,2	2,20	35,2	Н. д.
- работники	19,4	0,62	29,7	0,86	20,9	Н. д.
Государство, в том числе:	8,9	1,06	5,4	0,95	6,6	0,76
- федеральный уровень	3,2	0,70	2,7	0,87	2,5	0,76
- региональный и местный уровень	5,7	1,50	2,7	1,04	4,1	0,76
Внешние акционеры, в том числе:	33,7	0,65	25,8	0,62	37,2	0,71
- российские нефинансовые предприятия	15,0	1,08	10,8	0,72	13,0	0,42
- российские банки, инвестиционные компании, фонды	11,2	0,85	4,1	0,91	1,2	1,5
- иностранные акционеры	2,1	0,57	1,4	0,48	Н. д.	Н. д.
- другие (в основном физические лица)	5,4	0,26	9,5	0,49	23,0	1,11
Для справки: общее число членов совета	7,9	—	7,4	—	6,8	—

Источники: расчеты авторов по данным опросов (ГУ ВШЭ-1, проект по заказу Минэкономики, 1999 г., ответили 278 АО; ГУ ВШЭ-2 – выборка 3, ответили 289 АО; Бюро экономического анализа, 393 ответа).

\* Коэффициент рассчитан как частное от деления средней доли акционера в совете директоров на принадлежащую ему в среднем долю собственности (по сопоставимому кругу АО).

**Таблица 5.** Соотношение структур собственности и состава совета директоров в АО промышленности и связи\*

Тип акционера	Доля владения обыкновенными акциями, % от уставного капитала	Структура совета директоров, % к числу членов совета	Коэффициент представительства (3): (2) (4)
(1)	(2)	(3)	(4)
Органы власти, в том числе:	7,4	5,0	0,68
- федеральные органы	5,3	2,2	0,42
- региональные и местные органы	2,1	2,8	1,33
Все негосударственные акционеры, включая:	92,6	95,0	1,03
- работники предприятия, в том числе:	Н. д.	51,4	—
= менеджеры	Н. д.	46,0	—
= рядовые работники (профсоюз)	Н. д.	5,0	—
- все мелкие акционеры — физические лица	28,0	4,7*	0,17**
- банки	1,7	Н. д.	—
- инвестиционные фонды и компании	3,1	Н. д.	—
- российские нефинансовые предприятия	15,4	Н. д.	—
- все крупные акционеры — физические лица	39,2	32,0*	0,82**
- иностранные инвесторы	5,2	Н. д.	—
Независимые директора	—	6,9	—
Всего	100	100	—

*Источник:* выборка 1, расчеты авторов.

\* В данном случае — для тех акционеров, которые не работают в компании, т. е. внешних акционеров, как физических, так и юридических лиц.

\*\* Расчет неточен, поскольку мы сопоставляем голоса внешних акционеров с владением всех крупных или мелких акционеров, уменьшая тем самым реальное представительство внешних собственников.

государственным служащим, представляющим региональные органы исполнительной власти и органы местного самоуправления. Например, из 53 компаний, указавших на участие представителей федеральных органов власти, 17% не имели государственных пакетов. Из 69 АО, в советы директоров которых входят представители региональных органов власти и местного самоуправления, государственных пакетов не было уже в 44% компаний. В итоге доля таких предприятий в числе частных АО достигает 11% (выборка 1).

### **3.4. Участие в холдингах и проблема сохранения государственного контроля**

По данным выборки 1, почти 50% SOE и 36% частных компаний входят в холдинги. Однако только 60% респондентов SOE, участвующих в холдингах, указали, что контроль в этих холдингах принадлежит государству<sup>8</sup>. При размере государственного пакета менее 10% АО поделились пополам между контролируемым государством или частными российскими владельцами, а при пакете от 10 до 25% уже более четырех пятых холдингов контролировались российскими частными владельцами. При наличии у государства пакета от 25 до 50% все равно более 30% таких АО вошли в холдинги, контролируемые частными владельцами (хотя блокирующий пакет формально давал некие возможности для государства влиять на деятельность АО). Даже при наличии контрольного пакета акций лишь 90% АО вошли в холдинги, контролируемые государством.

К сожалению, дизайн анкеты не позволил нам прямо сопоставить масштабы государственного и частного контроля над SOE в том случае, когда предприятие не входило в группу. Косвенным индикатором существования такой возможности служит преобладание внешних крупных частных акционеров над государством в структуре совета директоров. Мы не утверждаем, что «скрытая приватизация» (которая в любом случае хуже явной) характерна только для холдингов. Однако складывается впечатление, что в рамках российских холдингов стимулы к скрытой приватизации высоки, а издержки незначительны.

### **3.5. Стимулы сохранения государственного пакета на предприятиях**

Почему акционеры и менеджеры могут быть не заинтересованы в приватизации пакетов акций? Результаты выборочных обследований предприя-

---

<sup>8</sup> В анкете в дополнение к вопросу о собственности задавался вопрос, кто контролирует деятельность холдинга [Долгопятова, Ивасаки, 2006].

тий по этому вопросу противоречивы. На данных обследования 2002 г. было продемонстрировано [Структурные изменения, 2004], что преимущественным доступом к финансовой поддержке обладают государственные унитарные предприятия. Что же касается АО, то финансовая поддержка от местных и региональных властей оказывалась несколько чаще как раз частным АО (выборка 3).

Более поздние и представительные данные 2005 г. дали несколько иные результаты. АО с участием региональных и местных органов власти имели преимущества практически по всем направлениям получения поддержки от органов власти этих уровней. В 2001–2004 гг. по крайней мере одним типом финансовой поддержки пользовались более 38% SOE, причем всего 27% АО с федеральным участием и более 53% с региональным и местным участием против 19% частных АО. При этом чаще всего (в 44% случаев) поддержку получали АО с участием государства в капитале менее 10% – т. е. такие, где инструменты воздействия государства на поведение компаний ограничены (выборка 1).

Хотя бы один вид организационной поддержки от органов власти был получен 44% АО с государственным участием против 25% частных АО. При этом организационная поддержка доставалась почти 52% АО с региональным участием и 37% – с федеральным. В данном случае, чем больше был размер пакета акций в руках органов власти, тем чаще они оказывали предприятию подобную поддержку. SOE чаще допускались к выполнению госзаказов: 43% SOE против 28% в остальных компаниях или 36% SOE против 22% частных АО (по данным выборки 2 и 1 соответственно).

Не только для государства, но и для частных инвесторов наличие государственного пакета в современных российских условиях становится аргументом в пользу потенциального заемщика или партнера. Государственное участие, независимо от размера пакета, предоставляет компаниям лучший доступ не только к таким финансовым источникам, как бюджет и внебюджетные фонды, но и к банковским кредитам и рынку ценных бумаг. Особенно преференции в доступе к банковским кредитам характерны для АО с региональным участием.

Однако и для государственных служащих сохранение государственного участия в компаниях может служить источником дополнительных выигрышей, в частности, благодаря практике ротации кадров между органами власти и органами КУ в компаниях с государственным участием. Например, в 2005 г. председатель совета директоров ранее состоял на государственной или муниципальной службе в каждом шестом-седьмом SOE и лишь в каждом тридцатом частном АО (выборка 1).

### **3.6. Предприятия с исключительным правом «золотой акции»: избыточные права контроля со стороны государства**

Дополнительные права государства, предоставляемые институтом «золотой акции», противоречат духу корпоративного законодательства в отношении прав собственности, что легло в основу запрета разных форм «золотой акции» Европейским судом [Grundmann, Möslin, 2004]. Чтобы оправдать использование этого института в российской экономике, необходимо выполнение трех условий для компаний:

- они действительно принадлежат к стратегическим предприятиям;
- государство не располагает другими основаниями для осуществления контроля в этих компаниях;
- институт «золотой акции» позволяет активно влиять на принятие решений.

Официальная статистика институциональных преобразований фиксирует процессы приватизации, и в том числе — количество ОАО, созданных в течение того или иного года с «золотой акцией». Так, по данным Росстата, с начала 1993 по 2005 г. включительно в России было создано 1707 ОАО с «золотой акцией», из них в промышленности — 734 компании, что составило до 6% от числа созданных в ходе приватизации ОАО. Поскольку отмена «золотой акции» не отражается в статистическом наблюдении, то приведенная сумма по годам не говорит об истинном количестве ОАО с «золотой акцией». По официальным данным ФАУФИ, на конец 2005 г. осталось 259 АО, в которых федеральное государство не владеет акциями, но применяется «золотая акция». По иным данным, в начале 2006 г. в 419 АО применялось специальное право на участие Российской Федерации в управлении ими.

Среди эмпирических обследований только выборка 1 позволяет выделить небольшую подгруппу АО с «золотой акцией». Если около 8% выборки (а в секторе связи — каждое десятое АО) прошли через наделение «золотой акцией», то осталась она на менее чем 3% компаний. «Золотая акция» вводилась на 10% предприятий связи, машиностроения, лесной и целлюлозно-бумажной промышленности, а также 9% АО пищевой промышленности, химии и нефтехимии, 8% металлургических компаний. В некоторых отраслях она активно отменялась. Среди оставшихся 24 компаний наиболее высок удельный вес АО с «золотой акцией» в числе предприятий связи (почти 6% от числа предприятий связи). 10 объектов принадлежит машиностроению и 7 — пищевой промышленности (по 4% от числа обследованных предприятий в этих отраслях).

Неожиданным стало распределение этих 24 АО по численности работников. Хотя 7 АО имели 1000 и более работников (при этом максимальное число занятых составило 3000 человек), но 10 АО имели менее 500 занятых (прежде



всего, предприятия пищевой промышленности). В группе АО с «золотой акцией» среднее число занятых составило 942 человека (медиана – 700), что в 2 раза меньше, чем по выборке в целом, и в 4 раза меньше, чем в SOE.

Таким образом, в составе группы АО с «золотой акцией» есть предприятия, которые на первый взгляд не должны находиться под столь жестким контролем, судя по отраслевой принадлежности и размерам. Более того, пакеты акций этих АО, причем не только мелкие, находятся во владении федеральных или региональных и местных органов власти. В 10 компаниях государство непосредственно участвует в капитале: на семи есть федеральное участие, а на трех АО – региональное или местное. За исключением одного АО, в составе собственников присутствует только один уровень власти. Из числа этих предприятий на четырех государство имеет свыше 25% акций (на трех – свыше 50%), и только на пяти – менее 10% акций. В ряде АО налицо избыточность ограничений или же фактически разные уровни власти владеют акциями и имеют специальное право, что может породить конфликт интересов внутри государства.

В небольшой группе этих компаний несколько ниже уровень концентрации капитала, чем в остальном бизнесе. Несмотря на то что этот институт подвергает большему риску инвесторов, там существенно выше участие банков и других финансовых посредников, а также нефинансовых российских организаций.

В советах директоров АО с «золотой акцией» до пятой части голосов находится у представителей органов власти, в основном региональных. Их доля в совете превышает в несколько раз их участие в капитале (табл. 6) в отличие от подавляющей части SOE (см. данные в разд. 3.3). Невелико представительство исполнительного менеджмента и весомо участие независимых директоров. Доля представителей власти в ревизионной комиссии АО с «золотой акцией» – по сравнению с остальными компаниями – в 3 раза выше. Однако любопытно, что по оценкам респондентов в АО с «золотой акцией», как и во всех остальных, влияние собрания акционеров (органа, где как раз должна проявляться роль специального права) на принятие корпоративных решений существенно уступает совету директоров и лично его председателю.

Вместе с тем в АО с «золотой акцией» совет директоров отличался большей стабильностью: менее 23% объектов характеризовались значительным или полным обновлением состава совета в 2001–2004 гг. против 33% в остальных АО. Что касается периодичности заседаний совета как индикатора его результативности, то почти 58% АО такого типа проводят заседания совета один раз в квартал против 43% в остальных АО.

Таким образом, для корпоративного управления обществами с «золотой акцией» характерны следующие черты:

**Таблица 6.** Структура совета директоров в АО с правом «золотая акция», % к общему числу членов совета

Представители в СД	АО с «золотой акцией»	Остальная выборка
Менеджеры АО	24,9	47,0
Рядовые работники, профсоюз	7,4	4,9
Федеральные органы власти	5,0	2,1
Региональные и местные органы власти	14,2	2,5
Крупные внешние акционеры	27,3	32,2
Мелкие внешние акционеры	1,5	4,8
Независимые директора	14,4	6,0
Другие	5,3	0,6
Всего членов СД, человек	7,5	6,6
Количество АО	19	716

*Источник:* выборка 1, расчеты авторов.

- основная роль в системе КУ отведена совету директоров, «золотая акция» более действенна на стадии формирования органов управления обществом, чем непосредственно в принятии ключевых решений собранием акционеров;
- формально органы управления обществом отличаются более цивилизованной структурой, поскольку не перегружены исполнительным менеджментом и больше голосов принадлежит независимым директорам. Вместе с тем совет «перекошен» в сторону представительства власти, и при слабом влиянии частных акционеров их права могут нарушаться;
- как избыточность инструментов со стороны государства (это владение голосующими акциями, специальное право, высокое представительство в совете и ревизионной комиссии), так и возможность конфликта интересов между уровнями власти в одном и том же обществе (при наличии разных прав у этих уровней власти).

#### **4. Направления совершенствования корпоративного управления в компаниях с государственным участием**

Проведенный анализ проблем КУ в российских SOE позволяет сформулировать ряд рекомендаций, выполнение которых обеспечит соответствие

результатов деятельности компаний целям и задачам общества и государства как его представителя.

#### **4.1. Цели государства**

Стратегии управления государственной собственностью должны отталкиваться от принципа, что те SOE, в отношении которых государство не располагает целями, отличными от целей частного инвестора, должны быть приватизированы.

В свою очередь, специальные цели и задачи государства как собственника для АО с доминирующим участием государства должны быть четко сформулированы в специальном документе (условно – среднесрочный корпоративный план). Существуют по крайней мере четыре институциональных опции подобного документа: 1) включение специальных целей в устав компании; 2) заключение договора между ответственным государственным органом (ФАУФИ или Правительством РФ) и компанией; 3) распоряжение Правительства РФ; 4) договор между акционерами, включая и государство. Каждая опция обладает сравнительными преимуществами, однако в целом предпочтительным выглядит специальный договор.

Корпоративные планы должны сыграть двоякую роль в системе управления: во-первых, они будут выполнять функцию ориентира для участников КУ, в том числе менеджмента компании и представителей государства; во-вторых, они позволят ограничить возможности дискреционного вмешательства государства в принятие решений в компании. Внедрение таких документов позволит повысить оперативную гибкость представителей государства в органах управления компаний и вместе с тем внедрить прозрачную формализованную процедуру контроля их деятельности.

Разработку стратегий управления государственной собственностью необходимо согласовать с текущей реформой государственного управления, предполагающей внедрение бюджетирования, ориентированного на результат (БОР). Корпоративные планы компаний должны входить составной частью в целевые программы субъектов бюджетного планирования. Результаты деятельности компаний с государственным участием должны служить не только критерием оценки деятельности самих компаний, их исполнительного менеджмента и совета директоров, но и индикатором конечного результата деятельности субъектов бюджетного планирования. При этом в действующей системе КУ бюджетный доклад отраслевого министерства должен быть преимущественно связан с техническими результатами функционирования компании (расширение инфраструктуры, показатели надежности, индикаторы предоставления общественных благ и т.д.),

а бюджетный доклад ФАУФИ (в составе бюджетного доклада МЭРТ) – с финансовыми индикаторами.

## **4.2. Функции собственника в системе государственного управления**

КУ в SOE в рамках системы государственного управления должно быть в большей степени централизовано. Вопросы КУ (структура и полномочия советов директоров, дивидендная политика, раскрытие информации, IPO, выпуск облигаций, деятельность государственных представителей) должны быть сосредоточены в рамках одного ведомства – ФАУФИ или МЭРТ.

Необходимо прилагать усилия для последовательного отделения прав собственности от оперативного контроля. Важным инструментом этого является повышение роли совета директоров и разделение функций совета директоров и председателя совета директоров, с одной стороны, и исполнительного органа (в том числе коллегиального) акционерного общества и его руководителя – с другой. Одним из способов усиления контрольных функций советов директоров в SOE является создание специализированных комитетов (включая комитеты по контролю и аудиту, по кадрам и вознаграждению, по стратегическому планированию).

Следует внедрить в SOE формализованную и прозрачную систему оценки деятельности органов управления, включая советы директоров и правление. Вознаграждение сотрудников исполнительных органов должно быть увязано как с финансовыми результатами деятельности компании, так и с достижением целей государства, включенных в корпоративные планы.

## **4.3. Функции собственника в компании: представители государства и профессиональные менеджеры**

Представительство государства со стороны государственных служащих, которые зачастую не имеют возможности для полноценной работы в органах компании, в целях совершенствования КУ должно в большинстве случаев быть заменено представительством со стороны профессиональных менеджеров – отдельных лиц или организаций (далее – профессиональные представители).

Договор между профессиональным представителем и уполномоченным органом исполнительной власти (ФАУФИ, а в некоторых случаях – Правительством РФ) должен разрабатываться на основе среднесрочного корпоративного плана компании с учетом индикаторов достижения целей государства. В число обязательных условий договора с профессиональным

представителем (включая организацию, выполняющую функции единоличного исполнительного органа в компании с государственным участием), должно входить страхование ответственности такого представителя перед государством.

Вознаграждение профессионального представителя должно устанавливаться исходя из оценки результатов деятельности компании (как с точки зрения финансовых результатов, так и с точки зрения реализации целей государства) и ее органов управления. Это позволит отрегулировать систему стимулирования и ответственности в SOE. Управление небольшими пакетами должно быть практически полностью передано профессиональным доверительным управляющим на условиях заключения специального договора с ответственностью за достижение определенных финансовых результатов (в частности, установленного дивидендного дохода по акциям) и страхованием этой ответственности.

Как профессиональные менеджеры, так и государственные служащие должны располагать большей оперативной самостоятельностью при выполнении функции представительства. Оперативная самостоятельность сотрудников органов исполнительной власти, выполняющих функции государственных представителей, должна подкрепляться повышением стимулов и ответственности в рамках БОР. Необходимо при этом ограничить число советов директоров, в которые может входить один государственный служащий, представляющий интересы государства.

Следует ужесточить систему предварительного информирования о конфликтах интересов и возможностях их возникновения в системе государственного представительства и в законодательстве, и в уставах отдельных компаний. Представители государства (как государственные служащие, так и профессиональные представители) должны быть обязаны информировать ответственные ведомства о любом типе конфликта интересов в момент его возникновения, а не тогда, когда он оказывает влияние на принимаемые решения. Для идентификации случаев конфликтов интересов необходимо разработать Руководство о конфликтах интересов и действиях представителей государства, где рассматривались бы типовые примеры подобных конфликтов. На уровне внутренних документов компаний необходимо предусмотреть специальные действия в случае возникновения конфликта, например, процедуру приостановления полномочий представителя государства с момента возникновения конфликта интересов и до его устранения.

Необходимо внедрить практику подтверждения профессионального уровня представителей государства в советах директоров (в области КУ, корпоративных финансов, финансового менеджмента и финансовой отчетности, корпоративного права). Организация специальной системы краткосрочной

подготовки и методических семинаров для государственных представителей позволит повысить как их профессиональную квалификацию, так и понимание целей государства в конкретных компаниях с государственным участием.

Низкое представительство государства как собственника в совете директоров опасно по ряду причин. Возникают возможности принятия конкретных решений без учета интересов собственника. Решением этой проблемы является фактическое выведение принятия стратегических решений за пределы совета. Функции контроля исполнительного менеджмента в большей степени выполняют не советы, а органы исполнительной власти. Очевидно, практика снижения роли совета оказывает отрицательное влияние на развитие КУ, поскольку усугубляет проблему «симулирования» его норм вместо их использования [Яковлев, 2003].

Однако необходимо заметить, что механическое повышение представительства может не решить базовой проблемы – недостаточной активности государственных представителей. Это фактически может даже повысить роль в совете исполнительного менеджмента или крупных внешних собственников в том случае, если последние смогут использовать голоса «молчаливых» представителей. Представители государства пассивны, при принятии решений руководствуются преимущественно выданными директивами, недостаточно знакомы с потребностями и возможностями совершенствования КУ. Подавляющая доля самих представителей считает необходимым их полную или частичную замену профессиональными директорами [Практика корпоративного управления, 2004, с. 53–55]. Поэтому повышение представительства государства как собственника должно сочетаться с реформой положения государственных представителей, усиления их стимулов для добросовестного выполнения своих обязанностей. Необходимы изменения в регламентации деятельности и чиновников, и профессиональных менеджеров как представителей государства.

Практика включения государственных служащих в советы директоров частных АО в российской литературе оценивается неоднозначно. Одна группа экспертов считает, что в рамках такой практики взаимодействие бизнеса и власти принимает более цивилизованные формы, повышая спрос на инструменты КУ. Другая группа экспертов, к которой относятся и авторы данной работы, не склонна оценивать эту практику положительно, поскольку независимо от формы вовлеченности государственных служащих в бизнес компаний сохраняется проблема конфликта интересов. При этом легальная практика (участие в совете директоров) не заменяет, а дополняет нелегальное взаимодействие между органами власти и компаниями. На наш взгляд, участие государственных служащих в советах директоров, если они

не представляют интересов государства, должно быть прямо запрещено законодательством о государственной службе, а корпоративное законодательство может включать соответствующие отсылки.

#### **4.4. Холдинги, включающие компании с государственным участием**

Общие рекомендации в отношении холдингов с участием SOE сформулировать очень сложно, поскольку они существенно различаются по структуре, целям и задачам. Однако важно подчеркнуть, что к холдингам как организационной форме необходимо относиться крайне осторожно, понимая, что она повышает издержки КУ. В случае создания холдингов из SOE необходимо обеспечивать строгую внутреннюю структуру холдингов, с четким и однозначным распределением в них прав собственности. Недопустимо возникновение непрозрачной структуры собственности, использование вспомогательных компаний для организации владения, перекрестной собственности и т.д.

Система участия государства в КУ должна быть связана с распределением прав собственности и полномочий внутри холдинга. При организации холдинга необходимо обеспечить представительство государства в тех компаниях, которые выступают центрами принятия решений. Чем большими полномочиями располагают дочерние компании по сравнению с материнской, тем в большей степени государство должно быть ориентировано именно на них. Само создание холдингов целесообразно в первую очередь именно там, где централизация принятия решений на уровне материнской компании возможна и экономически оправдана.

Государство должно решать проблему защиты интересов акционеров дочерних компаний от возможных потерь в связи с оптимизацией финансовых потоков внутри группы. Следует выбирать между двумя путями достижения этой цели — переходом на единую акцию или заключением специального договора о компенсации потерь между входящими в холдинг компаниями. Холдинги, включающие SOE, должны следовать лучшим стандартам ответственности материнских компаний перед дочерними обществами.

#### **4.5. Дополнительные требования к КУ в АО с участием государства**

Особые условия функционирования SOE требуют дополнительных мер в части условий применения инструментов КУ, а именно — повышенных требований к АО с высоким уровнем государственного участия. Целесообразно

распространение на эти компании требований к качеству КУ и информационной прозрачности, которые предъявляются к эмитентам акций, включенных в котировальные списки организаторов торговли на рынке ценных бумаг — независимо от того, торгуются ли акции SOE на фондовом рынке.

При внедрении данной нормы совершенствованию КУ будет способствовать расширение возможностей мониторинга со стороны других групп акционеров и независимых третьих лиц, а в результате — снижение издержек мониторинга для государства как собственника. Раскрытие информации и обязательства по соблюдению Кодекса корпоративного поведения дадут возможность для более эффективного использования корпоративных механизмов как со стороны других акционеров, так и со стороны представителей государства.

Необходимо повысить полномочия советов директоров и одновременно ввести формализованную процедуру отчетности и оценки деятельности как совета директоров в целом, так и его отдельных членов. Основой для оценки должны служить результаты реализации среднесрочного корпоративного плана компании.

Для повышения профессионального уровня принимаемых советами директоров решений целесообразно создать в их составе специализированные комитеты и определить на законодательном уровне порядок их деятельности и статус принимаемых решений. Необходима разработка ФАУФИ модельных положений о комитетах. Кроме того, целесообразно ввести минимальные квоты на количество независимых директоров в составе советов.

Схемы вознаграждения членов советов директоров и исполнительных органов компаний с доминирующим участием государства должны быть заранее известным образом связаны с результатами деятельности компании (как финансовыми результатами, так и достижением целей государства в компании). И схемы, и размеры вознаграждения должны утверждаться органом исполнительной власти, осуществляющим функции собственника, и в обязательном порядке раскрываться компаниями.

Вопрос вознаграждения чиновников в составе совета директоров должен решаться в соответствии с действующим законодательством о государственной службе. Следует увязывать достижение целей компании с государственным участием с выполнением целевых показателей курирующего ее органа исполнительной власти. В рамках системы БОР орган исполнительной власти может осуществлять премирование государственных служащих.

Практика КУ в SOE должна соответствовать лучшим стандартам. Для этого кодексы корпоративного поведения (управления) должны быть приведены в соответствие с лучшей мировой практикой. Инструментом реализации этой цели должно служить требование включения кодексов корпора-



тивного поведения и практики его соблюдения в независимые российские и зарубежные рейтинги. Необходимо добиваться, чтобы оценка кодексов и практики КУ не снижалась ниже первой трети рейтинга российских компаний. Следует предусмотреть в бюджетах компаний оплату затрат на участие в добровольных рейтингах.

Для обеспечения адекватного раскрытия информации и оценки качества КУ и менеджмента в компаниях необходим ускоренный переход к отчетности по стандартам МСФО.

#### **4.6. Основания для возникновения дополнительных прав: «золотая акция»**

Целесообразно отказаться от использования дополнительных прав, основанных на так называемой «золотой акции». Институт «золотой акции» ограничивает права собственности акционеров, будучи при этом инородным по отношению к правовым основам собственности. «Золотая акция» может быть заменена детализированным регулированием ограничений, налагаемых на действие корпоративных механизмов (банкротство, поглощение, рынок акций, продажа активов и т.д.) в отдельной группе компаний. В частности, в российском законодательстве не использованы альтернативные формы спецификации специальных прав государства, например, определение особенностей правового положения стратегических предприятий. Статус стратегического предприятия предполагает специфику механизма банкротства и приватизации (передачу акций отдельным категориям инвесторов). В случае более четкого описания и других особенностей КУ на стратегических предприятиях такое регулирование смогло бы стать альтернативой использования «золотой акции», четко ориентированной на действительно важные для государства предприятия.

Такого рода ограничения действуют, например, в некоторых европейских странах, например, в Италии и Испании. Итальянский закон о приватизации 1994 г. предусматривает в отношении некоторых компаний (ENI, Telecom Italia) право вето ответственного министерства на решение о прекращении деятельности, продаже активов, слияние, разделение, перерегистрацию предприятия в другой юрисдикции (за рубежом), а также изменения устава, которые снижали бы специальные права государства. В Испании подобного рода ограничения были предусмотрены при приватизации компании Telefónica. При этом любопытно, что Европейский суд не ставил под сомнение полномочия государства по введению подобного специального режима для отдельных компаний — в отличие от института «золотой акции» как такового.

#### 4.7. Приватизация «остаточных» пакетов

Помимо создания положительных стимулов к приватизации, необходимо повысить издержки сохранения «остаточных» государственных пакетов для новых собственников и исполнительного менеджмента компаний. Один из путей – распространить на все компании с государственным участием свыше 10% требования по соблюдению принципов КУ, требования к прозрачности и т.д., которые предъявляются к эмитентам акций, включенным в котировальные списки организаторов торговли на рынке ценных бумаг. Это будет способствовать приватизации за счет повышения издержек пассивного сохранения принадлежащего государству пакета акций.

### Литература

1. Басаргин В., Перевалов Ю. Анализ закономерностей формирования корпоративного контроля на приватизированных предприятиях // Проблемы прогнозирования. 2000. № 5. С. 120–138.
2. Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Вопросы экономики. 2001. № 5. С. 46–60.
3. Долгопятова Т., Ивасаки И. Исследование российских компаний: первые итоги совместного российско-японского проекта. Препринт WP1/2006/01. М.: ГУ ВШЭ, 2006.
4. Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности // Вопросы экономики. 2001. № 12. С. 103–124.
5. Муравьев А. Обновление директорского корпуса на российских приватизированных предприятиях // Российский журнал менеджмента. 2003. Т. 1. № 1. С. 77–90.
6. Практика корпоративного управления в российских акционерных обществах: отчет о результатах исследований Российского института директоров по итогам 2003 г. Российский институт директоров, 2004.
7. Применение норм корпоративного управления и корпоративное управление на государственных предприятиях. Круглый стол ОЭСР по корпоративному управлению в России: итоговый отчет. ОЭСР, 2005.
8. Российская промышленность: институциональное развитие / Под ред. Т. Долгопятовой. М.: ГУ ВШЭ, 2002.
9. Сравнительный доклад по корпоративному управлению на государственных предприятиях. ОЭСР, DAFFE/CA/PRIV(2004)2/REV2, ОЭСР, 2004.

10. Туткевич В., Филатов А., Черкаев Д. Советы директоров предприятий с SOE в России // Управление компанией. 2005. № 7–9.

11. Яковлев А.А. Спрос на право в сфере корпоративного управления: эволюция стратегий экономических агентов // Вопросы экономики. 2003. № 4. С. 37–50.

12. Структурные изменения в российской промышленности / Под ред. Е.Г. Ясина. М: ГУ ВШЭ, 2004.

13. EADS Financial Statements and Corporate Governance, EADS, 2006.

14. Ferrarini G. et al. Executive remuneration in the EU. Comparative law and practice. European Corporate Governance Institute, ECGI Working Paper Series in Law WP 9, 2003.

15. Ferrarini G., Moloney N. Executive remuneration in the EU. The context for reform. European Corporate Governance Institute, ECGI Working Paper Series in Law WP 32, 2005.

16. Grundmann S., Möslin F. Golden shares: state control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects // European Banking and Financial Law Journal. 2004. No. 1.

17. Hertig G. On-going board reforms. European Corporate Governance Institute, ECGI Working Paper Series in Law, WP 25, 2005.

18. Hopt K.J., Leyens P.C. Board models in Europe: recent developments of internal corporate governance structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy. European Corporate Governance Institute, ECGI Working Paper Series in Law, WP 18, 2004.

*Препринт WP1/2007/01*  
*Серия WP1*  
*Институциональные проблемы российской экономики*

С.Б. Авдашева, Т.Г. Долгопятова, Х. Пляйнес  
**Корпоративное управление в АО  
с государственным участием: российские проблемы  
в контексте мирового опыта**

Публикуется в авторской редакции

Зав. редакцией *А.В. Заиченко*  
Технический редактор *О.А. Быстрова*

ЛР № 020832 от 15 октября 1993 г.  
Формат 60×84<sup>1</sup>/<sub>16</sub>. Бумага офсетная. Печать трафаретная.  
Тираж 150 экз. Уч.-изд. л. 3,3. Усл. печ. л. 3,02.  
Заказ № . Изд. № 653

ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3  
Тел.: (495) 772-95-73; 772-95-90  
Типография ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3