

**ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ
РАЗВИТИЯ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА****ИТОГИ 1999 Г. КАК ЗЕРКАЛО НЕУСТОЙЧИВОГО
ПОСТКРИЗИСНОГО РАЗВИТИЯ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА**

1999 год и начало 2000 дают некоторые основания для оптимизма в отношении перспектив развития корпоративного сектора России. Имеющиеся благоприятные оценки, например в докладе Европейской комиссии ООН, связаны прежде всего с оживлением промышленности после девальвации рубля и ростом мировых цен на нефть и газ, которые в свою очередь привели к увеличению налоговых поступлений бюджета и доходов экспортеров. Положительная динамика отмечена в большинстве отраслей, в том числе хронически депрессивных в течение ряда лет (электротехника, легкая промышленность, переработка сельхозпродукции и др.). По данным Госкомстата РФ, сократилось число убыточных предприятий и организаций: в 1998 г. их доля составляла 48,3%, в 1999 – 40,6%. Комиссия ООН по экономике предполагает в 2000 г. для Восточной Европы наиболее благоприятные условия экономического развития (за последние 10 лет). При этом экономический рост в России приведет к оживлению во всех странах региона.

Продолжающийся в России посткризисный экономический рост 1998-1999 гг. (3,2% ВВП, 8,1% – объем промышленного производства), относительная стабильность макроэкономической ситуации (по крайней мере – вопреки некоторым прогнозам – избежание гиперинфляции) и политические изменения на рубеже 1999-2000 гг. позитивно сказались и на состоянии российского рынка ценных бумаг. По оценкам большинства агентств и влиятельных финансовых изданий, российский фондовый рынок в 1999 г. вошел в тройку наиболее быстрорастущих рынков мира. Стоимость российских долгов за 1999 г. возросла, составив 60-70% от номинала. Доходность по российским облигациям составила 130% годовых (Бразилия – 39%). Капитализация рынка «голубых фишек» за год увеличилась на 182%. Индекс РТС-Интерфакс стал вторым в мире в 1999 г. по темпам роста (после Турции). В январе 2000 г. вновь проявился инте-

рес инвесторов к компаниям второго эшелона, что является сигналом начавшейся переориентации инвесторов от чисто спекулятивных краткосрочных вложений к более длительной стратегии.

Существенно возросла доходность паевых инвестиционных фондов. С наибольшей доходностью закончили год те ПИФ, которые вкладывали средства в государственные бумаги и воспользовались результатами новации и ростом котировок ОВВЗ («Илья Муромец» – 1877%, «Темплтон» – 854%). Несмотря на ликвидацию нескольких фондов после кризиса, общее их количество практически не изменилось, в конце 1999 г. были созданы новые корпоративные. Более того, количество вкладчиков во многих ПИФ в 1999 г. увеличилось в 4-5 раз. Необходимо, тем не менее, заметить, что приток средств частных вкладчиков на рынок акций (в том числе посредством ПИФ и через Московский фондовый центр) связан не столько с преимуществами того или иного способа инвестирования, сколько с отсутствием на финансовом рынке альтернативных высокодоходных инструментов в 1999 г.

Доход иностранных фондов, инвестирующих средства в российские акции, по итогам 1999 г. составил 150%. Эти результаты позволяют рассчитывать на привлечение интереса инвесторов к России после президентских выборов. Фактор политической стабильности в данном случае важен, но для многих фондов не менее значимы и темпы роста рынка, их управляющие просто обязаны инвестировать в наиболее быстро растущие рынки.

В 1999 г. впервые после финансового кризиса некоторые крупные российские корпорации заявили о своем намерении выпустить депозитарные расписки («Сибнефть», РАО «ЕЭС России»). Показательно также, что большинство российских корпоративных заемщиков на рынке еврооблигаций стремились в срок выполнять свои обязательства по текущим платежам. Для 1999 г. стало характерно также возрождение интереса к российскому рынку корпоративных облигаций. Некоторые крупнейшие компании осуществили выпуски в 1999 г. (в том числе в связи с новацией по госбумагам), в планах других – размещение в 2000 г.

На фоне этих сдвигов вероятным выглядит постепенное улучшение международного кредитного рейтинга России (с учетом ошибок и перестраховки ведущих агентств, проявившихся в 1998 г.), что может прямо сказаться на возможностях привлечения средств с международного финансового рынка правительством и корпорациями. Достигнутые в феврале 2000 г. договоренности правительства РФ с Лондонским клубом кредиторов усиливают оптимистические настроения в среднесрочном периоде, тем более что такая договоренность может стать весомым аргументом в урегулировании долга Парижскому клубу и МВФ.

Тем не менее поводов для оптимизма не так много. На самом поверхностном уровне это проявляется (как и при благоприятных оценках) в присваиваемых России рейтингах в отношении перспектив финансовых рынков и развития корпораций. Так, влиятельный журнал «Институциональный инвестор» в своем обзоре страновых кредитных рейтингов на 1999 г. присвоил России 20 баллов – при максимуме 100 (наиболее низкая вероятность дефолта по суверенному долгу), или 105 место среди 135 стран. Первое место среди стран с переходной экономикой заняла Словения (28-е место в общем списке), среди бывших республик СССР – Эстония (51-е место в общем списке).

Традиционно публикуемый американским Фондом наследия «индекс экономической свободы» для 2000 г. оценивает инвестиционный климат в 161 стране мира. Россия занимает 121-е место, относясь к группе «по большей части несвободных стран» (сюда же отнесены, хотя и с лучшим результатом, практически все страны Восточной Европы и СНГ). В 2000 г. этот индекс для России составляет 3,7 (1999 – 3,5, 1998 – 3,35), т.е. отмечено ухудшение ситуации. При определении индекса права собственности и наличие препятствий для свободного движения капитала играют существенную роль. На оценку 2000 г. повлияли, в частности, введенные квоты для иностранцев в уставном капитале РАО ЕЭС России (25%), Газпрома (20%), компаний авиакосмической отрасли (25%), ограничения для иностранных страховщиков, законодательные и судебные аспекты защиты прав собственности (включая независимое разрешение коммерческих споров), налогообложение, коррупция.¹ Специальный обзор 99 стран с точки зрения коррупции («Transparency International», 1998) отводит России 82-83 места (совместно с Эквадором) в группе стран «исключительной коррумпированности» наряду с большинством государств СНГ.

При всей условности (субъективности) подобных исследований, которые часто отражают лишь внешние представления о реальной ситуации, они остаются значимым ориентиром для частных инвесторов при оценке инвестиционного климата в стране.

В ежегодном обзоре экономики России за 1999 г., подготовленном ОЭСР (проект), доминирует анализ бюджетных проблем и неплатежей, а острейшие проблемы корпоративного сектора (проблемы финансирования корпораций и посткризисное обострение конфликтов в имущественной сфере), видимо, признаны безнадежными. Рейтинг конкурентоспо-

¹ При этом Китай занимает 100-е место. Это позволяет (по крайней мере на уровне неожиданных идеологических выводов) интерпретировать данное исследование в том смысле, что крепкая правовая система более важна для экономического роста, чем тип политической системы (см. Новости АКМ, 30.11.99).

способности 47 стран (International Institute for Management and Development, Швейцария, 288 критериев оценки) и рейтинг конкурентоспособности 59 стран (Всемирный экономический форум 1999 г.) отводят России последнее место в 1999 г.

Ключевым выводом исследования эффективности 10 секторов российской экономики, проведенного в 1998-1999 гг. компанией McKinsey (с участием лауреата Нобелевской премии Р.Солоу), стало признание факта, что производительность труда в российской экономике не связана с прибыльностью, т.е. средние предприятия не имеют заинтересованности в реструктурировании и росте производительности, более производительные предприятия проигрывают менее производительным и не имеют стимулов к инвестициям (при возможности осуществления таковых).¹ В основе этого явления лежат неравноправные условия функционирования (конкуренции) предприятий: для сходных предприятий – различные ставки и режимы налогообложения, разные тарифы на энергоресурсы, разные требования к должникам, неравные административные требования и возможности доступа к экспорту, неравенство перед законом, сопротивление реструктурированию со стороны местных властей (проблема социальной напряженности), неравный доступ к земле и государственным заказам, к экономической информации, коррупция и др.

Тем не менее заключение экспертов компании не столь уж безысходно: по крайней мере чисто экономических препятствий для экономического роста (до 8% в год с последующим удвоением ВВП на душу населения) не выявлено. Более того, отмечается, что 75% мощностей «советских» предприятий, созданных до 1992 г., вполне жизнеспособны, если будет осуществлена их модернизация и внедрены современные системы управления. Это приведет к росту производства на данных предприятиях в среднем на 40% при наличии точечных инвестиций, не превышающих в совокупности 5% ВВП в течение 5 лет (или около 7,5 млрд долларов по курсу начала 2000 г., что существенно ниже инвестиционных потребностей России, заявленных, к примеру, Минэкономики РФ). Принципиальный вывод, иными словами, состоит в том, что в основе экономического роста (по крайней мере на стартовом этапе) в современных условиях России должны лежать не столько очень крупные инвестиции (понимаемые многими как труднодоступная панацея и часто – как самоцель), сколько жесткие, в значительной степени политические, усилия по формированию общей благоприятной среды функционирования предприятий.

¹ При этом отмечено, что в 1997 г. производительность труда в промышленности России составила 17% от уровня США, тогда как в 1991 – 30%. При 50-процентном снижении производительности сокращение занятости составило лишь 10%.

Указанные выводы имеют несомненное значение для определения дальнейших путей реформирования российской экономики – основной акцент должен быть сделан именно на институциональных аспектах (законодательство, защита прав собственности, равнодоступные финансовые рынки, равные условия конкуренции, инфорсмент) модернизации и привлечения инвестиций. Незначительные успехи России в данной области в 90-е гг. стали самым серьезным тормозом для долгосрочного экономического роста. Соответственно, описанные выше противоречивость, наличие крайностей от безудержного оптимизма до сугубо негативной оценки перспектив развития российского корпоративного сектора (экономики в целом) не должны удивлять и носят вполне объективный характер.

Нельзя отрицать факта, что на протяжении всех 90-х гг. происходило движение России к рыночной экономике и демократическим ценностям. В то же время, помимо обвальных финансовых кризисов, инвестиционного голода и регулярных имущественных скандалов, имманентными чертами этого движения стали: хроническая незавершенность институциональных реформ; система мягких бюджетных ограничений; иерархические торги государства и крупных корпораций; переходящие один в другой этапы перераспределения собственности; фактически полная незащищенность прав собственности; неэффективность и коррумпированность сложившейся системы государственного управления; государственный инфорсмент как мера селективного воздействия; частный инфорсмент как разновидность криминального выяснения отношений.

Указанное лимитирование мешало позитивному продвижению в отдельных важных областях. Прогрессивное корпоративное законодательство с 1996 г., потенциально эффективный механизм банкротства с 1998 г., система регулирования рынка корпоративных ценных бумаг, антимонопольное законодательство с 1998 г. – все эти механизмы не могли полноценно выполнять свои функции. Это стало особенно очевидно к началу 2000 г. Большинство принимавшихся во второй половине 90-х гг. программ институциональных реформ в рассматриваемых областях фактически остались на бумаге.

Это наследие 90-х гг. необходимо либо принять как должное, либо подготовиться к новому этапу жестких институциональных реформ («институциональная дилемма» Путина).

В этой связи возникает очевидная ассоциация с восстановлением и активизацией основных лоббистских группировок в России в начале 90-х гг. В 1991-1992 гг. их деятельность была подорвана распадом СССР, и у государства были все шансы для тактики «независимого арбитра». Этот шанс был упущен в 1993 г. со всеми вытекающими последствиями для

экономики (бюджетный дефицит, инфляция, провал денежной приватизации, пирамида государственных ценных бумаг, псевдо-банки, вывоз капитала, нетранспарентные сделки с государственной собственностью и др.). Наиболее поверхностной характеристикой сложившейся в России системы стало расхожее понятие «приятельского капитализма».

Финансовый кризис 1998 г. в определенном смысле вновь создал условия для смены правил игры, ослабив крупнейшие московские финансовые группировки и изменив расклад сил.¹ В то же время на первый план в посткризисный период выходят **новые «олигархи»**, связанные с реальным сектором (включая имущественную экспансию естественных монополистов) или с региональной элитой. Приведем лишь несколько примеров.

По имеющимся оценкам, в 1999 г. среднегодовая рыночная цена нефти составляла 19 долларов за баррель, тогда как по статистике ГТК среднегодовая отпускная цена экспортной нефти составила лишь 13 долларов. Совокупная годовая утечка капитала в нефтяном секторе оценивается в сумму порядка 7,5-8 млрд долларов. Капитализация нефтяной отрасли (по состоянию на октябрь 1999 г.) оценивалась примерно в 4-5 млрд долларов. Одновременно зимой-весной 1999 г. вновь резко ускорился отток иностранных инвесторов. По сути это означает не что иное, как новую модификацию структуры собственности в отрасли (при том, что вывезенных капиталов в определенный момент оказывается достаточно для приобретения **всей** отрасли).

Среди 12 вертикально интегрированных нефтяных компаний, по оценкам, в наилучшем положении находятся «ЛУКОЙЛ» и «Сургутнефтегаз», которые в 1998-1999 гг. рассматривали различные варианты экспансии. Видимо, в качестве примера можно отметить в 1998-1999 гг. попытки Тюменской нефтяной компании (ТНК) из группы «Альфа» установить контроль над предприятиями НК «Сиданко» («Черногорнефть» и «Кондпетролеум») через возбуждение дел о банкротстве (внешнее управление).

Аналогичный процесс был характерен и для металлургии (где передел собственности в 1999 г. также резко обострился). Если в нефтяном секторе мобилизация ресурсов для консолидации контроля стала возможна благодаря 2-3-кратному росту цен с марта 1999 г., то в металлургии источники ресурсов для консолидации (перераспределения) собственности связаны с резким падением издержек в долларовом выражении после августа 1998 г. при сохранении стабильных цен. Таким образом, для этого процесса стали характерными следующие черты: выдавливание иностранцев, скупка по очень низким ценам (что было невозможно в 1996-1997 гг.), ак-

¹ Подробно см.: Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М., ИЭПП, 1999.

тивная роль инсайдеров (менеджеров и совладельцев-партнеров), активное использование инструментария банкротств и долговых схем.

Закономерным посткризисным процессом стало и **усиление регионов** в процессе перераспределения собственности:

- формирование региональных холдинговых структур под эгидой местных властей (Башкортостан – создание Башкирской топливно-энергетической компании, Владимирская область – создание 4 холдингов в стекольной, льняной, хлопчатобумажной и оборонной отраслях, Москва – Центральная топливная компания и др.);

- попытки пересмотра тех приватизационных сделок, где победителями стали представители центра (общефедеральных групп), других регионов или иностранные инвесторы (например, в 1999 г. продажа «Philips» под давлением властей Воронежской области 89% акций АО «Воронежские электролучевые трубки» за 1 рубль в ФПГ «Российская электроника», в 1998 г. конфликт немецкой Кнауф, купившей комбинат «Кубанский цемент» с местными властями и менеджерами, разрешенный, тем не менее, в пользу инвестора и др.);

- отзыв переданных в доверительное управление пакетов акций региональных предприятий (Татарстан – решение об отзыве пакетов 9 крупных АО в управлении зарегистрированной в Москве инвесткомпании «Татинвест-Росс» в 1998 г.);

- попытки аннулирования новых эмиссий акций, которые изменили структуру собственности корпораций региона в пользу «чужих» (Москва, Самара) и др.¹

Активные попытки установления регионального контроля (часто совместно с конкурентами «жертв») в 1998-1999 гг. начали власти регионов, в которых присутствуют предприятия нефтяной отрасли. Это конфликты властей Иркутской области и «Сиданко» по поводу АНХК, требования передать под контроль Самарской области местные предприятия «ЮКОС», конфликт Ямало-Ненецкого автономного округа с «Роснефтью» по поводу АО «Пурнефтегаз», конфликт Ненецкого автономного округа с «Коминетфть» и др.

На фоне кризиса многих крупнейших банков и финансовых групп вполне закономерно усиление мощи федеральных **естественных монополий** и тех «автономных империй», которые возникли вокруг крупных корпораций, изначально ориентировавшихся на «самодостаточность» и поэтому не столь заметно пострадавших в ходе финансового кризиса.

¹ Необходимо отметить еще одну тенденцию, характерную как для федерального, так и для регионального уровней в 1998 г.: к формированию семейных (клановых) взаимоотношений в рамках крупных корпораций или в системе «региональная власть – региональные компании».

Естественно, что это усиление может происходить в значительной степени за счет активов и влияния прежних соперников (см. ниже раздел: Государственные холдинги в России).

Так, в РАО «ЕЭС России» рассматриваются проекты создания энергоугольных и энерго-металлургических компаний. РАО «Газпром» рассматривало варианты создания нового металлургического холдинга «Газметалл», в который могут войти приобретенные у группы «Российского кредита» контрольные пакеты акций Лебединского, Михайловского и Стойленского горно-обогатительных комбинатов, а также пакеты акций Оскольского электрометаллургического комбината и, возможно, Новолипецкого металлургического комбината. Таким образом может завершиться история сразу нескольких скандальных многолетних корпоративных войн (борьба за ЛГОК, за НЛМК и др.). При поддержке РАО «Газпром» происходит также процесс создания общероссийского нефтехимического холдинга.

Новизна ситуации (по сравнению с 1993 г.) определяется не только появлением нового политического лидера, не связанного пока обязательствами перед сохранившими свои позиции и новыми финансовыми группировками. 2000 год должен быть решающим: во-первых, существует возможность проведения единой и осознанной политики как минимум в течение 8 лет в условиях потенциальной политической стабильности (даже ожидание такой стабильности дало ощутимый эффект на фондовом рынке в начале 2000 г.): во-вторых, только на старте новой экономической политики и продвижения в институциональной сфере возможен принципиальный отказ от модели олигархического (приятельского, криминального) квази-капитализма. С учетом накопившегося комплекса экономических и институциональных проблем 90-х гг. интенсификация государственного регулирования (от деклараций о намерениях и развития норм права до прямого вмешательства в наиболее острые конфликты) становится неизбежной.

В самом общем виде некая позиция уже прозвучала и она может быть сведена (по крайней мере в рассматриваемой области) к четырем пунктам: защита прав собственности, неприятие деприватизации и криминального передела собственности, эффективный госсектор, «диктатура закона». Среди конкретных шагов предполагаются также некоторые меры (доначисление налогов на основе рыночной цены товара) против трансфертного ценообразования в нефтяных холдингах, ставшего фактически способом вывоза капитала в офшорные компании.

Тем не менее перед новой властью возникает необходимость более четкого определения своей позиции по крайней мере по трем принципиальным вопросам.

Во-первых, **реприватизация**. Термин в данном случае не имеет значения. Это может быть собственно национализация, или деприватизация (т.е. возврат приватизированного имущества государству), или реприватизация (деприватизация с последующими «правильными» приватизационными сделками).

Суть проблемы состоит в том, что национализация в России уже давно идет, причем в самых разнообразных формах:

- на уровне общей идеологии и политической борьбы (наиболее ярким примером является принятие Федерального закона от 07.05.98 N 74-ФЗ "Об особенностях распоряжения акциями Российского акционерного общества энергетики и электрификации "Единая энергетическая система России" и акциями других акционерных обществ электроэнергетики, находящимися в федеральной собственности". В соответствии со ст. 3 установлено, что в собственности иностранных государств, международных организаций, иностранных юридических лиц, а равно их аффилированных российских юридических лиц, иностранных физических лиц может находиться до 25% всех видов акций РАО. При этом на момент принятия закона в иностранной собственности уже находилось около 30% акций РАО¹. Сюда можно отнести также популистские версии проекта закона о национализации, подготовленные в 1999 г. в Государственной Думе);

- пересмотр приватизационных сделок (намерение РФФИ и Генпрокуратуры РФ пересмотреть итоги 17% конкурсов с инвестиционными условиями до 31 июля 1997 г.², возвращение в госсобственность пакетов акций двух портов Ленинградской области, планы деприватизации порядка 50 предприятий Минтранса, судебное решение о деприватизации Ставропольской акционерной авиакомпания и др.);

- возврат пакетов акций государственным структурам за долги (в 1999 г. наиболее известны примеры КАМАЗа (в сентябре РФ стала владельцем 26,7% акций, Татария – 27%) и АвтоВАЗа (в декабре под программу реструктуризации долгов в залог государству передан контрольный пакет акций));

¹ Тем не менее, по некоторым данным, в 1999 г. доля иностранных инвесторов выросла до 33%, что связывалось с ожиданием отмены запретительной квоты и значительным ростом курса акций компании.

² Ни для кого не секрет, что инвестиционные конкурсы были одним из наиболее неудачных способов приватизации. В подавляющем большинстве случаев инвестпрограммы не выполнялись. Всего в 1992-1997 гг. на инвестиционных конкурсах продано 1084 пакета акций, из которых 328 возвращены государству через суд. Проблема состоит в намерении использовать нормы нового закона о приватизации 1997 г. по сделкам, имевшим место ранее. Безусловно, сговор о немедленной перепродаже пакетов (до выполнения инвестпрограммы) мог иметь место, однако однозначное изъятие пакетов невозможно в силу неурегулированности проблемы добросовестного приобретателя.

- формирование новых (в том числе государственных) холдингов, в которые передаются государственные пакеты акций. Если ранее государственный пакет фактически никем не управлялся или был «приватизирован» де-факто для голосования, то при формировании новых или слиянии уже существующих структур происходит формальное или реальное усиление роли государственных органов. Это особенно характерно для корпораций ВПК. Примером отсутствия целостной позиции властей может служить неопределенность в отношении создания «Госнефти»;

- использование деприватизации менеджерами как инструмента корпоративной борьбы (наиболее известен скандал 1999 г. вокруг Ломоносовского фарфорового завода). Существуют также примеры попыток добровольного возврата государству приватизированных АО;

- активность региональных властей по установлению контроля над бюджетообразующими предприятиями (чаще всего – через назначение внешних управляющих). Отдельным аспектом проблемы является начавшийся в 1998-1999 г. процесс возвращения через суд ранее переданной в регионы федеральной собственности (например, 40% акций «Иркутскэнерго», неприватизированные местными властями федеральные пакеты акций 4 предприятий в Красноярском крае и др.).

Многие из скрытых форм национализации вполне обоснованны. Более того, вряд ли возможны какие-либо масштабные решения на высшем официальном уровне, хотя бы в силу заинтересованности правительства в максимально выгодной реструктуризации внешних долгов и получении кредитов международных организаций, а также продаже новых пакетов акций.

Тем не менее общая неопределенность (непрозрачность) политики государства в данной сфере является одним из основных факторов, препятствующих созданию благоприятного инвестиционного имиджа России. В настоящее время необходимы по крайней мере два решения для снятия остроты проблемы: во-первых, краткосрочное – жесткая и обоснованная декларация о намерениях со стороны правительства, во-вторых, правовое – принятие закона «О национализации в РФ» с указанием принципиальных процедур и описанием мер защиты интересов инвесторов – добросовестных приобретателей (см. также п. 2).

Во-вторых, это **резкое ускорение процессов перераспределения собственности** в России и обострение (ужесточение) корпоративных конфликтов после финансового кризиса 1998 г.

В ряде случаев основанием для консолидации контроля или корпоративной агрессии стало резкое обесценение корпоративных бумаг. Напротив, некоторые держатели пакетов, включая эмитентов, попытались

улучшить финансовое положение за счет сброса акций. Многие коммерческие банки и финансовые группы, оказавшись на грани или в процессе банкротства, рассчитывались по своим обязательствам за счет переуступки принадлежащих им пакетов акций в реальном секторе. В рамках приватизационных продаж отдельные держатели пакетов попытались консолидировать имеющиеся пакеты в интересах контроля с минимальными затратами.

В то же время кризис активизировал использование дополнительных эмиссий акций и производных бумаг, долговых схем (секьюритизации долгов), инструментария банкротства, реорганизаций компаний. В этих условиях стали более заметными и успешными попытки региональных элит взять под контроль основные предприятия своего региона.

Среди наиболее известных корпоративных конфликтов 1999-2000 гг. – противостояние СИДАНКО и ТНК, Транснефть, Ломоносовский фарфоровый завод, Выборгский ЦБК (вооруженный захват), Ачинский глиноземный завод (вооруженный захват), Кузнецкий металлургический комбинат, Качканарский ГОК (вооруженный захват), Нижнесаудинский металлургический комбинат (вооруженный захват), угольные разрезы в Красноярском крае и Кузбассе, алюминиевые предприятия, Мосхимфармпрепарат (унитарное предприятие, попытка вооруженного захвата), Орско-Халиловский металлургический комбинат (фактически впервые в корпоративной истории России выпущены альтернативные дополнительные эмиссии).

Методы борьбы носят в основном процедурный характер: ведение двойного реестра, двоевластие в АО (два собрания, два совета директоров, два генеральных директора, переход на единую акцию и др.). Тем не менее в ряде случаев вооруженный захват предприятия вновь, как и в «дикие» 1993-1995 гг., становится одним из широкоиспользуемых способов установления корпоративного контроля. Чаще всего для этих конфликтов характерен правовой нигилизм, когда захватчик власти в корпорации игнорирует реальную структуру акционерного капитала и тонкости процедурных вопросов управления.

По оценкам некоторых экспертов, такое обострение ситуации в ряде крупных предприятий связано со стремлением завершить передел собственности любыми способами до президентских выборов, чтобы поставить новую федеральную власть уже перед свершившимся фактом. Видимо, это утверждение имеет некоторый смысл, но есть и более глубокие стимулы: расчет корпоративного агрессора на поддержку региональных властей и общая кризисная ситуация в сфере инфорсменты.

Основная проблема состоит в том, что эти конфликты – лишь вершина айсберга. Если в 1996 г. борьба за контроль завершилась в 25% российских корпораций, в начале 1998 г. – в 50%, то после кризиса 1998 г. вновь произошел откат назад. В пользу вновь начавшегося в 1998-1999 гг. массо-

вого перераспределения собственности в корпоративном секторе говорят данные регистраторов: во-первых, осенью 1998 – в 1999 гг. общий объем перерегистрации сделок с акциями у регистраторов практически не изменился в меньшую сторону, во-вторых, в 1999 г. практически до «0» (против 20 в 1998 г.) сократилось количество регистраторов, которые обслуживали более 500 000 владельцев именных ценных бумаг. К этому можно добавить тот факт, что по итогам 1999 г. в РФ зарегистрировано около 19 000 выпусков ценных бумаг (20 000 в 1998 г.), но при этом количество случаев закрытой подписки возросло в 2 раза, количество случаев открытой снизилось в 7 раз (по сравнению с 1998 г.). В целом это означает, что идет не только процесс перераспределения, но консолидации акционерной собственности.

Безусловно, перераспределение собственности является нормальным и эффективным механизмом корпоративного управления и контроля за менеджерами в рамках цивилизованных процедур, если итогом такого перераспределения становится эффективность компании на микроуровне, экономический рост в рамках национальной экономики. В условиях российской специфики этот механизм выполняет несколько иные функции. Эти тенденции (как в силу объективных процессов переходной экономики, так и с учетом многих субъективных факторов) сохранятся в ближайшие годы, что может усилить нестабильность прав собственности и потребует ужесточения политики защиты интересов инвесторов (акционеров). Соответственно, приоритетной задачей остается формирование четкого правового поля такого перераспределения.

Видимо, есть смысл детального анализа типовых корпоративных конфликтов и применявшихся способов их урегулирования (тем более что большинство инструментов хорошо известны). На этой основе должны быть, во-первых, внесены адекватные поправки в законодательство, во-вторых, выработана некая типовая модель ответной реакции уполномоченных органов государственной власти.

Существующая нормативно-правовая база пока фрагментарна и не обеспечивает должной защиты прав инвесторов. Среди важнейших «белых пятен» необходимо отметить следующие:

- не определены жесткие санкции, которые могут применяться в случае безлицензионной деятельности, выпусков суррогатов ценных бумаг (публичное размещение ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию);
- не созданы пока юридические механизмы для установления, предупреждения и пресечения мошенничества;
- нет четкого регулирования отношений, связанных с инсайдерскими сделками;
- сохраняется проблема предотвращения (пресечения) манипулирования ценами на рынке;

- на начальной стадии находится регулирование сделок между аффилированными лицами.

В-третьих, острой проблемой остается ситуация в области **инфорсмента**, тесно связанная с корпоративными конфликтами. Формирование правового поля для цивилизованной смены собственников является бессмысленной затеей при отсутствии инфраструктуры и политической воли исполнения законодательства.

К концу 90-х гг. Россия «по степени охвата» своего хозяйственного законодательства фактически вышла в группу лидеров (экспертная оценка «4-», Болгария, Чехия, Венгрия, Польша, Румыния, Литва, Хорватия – оценка «4», промышленно развитие страны – оценка «4+»)¹. Гораздо большее отставание сохраняется по показателю «эффективности» хозяйственного законодательства (экспертная оценка «2», у лидеров – «3-4»). В итоге по данной классификации Россия занимает промежуточные позиции среди стран с переходной экономикой.

Необходимость дальнейшего ужесточения инфорсмента на рынке ценных бумаг со стороны регулирующего органа очевидна. Об этом свидетельствуют в первую очередь объемы и количество различных видов нарушений. Так, среди наиболее типичных видов выявленных в 1998-1999 гг. правонарушений можно указать:

- выпуск в обращение ценных бумаг без их государственной регистрации;
- деятельность на рынке ценных бумаг лиц без соответствующей лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг;
- отсутствие реестра владельцев размещенных именных ценных бумаг;
- неправомерные отказы во внесении записей о переходе прав собственности или неправомерное внесение таких записей в реестр владельцев именных ценных бумаг специализированными регистраторами;
- осуществление операций с ценными бумагами без поручения их собственника или неосуществление таких операций при наличии поручения собственника;
- нарушения установленных процедур корпоративного управления акционерными обществами;
- нарушения установленного порядка раскрытия информации эмитентами ценных бумаг и профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

В рамках действующего законодательства существует целый ряд препятствий для проведения эффективного инфорсмента в интересах инвесторов и акционеров. Одной из типичных проблем инфорсмента является ограниченность возможностей регулирующего органа. Частично эта про-

¹ См.: Transition Report 1998. EBRD, 1998.

блема решена в 1999 г. с принятием закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ. В частности, среди наиболее важных новых положений следует отметить следующие права ФКЦБ: проводить публичные слушания, выдавать предписания, налагать штрафы, обращаться в суд с исками и заявлениями в целях защиты интересов частных инвесторов и государства.¹

Тем не менее проблема не решена окончательно. Система санкций за нарушения на рынке ценных бумаг должна быть максимально гибкой с точки зрения степени жесткости наказания: наиболее мягкие – штрафы, средние – приостановка лицензий, отказ в регистрации документов, жесткие – меры уголовного характера. Последний блок пока остается за рамками легальных мер воздействия со стороны регулирующих органов.

* * *

Приватизация как элемент экономических реформ становится все менее актуальной. Это касается как системообразующей ее роли (актуальной для первой половины 90-х гг.), так и бюджетной ориентации приватизационных продаж (с разной степенью успеха доминирующей во второй половине 90-х гг.). Этот процесс падения роли приватизации в развитии переходной экономики проявился, в частности, в возросшей в 1999 г. активности критики применявшихся моделей (объектом жестких нападков вновь стала не только российская модель массовой приватизации, но и бывшая некогда эталонной, с точки зрения Запада, чешская купонная схема).

С точки зрения дальнейших системных преобразований приватизация со всей очевидностью уступила место вопросам корпоративного управления и реструктурирования приватизированных предприятий. С точки зрения пополнения доходов бюджета (с 1999 г. – финансирования бюджетного дефицита) на первый план выходят задачи рационализации использования и повышения эффективности управления государственной собственностью. Наконец, инвестиционная составляющая приватизационных сделок традиционно близка к нулю. Более того, многие сделки с инвестиционными условиями в 1999-2000 гг. стали по разным причинам объектом расследования на предмет возврата пакетов акций в собственность государства.

¹ Вместе с тем необходимость такого специального законодательного акта остается дискуссионной с точки зрения формирования общей структуры правовой базы рынка ценных бумаг (при определенных политических условиях эта проблема могла быть решена через поправки к действующему закону «О рынке ценных бумаг»). Следует также заметить, что аналогичные поправки должны быть внесены и в Кодекс об административных правонарушениях для придания им «постоянного» характера.

По данным Мингосимущества РФ, на 1 января 2000 г. в сектор приватизированных предприятий входили около 130 000 предприятий (58,9% от общего числа предприятий РФ к моменту начала приватизации). Одновременно по итогам приватизации 1992-1999 гг. в распоряжении государства осталось значительное количество пакетов акций предприятий (3100 закрепленных с учетом «золотой акции» и 7 000 – 8 000 непроданных), проблема продажи которых стала ключевой для собственно приватизационной политики 1995-1999 гг.

Замедление приватизационного процесса связано со многими объективными и субъективными факторами. Наиболее существенным является отсутствие спроса на большинство продаваемых «остаточных» пакетов (в силу отсутствия интереса к данным хозяйственным объектам в принципе, либо в силу уже установившихся на конкретном предприятии формальных и/или неформальных полюсов корпоративного контроля). Объективной доминантой продолжающихся приватизационных продаж являлись мотивы установления (завершения консолидации) контроля, типичные для постприватизационного периода во всех странах с переходной экономикой. Нерешенность проблем с земельными участками, незавершенными объектами, мобилизационными мощностями, наличием большого числа госпакетов акций (фактически неуправляемых) приводили к дополнительному замедлению приватизационного процесса и снижению цены совершавшихся сделок.

Следует заметить также, что в регионах существуют две сдерживающие приватизационный процесс тенденции: с одной стороны, невыполнение принятых в последние годы решений о приватизации, с другой стороны, стремление региональных властей установить контроль над максимально возможным числом предприятий региона, в том числе находящихся в федеральной собственности.

Объективным негативным фактором стало развертывание кризиса на финансовых рынках в 1997-1998 г., что также снижало эффективность приватизационных сделок, наиболее важных для бюджета. С учетом падения привлекательности для инвесторов нефтяных компаний в условиях неблагоприятной мировой конъюнктуры возможности бюджетной ориентации приватизационной политики были (по крайней мере, до середины 1999 г.) особенно ограниченными.

Принятие нового Закона "О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества РФ" (N 123-ФЗ, подписан Президентом РФ 21 июля 1997 г., вступил в силу со 2 августа 1997 г.) не стало весомым стимулом для ускорения приватизации в 1998-1999 гг. Одним из сдерживающих факторов является непринятие Государственной Думой проекта закона «Об утверждении государственной программы приватизации государственного имущества в РФ».

Существенно также, что в 1999 г. впервые доходы от приватизации (табл. 1) не включены в доходную часть федерального бюджета, а отнесены к источникам финансирования бюджетного дефицита. Это позволяет избегать жесткой бюджетной ориентации при принятии решений о сделках, в большей степени учитывая реальную конъюнктуру.

Два последних соображения (одобрение списков предприятий в обход Государственной Думы и обеспечение возможности финансового маневра в отношении конкретных объектов) привели к появлению сразу 3 списков потенциальных объектов продаж в 1999 г. В первом списке оказались некоторые крупнейшие АО («ЛУКОЙЛ», «Газпром», «Аэрофлот»), во втором – пакеты перспективных предприятий, которые в совокупности могут внести весомый вклад в бюджет (около 60 предприятий, включая нефть и металлургию), в третьем – порядка 1200 остаточных пакетов акций мелких и средних предприятий для продажи региональными отделениями РФФИ.

Таблица 1

Приватизация в 1995-1999 гг.

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Количество приватизированных предприятий	6000	5000	3000	2583	595	-
Утвержденный бюджет	4,991 трлн ^а	12,3 трлн	6,525 трлн	8,125 млрд ^{сд}	15 млрд ^{сф} (всего 18,5)	18 млрд ^с (всего 23,7)
Фактически получено	7,319 трлн	1,532 трлн	18,654 трлн ^б	14,005 млрд ^с	8,33 млрд ^с (всего 17,3)	-
Дивиденды по федеральным пакетам акций	115 млрд	118 млрд	270,7 млрд	574,6 млн	6,15 млрд	План 3,5 млрд

^а – утвержденный бюджет скорректирован в декабре 1995 г., фактический доход на 70,8% был обеспечен залоговыми аукционами.

^б – в том числе 1,875 млрд долларов от продажи акций холдинга «Связьинвест».

^с – только от продажи имущества.

^д – скорректирован до 15 млрд руб. в апреле 1998 г. (на уровне правительства).

^е – в т.ч. 12,5 млрд руб. от продажи 2,5% акций РАО «Газпром».

^ф – не включено в доходную часть бюджета.

В 1999 г. фактический совокупный доход от приватизации составил (при плановом в 18,5 млрд рублей) 17,3 млрд рублей.

Доход от продажи предприятий (акций) оказался почти в 2 раза ниже запланированного: 8,33 млрд против 15 млрд в плане на 1999 г. Формально эта сумма оказалась существенно меньше в силу отказа правительства от продажи ряда пакетов (25% + 1 акция «Роснефти», 19,68% акций «Славнефти», мелкие пакеты акций «Газпрома» и РАО «ЕЭС России», 25% – 2 акции «Связьинвеста»). Указанные несостоявшиеся продажи могут быть перенесены на 2000 г.

В итоге полученные от продаж средства были обеспечены (как и в прошлые годы) несколькими состоявшимися индивидуальными сделками.

29 октября 1999 г. состоялся коммерческий конкурс с инвестиционными условиями по продаже 9% акций «ЛУКОЙЛа» (Распоряжение Правительства РФ № 1423-р). Инвестиции должны были быть использованы на «...разработку и внедрение системы для уменьшения незапланированных потерь дочерних предприятий». Стартовая стоимость пакета определена в 200 млн долл., стоимость инвестиционной программы – 240 420 509 долл. В итоге совокупная стартовая стоимость 1 акции была равна 6,55 долл. (котировка РТС на тот момент – 7,5 долл.). Итоги конкурса оказались традиционными: победила кипрская офшорная компания, превысившая стартовую цену на 5000 долл. (ее формальный конкурент – также кипрская офшорная компания – ошибся, увеличив цену пакета лишь на 1000 долл.). Фактический доход государства составил 3 доллара на каждую проданную акцию.

Такие результаты почти со 100-процентной уверенностью позволяют говорить о продолжении стратегии самовыкупа эмитентом (вариант – уступка пакета американским партнерам). Остающиеся в собственности РФ 16,6% акций могут быть проданы различными способами уже в 2000 г. (возможно – с сохранением «золотой акции»). Рассматриваются также планы продажи этих акций на фондовых биржах за рубежом.

На спецаукцион для портфельных инвесторов 29 ноября выставлен также 1% акций компании (совокупная стартовая стоимость 46 млн долл., или 170 рублей за 1 акцию при рыночной цене 250 рублей). При наличии 29 заявок от физических и юридических лиц продано в совокупности 0,647% уставного капитала компании на сумму 820,8 млн рублей.

Другой крупнейшей сделкой 1999 г. стала продажа 49,806% акций ТНК (Указ Президента РФ № 1413). Стартовая цена определена в 66,7 млн долл., инвестиционная программа – 185,256 млн долл. (в итоге совокупная стоимость 1 акции определена в 0,16 долл., рыночной котировки нет). Набор требований к потенциальному покупателю (включая приобретение 55,5% акций Рязанской нефтеперерабатывающей компании) по-

звolyет предположить, что, как и в случае с "ЛУКОЙЛом", сделка готовилась под конкретного покупателя, связанного с частными владельцами контрольного пакета акций ТНК.

Это вполне закономерно, ибо специфика российского рынка такова, что при наличии четкого контроля в компании стратегические инвесторы, как правило, не стремятся к покупке неконтрольных пакетов (тогда как для портфельных инвесторов такой пакет также неприемлем). Известны также текущие проблемы ТНК, прямо влияющие на стоимость холдинга: необходимость крупных инвестиций в Самотлорское месторождение (3/4 текущей добычи), утрата мажоритарного контроля в ряде дочерних компаний (которые не выплачивали дивиденды в силу финансовых проблем и были вынуждены конвертировать привилегированные акции в голосующие) и др. Существующие акционеры в такой ситуации могут вступить в торг с государством в целях максимального занижения стоимости приватизационной сделки. В то же время государство отнюдь не обязано в этих условиях принимать навязываемые условия и может отложить продажу.

Итоговая цена пакета акций (при подведении итогов конкурса 22 декабря 1999 г.) составила около 90 млн долл. Победителем стала компания, представляющая интересы акционеров ТНК. Возможно, что такое увеличение цены пакета против стартовой может быть связано с неожиданной попыткой «СИДАНКО» участвовать в конкурсе для радикального отражения агрессии ТНК. В этой связи интересен отказ МАП РФ представителю группы «Интеррос» в отношении предварительного согласия МАП РФ на покупку пакета. Такой отказ можно интерпретировать и как эффективное средство в корпоративной борьбе.

Другие доходы от государственной собственности, тем не менее, оказались существенно выше запланированных (8,99 млрд рублей против 3,5 млрд). Так, в соответствии с федеральным бюджетом на 1999 г., дивиденды по акциям в государственной собственности должны были составить 1,5 млрд, фактически получено 6,15 млрд рублей. Поступления от аренды федеральной недвижимости составили 2,165 млрд рублей (при плане 2 млрд). Доход от использования собственности РФ за рубежом составил 315 млн рублей (против 200 млн по плану).

Очевидно, вместе с тем, что успехи по получению дивидендов связаны с возможностью целевого давления на крупнейшие компании. В 1999 г., в частности, была расширена и база для данного источника: дивиденды государству пришлось выплатить 600 АО против 200 в 1998 г. Рационализировать доходы от федеральной недвижимости в России и за рубежом гораздо труднее, хотя бы в силу ее распыленности и трудностей учета фактических бенефициаров.

В 2000 г. остается немало проблем, связанных с приватизацией. Они могут доставить беспокойство в первую очередь тем инвесторам, которые относятся к реальным аутсайдерам или «добросовестным приобретателям». Среди этих проблем можно выделить особенно актуальные:

- уже упомянутая выше опасность реприватизации в России в целом как фактор снижения инвестиционной привлекательности страны (в частности, в 1999 г. неофициально называлась цифра порядка 40% предприятий (от общего числа), приватизированных с нарушениями законодательства);

- отсутствие нормативно-правовой базы для национализации (где, с точки зрения инвестора, должны быть описаны процедуры компенсации инвесторам и процедуры защиты интересов добросовестных приобретателей с учетом уже состоявшихся многократных перепродаж);

- необходимо закрепление двойственного подхода к рассмотрению нарушений при приватизационных сделках: (1) бессрочное применение наказаний (в том числе уголовного характера) за выявленные и доказанные правонарушения должностных лиц и их контрагентов; (2) обеспечение абсолютного принципа «неприкосновенности» собственности добросовестного приобретателя (что адекватно невмешательству государства в сложившуюся структуру собственности). Единственной альтернативой может быть лишь абсолютная компенсация потерь добросовестного приобретателя;

- отдельной проблемой является неформально принятый для приватизационных сделок 10-летний срок исковой давности (на основе ст. 181 Гражданского кодекса РФ, видимо, есть необходимость сокращения и законодательной фиксации срока предъявления иска о применении последствий недействительности ничтожной сделки);

- при большинстве приватизационных сделок остается актуальной проблема их прозрачности (т.е. для аутсайдеров нет понимания условий инвестиционного процесса);

- продажа миноритарного (до 25%) пакета акций (особенно для иностранных инвесторов) во многих случаях ограничена возможностями последующего влияния на принятие решений в компании;

- сохраняется дискриминация в отношении инсайдеров и аутсайдеров в условиях продажи тех или иных пакетов акций (к примеру, по оценке Brunswik Warburg, условия продажи 9% акций «ЛУКОЙЛа» в 1999 г. носили явно дискриминационный характер для аутсайдеров, так как с учетом инвестиций им предлагалось заплатить минимум 6 долларов за акцию против 3 долларов для инсайдеров. Аналогично можно интерпретировать и продажу акций ТНК, и многие другие сделки прошлых лет);

- сохраняется дискриминация в отношении инсайдеров и аутсайдеров с точки зрения степени строгости мер воздействия за невыполнение условий приватизационных сделок;

- сохраняются проблемы, связанные с дуализмом принятия приватизационных решений и управления государственной собственностью, заложенные еще в 1991 г. при создании Госкомимущества и РФФИ. Так, Мингосимущества РФ в 1999-2000 гг. пытается найти себе новые сферы деятельности (инициируя проекты подчинения ФСФО, ФКЦБ, оценочной деятельности и др.). РФФИ видит себя в перспективе неким государственным инвестиционным банком с правом ведения операций на фондовом рынке, степень оправданности существования которого довольно неясна.

Каковы перспективы приватизационной политики?

Видимо, в качестве программного документа на ближайшие годы можно рассматривать «Концепцию управления государственным имуществом и приватизации в Российской Федерации» (утв. Постановлением Правительства РФ № 1024 от 9 сентября 1999 г.). Более того, высока вероятность, что данный документ станет определяющим и для периода до 2010 г. (как в силу его одобрения наиболее вероятным кандидатом в президенты, так и в силу очевидной невозможности дополнить его радикально по существу). Общие цели и принципы приватизации носят традиционно декларативный характер, но предлагаемые новые подходы к организации продаж заслуживают внимания. В частности:

- дифференцированный подход к приватизации предприятий в зависимости от их ликвидности ((а) высоколиквидные предприятия приватизируются исходя из необходимости соблюдения баланса между размером привлекаемых инвестиций и размером средств, поступающих в бюджет, с учетом их реальной ценовой оценки, максимально приближенной к мировому уровню; (б) низколиквидные предприятия могут быть проданы «эффективным собственникам» по минимальной цене при наличии бизнес-плана и реализации мер контроля за системой показателей деятельности предприятия);

- при приватизации высоколиквидных пакетов акций с ориентацией на значительные поступления средств в бюджет вознаграждение финансовых консультантов должно зависеть от величины полученных при приватизации средств;

- расширение инструментария приватизации: а) выпуск производных ценных бумаг, обеспеченных государственным имуществом, позволяющих размещать их на зарубежных рынках ценных бумаг (отсроченное право на приобретение акций, находящихся в государственной собственности); б) купля – продажа акций на биржевом и внебиржевом рынках в целях оптимизации участия государства; в) продажа

по результатам прямых переговоров с инвесторами, в том числе в случае признания аукциона (конкурса) несостоявшимся (при этом цена объекта должна быть не ниже его стартовой цены на несостоявшемся аукционе); г) продажа государственного имущества с рассрочкой оплаты под гарантии банков;

- принятие приватизационных решений на основе представленных потенциальными инвесторами долгосрочных планов развития предприятий и заключения приватизационных договоров, детально регламентирующих взятые инвестором на себя обязательства;

- предпродажная подготовка предприятий с привлечением финансового консультанта, аудитора, оценщика, юридического консультанта, консультанта по менеджменту;

- проведение коммерческих конкурсов с социальными условиями:

- определение оптимального количества унитарных предприятий (предположительно 1500-2000 против 13786 в 1999 г.) и их преобразование в АО (за исключением социально значимых случаев);

- продажа по минимальной цене объектов незавершенного строительства, зданий и сооружений, не используемых для государственных нужд, преимущественно в целях создания новых производств (при условии принятия новым собственником обязательств в соответствии с разрабатываемой системой контролируемых показателей);

- определение целесообразности создания вертикально интегрированных промышленных структур, использующих государственное имущество на основе доверительного управления;

- при наличии инвестиционных условий продажи преимущество для тех отраслей, где возможна быстрая отдача (при этом инвестиционные программы должны быть сжаты во времени до технологически приемлемого уровня).

Многие из указанных выше новаций потребуют внесения поправок в закон о приватизации (продажа через биржи, к примеру, 9% акций «ЛУКОЙЛа» по замыслу РФФИ, прямые продажи), поэтому в 2000 г. использование этих методов может оказаться под вопросом. Не менее затруднительно с правовой точки зрения выпускать производные ценные бумаги, обеспеченные государственным имуществом (необходимы поправки в бюджет, снятие противоречий между законом о приватизации и законом «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» и др.)

Традиционной проблемой как для приватизации, так и для государственного управления остаются также непроданные миноритарные пакеты акций (менее 25%). Уже в 1997-1998 гг. шла речь о массовом сбросе остаточных пакетов фактически бесплатно, однако их количество оста-

ется значительным. Предположительно, начиная с 2000 г. в отношении этих пакетов могут быть приняты следующие решения:

- внесение в уставный капитал других АО;
- увеличение государственного пакета акций до уровня не ниже блокирующего за счет внесения государственного имущества в уставный капитал общества или приобретения акций этого общества на вторичном рынке с последующей продажей пакета акций стратегическому инвестору;
- передача государственного пакета акций эмитенту либо субъекту Российской Федерации (муниципальному образованию) в счет бюджетного финансирования, обуславливая это погашением и в дальнейшем отсутствием задолженности по заработной плате, по обязательным платежам в бюджеты всех уровней и по другим параметрам;
- продажа государственного пакета акций по льготной цене работникам предприятий, в том числе в процессе создания народных предприятий.

Важнейшей предпосылкой для определения дальнейших целей приватизации является понимание того факта, что в России в настоящее время не существует объектов для какой-либо новой целостной приватизационной модели. Соответственно, речь может идти только о формировании новой концепции приватизации, которая была бы ориентирована на максимально полный охват различных аспектов (решение проблем) функционирования предприятий, преимущественно уже корпоратизированных и полностью и/или частично приватизированных.

Это означает также, что в силу высокой дифференцированности массива имеющихся объектов при собственно приватизации необходимо использование самых разнообразных подходов (их комбинаций), которые в подавляющем большинстве уже присутствуют в законодательстве РФ.

Фундаментальной целью является **оптимизация структуры собственности** (с точки зрения народнохозяйственных пропорций и на микроуровне) **в интересах обеспечения устойчивых предпосылок для экономического роста.** Бюджетные и социальные цели приватизации в сложившейся ситуации объективно должны носить производный характер, однако по отдельным группам предприятий могут взаимодополняться с указанной фундаментальной целью.

* * *

По состоянию на ноябрь 1999 г. в России насчитывается 13786 унитарных предприятий и 23099 учреждений. Российская Федерация является участником (акционером) в 2500 АО, где ее доля превышает 25% уставного капитала, представляющих базовые отрасли народного хозяйст-

ва (в том числе 382 АО – 100% акций, 470 АО – более 50% акций, 1601 АО – от 25 до 50% акций). Кроме того, в отношении 580 АО используется "золотая акция".

В федеральной собственности закреплены пакеты акций 697 АО, которые производят продукцию (товары, услуги), имеющую стратегическое значение для обеспечения национальной безопасности государства (перечень таких АО утвержден Постановлением Правительства Российской Федерации от 17 июля 1998 г. N 784 "О перечне акционерных обществ, производящих продукцию (товары, услуги), имеющую стратегическое значение для обеспечения национальной безопасности государства, закрепленные в федеральной собственности, акции которых не подлежат досрочной продаже". С учетом других актов в собственности РФ закреплены акции 847 АО.

Дивиденды по федеральному пакету акций составили в 1998 году – 574,6 млн рублей, в 1997 году – 270,7 млн рублей, в 1996 году – 118 млн рублей, в 1995 году – 115 млн рублей (в масштабе цен 1998 года).

В настоящей работе нет возможности подробно проанализировать все аспекты проблемы управления государственной собственностью. Ниже мы ограничимся кратким описанием существующих инструментов и оценкой их эффективности.¹

В качестве основного элемента государственной политики в данной области можно выделить *институт государственных представителей*. Указ Президента РФ «О некоторых мерах по обеспечению государственного управления экономикой» № 1200 от 10 июня 1994 г. предусматривал: (1) рамочные требования к контракту между правительством (федеральным органом) и руководителем федерального государственного предприятия; (2) рамочные требования к представителям интересов государства в АО. Эти представители были разделены на две категории: (1) государственные служащие; (2) иные граждане РФ (по договору на представление интересов государства в АО).

Их примерное число в настоящее время составляет 2000 человек, из них 92% процента – работники федеральных органов исполнительной власти, 8% – работники различных ведомств. Привлечение профессиональных менеджеров к управлению государственными пакетами акций носит единичный характер (основные причины – неурегулированность оплаты их деятельности, сложный механизм передачи пакетов акций в доверительное управление).

По имеющимся оценкам, этот институт не может быть признан эффективным по следующим соображениям: как правило, представитель-

¹ Использованы материалы всероссийского совещания «О системе управления государственным имуществом в Российской Федерации». М., ноябрь 1999 г.

ство в нескольких АО, отсутствие квалификации, отсутствие материальных (легальных) стимулов, отсутствие внятных (оформленных в договорах) целей представительства, отсутствие механизмов имущественной ответственности для снижения рисков государства, отсутствие отчетности о состоянии дел в АО и принятых решениях и др. При этом одинаковые требования предъявляются к АО с разными долями участия государства, хотя возможности влияния отнюдь не равнозначны.¹

Среди *инструментов*, ограниченно или селективно использовавшихся государством в 1992-1999 гг., можно указать:

- отдельные «стратегически» важные случаи (например, персональный трастовый договор по поводу 35% государственных акций «Газпрома»);

- коллегии государственных представителей в крупнейших холдингах;
- «укрепление» того или иного предприятия (холдинга) с государственным участием за счет вклада в его уставный капитал государственных пакетов акций других предприятий (угольные АО, «Связьинвест» и др.);

- передача государственного пакета акций в доверительное управление (нефть, уголь, электроэнергетика в 1992 г., общие «Правила передачи в доверительное управление закрепленных в федеральной собственности пакетов акций, созданных в процессе приватизации, и заключение договоров доверительного управления этими акциями» 1997-1998 гг.);

- передача пакетов акций в доверительное управление управляющим (центральным) компаниям ФПГ или в управление холдинговым компаниям (ФПГ «Русхим», РАО «Биопрепарат», «Носта-Газ-Трубы», АО «Росмьясмолторг», спецстроительство и др.);

- персональные назначения в Советы директоров постановлениями Правительства РФ или распоряжениями Президента РФ (РАО «Газпром», РАО «Норильский никель», нефтяные компании и др.);

- установление порядка голосования государственным пакетом акций на собраниях акционеров (в нефтяных компаниях – по постановлению Правительства РФ, в РАО «ЕЭС России» и АО «Росгазификация» – по решению коллегии представителей государства);

¹ Размывание федерального пакета, санкционированное государственным представителем, нанесло значительный ущерб государству. Это происходило и на ряде стратегически важных для обеспечения национальной безопасности предприятий: АО «НИИ «Дельта» (с 25,5% до 17%), «Иркутское авиационное ПО» (с 25,5% до 14,5%) в 1996 г., АО «Пермские моторы» (с 14,25% до 6,7%) в 1997 г. Разумеется, имеются и единичные примеры активного вмешательства представителей государства в деятельность курируемых предприятий. Так, в 1997 г. по их инициативе произошло смещение руководителей 22 АО самых различных отраслей, допустивших задолженность по зарплате и платежам в бюджет.

- переаттестация государственных представителей, выявление фактов голосования за размывание федерального пакета.

В сегодняшних условиях основные *претензии государства*, как акционера, к деятельности таких АО в принципе совпадают с претензиями других категорий акционеров. В основном они сводятся к следующему:

- непрозрачность деятельности как для рядовых акционеров, так и для государства;

- уменьшение доли «сторонних» акционеров в АО путем осуществления дополнительной эмиссии без их согласия в пользу «своих» инвесторов;

- перекачивание материальных и финансовых активов из материнской компании в дочерние, как правило контролируемые менеджерами или связанными с ними фирмами.

В *унитарных государственных предприятиях* (в том числе «квази-холдингах», имеющих дочерние унитарные предприятия) существуют свои специфические проблемы управления:

- отсутствует полный реестр унитарных предприятий, содержащий информацию об их активах и основных результатах финансово-хозяйственной деятельности;

- количество унитарных предприятий не соответствует возможностям государства по управлению ими и контролю за их деятельностью;

- отсутствуют четкие критерии необходимости создания и функционирования унитарных предприятий;

- основная деятельность предприятий не всегда отвечает интересам государства (многие остались в таком статусе в основном в силу низкой ликвидности имущества);

- функции по управлению унитарными предприятиями (равно как при осуществлении полномочий собственника) четко не разделены между федеральными органами исполнительной власти;

- организационно-правовая форма ряда унитарных предприятий, созданных до вступления в силу Гражданского кодекса РФ, не предусмотрена действующим законодательством;

- с большинством руководителей унитарных предприятий контракты не заключены, а имеющиеся не предусматривают ответственности руководителей. При этом трудовое законодательство, эффективно защищая права руководителей, создает значительные трудности для применения к ним мер ответственности за результаты деятельности предприятия;

- юридическая конструкция права хозяйственного ведения предоставляет субъекту такого права (реально – руководителю предприятия) широкий круг полномочий в отношении имущества собственника (включая самостоятельное управление финансовыми потоками и ис-

пользование прибыли).¹ Напротив, круг полномочий собственника определен исчерпывающим образом;

- не предусмотрено обязательное проведение периодических аудиторских проверок, что затрудняет контроль за их финансово-хозяйственной деятельностью.

На практике широкие полномочия руководителей унитарных предприятий, состоящие в отсутствии действенных инструментов и порядка управления, контроля и мотивации руководителей, приводят к переводу части финансовых потоков унитарных предприятий в фирмы-спутники, заключению инсайдерских сделок в интересах руководителей, к недополучению доходов в федеральный бюджет.

Неудивительно в этой связи, что Закон «О государственных и муниципальных предприятиях в РФ» (который должен дополнить соответствующие нормы Гражданского кодекса РФ) до сих пор не принят.

С принятием в 1997 г. нового закона о приватизации (ст. 20) предполагалось, что государственные унитарные предприятия могут преобразовываться в АО, 100% акций которых находится в государственной (муниципальной) собственности после проведения инвентаризации имущества и аудиторской проверки. Тем самым государство получает дополнительную возможность продавать определенное имущество, которая оставалась гипотетической при наличии права "полного хозяйственного ведения" унитарного предприятия.

Все вышесказанное со всей очевидностью свидетельствует о желательности достижения позитивных сдвигов в системе управления принадлежащей государству собственностью в рамках масштабной комплексной реформы всей системы управления государственным имуществом.² Политические и экономические ограничения такой реформы также хорошо известны.

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ХОЛДИНГИ В РОССИИ

Проблема возникновения, функционирования и правового регулирования холдинговых структур в российской экономике является одной из наименее проработанных. Первые холдинговые структуры возникли в

¹ Тем не менее в качестве причины бесконтрольного использования прибыли можно, видимо, указать и незаинтересованность (нежелание) государственных чиновников решить этот вопрос официально (в рамках устава). Такое право предоставлено им Гражданским кодексом РФ (ст. 294-295: собственник имеет право на часть прибыли).

² Определенные меры предусмотрены в «Концепции управления государственным имуществом и приватизации в Российской Федерации» (утв. постановлением правительства РФ № 1024 от 9 сентября 1999 г.).

современной России на рубеже 80-90-х годов.¹ По своему происхождению эти холдинги можно разделить на четыре большие группы:

- псевдо-холдинги, созданные на базе бывших министерств и ведомств СССР и России в интересах руководства последних в виде различных концернов, союзов, ассоциаций, и т.д. (для них были характерны неясная система отношений собственности, высокая степень централизации управления и низкая эффективность управления как наследство прежних бюрократических структур)²;

- промышленные холдинги, добровольно создававшиеся (а) в процессе развития горизонтальных связей между государственными предприятиями (для них характерны первоначально низкий уровень централизации управления, который возрастал по мере концентрации капитала, потребность в денежном капитале), (б) на базе государственных (научно-) производственных объединений или (в) в ходе выделения структурных подразделений;

- смешанные (производственно-финансово-торговые) холдинги, возникшие в том числе вокруг крупных государственных предприятий (для них характерны четкие отношения контроля по линии «материнская – дочерняя» компании);

- банковские, финансовые, биржевые холдинги (для них характерны попытки оптимизации управления накопленными денежными капиталами).

Классические «смешанные» холдинги (т.е. сочетание производственной деятельности и владения акциями дочерних компаний) по понятным причинам стали формироваться одновременно с корпоратизацией и приватизацией предприятий после 1992 года. Финансовые («чистые») холдинги в классическом понимании (т.е. только участие в акционерном капитале) получили развитие в России уже после массовой приватизации. Прежде всего они стали характерны для организации банковской экспансии в реальный сектор, по крайней мере до кризиса 1998 года.

¹ См., например: Radygin A.: «Spontaneous privatization: motivations, forms and stages». - In: Studies on Soviet Economic Development. Birmingham, 1992, Vol.3, N 5, pp. 341-347; Radygin A.: «Privatisation in Russia: Hard Choice, First Results, New Targets». London: CRCE-The Jarvis Print Group, 1995; Долинская В.В.: Акционерное право. М.: Юридическая литература, 1997..

² Первым известным примером псевдо-холдинга в виде акционерного общества (АОЗТ) на базе министерства является «Автосельхозмаш-холдинг», созданный в октябре 1991 года. Его возглавил бывший министр. Для этой структуры были характерны все типичные правовые коллизии того времени: наличие в его составе государственных предприятий всего бывшего СССР, право предприятий покупать акции холдинга, запрещение самому холдингу владеть имуществом предприятий и т.д. В целом к началу 1992 г. в России существовали около 3100 ассоциаций, 227 концернов, 189 союзов и 123 консорциума.

В этой связи необходимо, прежде всего, уточнить *предмет анализа*:

(1) стандартная интерпретация понятия «холдинг»¹ позволяет рассматривать в качестве государственного холдинга любую группу российских предприятий, в которых (а) имеется система отношений «материнская-дочерняя компании» и (б) в головном предприятии присутствует та или иная доля государства. На этой основе можно рассматривать подавляющее большинство приватизированных и государственных предприятий, не выделяя каких-либо специфических черт в контексте предмета данной работы.

(2) соответственно, для выделения *специфических* черт корпоративного управления в государственных холдингах необходима более узкая интерпретация. Ниже, как правило, термин «государственный холдинг» используется тогда, когда государство является единственным или доминирующим (блокирующим) собственником в «материнской» (головной) компании. Соответственно, предметом анализа могут быть два типа структур: крупные корпорации с закрепленным пакетом акций и унитарные предприятия с дочерними структурами (федеральные и региональные).²

Прежде всего необходимо выявление существующих *специальных правовых норм регулирования холдинговых структур*. Это даст возможность определить специфику их развития в рамках более общей проблемы корпоративного управления. На этой основе должны быть рассмотрены *конкретные типы государственных холдингов* и их особенности. В некоторых случаях имеет смысл иногда рассматривать и уже полностью частные холдинги. Дело в том, что практически все они изначально (до приватизации) являлись государственными, поэтому особенности их создания и последующего функционирования могут быть важны и для оценки роли государства. Напротив, государственные унитарные предприятия, имеющие дочерние унитарные предприятия, могут считаться классическими холдингами с большой долей условности.

Для оценки перспектив развития корпоративного управления в государственных холдингах России необходимо рассмотреть также общие

¹ См., например: Pearce D.W., ed.: MacMillan Dictionary of Modern Economics. London, 1992; Downes J., Goodman J.E.: Dictionary of Finance and Investment terms. New York, Barron's, 1991.

² Существуют также государственные холдинги в банковской и страховой сферах, которые не рассматриваются в этой работе. За пределами данной работы остаются также сопряженные проблемы приватизационной политики, перекрестной собственности, остаточных государственных пакетов акций, конвертации долгов предприятий в акции (с их возвратом государству) и некоторые другие технические вопросы. Также мы не рассматриваем изначально частные холдинги, создававшиеся вне приватизации.

подходы государства («принципала») к управлению имеющейся в его распоряжении собственностью. В первую очередь это касается оценки имеющегося инструментария и эффективности деятельности государства как «принципала» в рассматриваемых структурах.

Используемые в настоящей работе документы, факты и статистические данные приведены по состоянию до 1 декабря 1999 года. Несмотря на жесткий отбор источников данных, некоторые из них могут быть устаревшими или недостаточно объективными (в силу традиционных проблем информационной закрытости компаний или тривиального отсутствия данных).

Холдинги в российском законодательстве. Первое упоминание (но не определение) холдинга в российском законодательстве появилось в законе РФ «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в РФ» от 3 июля 1991 года (ст.8). Создание холдингов допускалось для содействия кооперации предприятий-смежников, за исключением монополизации производства продукции (работ, услуг).

Определение холдингов и правила их создания (в процессе приватизации, при доле государства не менее 25%) впервые сформулированы во «Временном положении о холдинговых компаниях, создаваемых при преобразовании государственных предприятий в акционерные общества» (утв. Указом Президента РФ №1392 от 16 ноября 1992 г. «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий»).

Холдинговой компанией признается предприятие, независимо от его организационно-правовой формы, в состав активов которого входят контрольные пакеты акций других (дочерних) предприятий. При этом под контрольным пакетом акций понимается любая форма участия в капитале, которая дает безусловное право принятия (отклонения) определенных решений в органах управления АО (в т.ч. «золотая акция», право «вето», право назначения директоров и др.). Создание холдингов и дочерних компаний осуществляется в форме ОАО. Дочерним предприятиям запрещено владеть акциями холдинговой компании (включая залог и траст).¹

Создание холдинговых компаний допускается в четырех случаях: при реорганизации крупных предприятий с выделением подразделений в дочерние компании, при объединении пакетов акций юридически самостоятельных предприятий (в целях сохранения хозяйственных связей и единой политики), при учреждении новых АО, при акционировании объ-

¹ Введено также понятие «финансовой холдинговой компании» (50% ее капитала составляют ценные бумаги других эмитентов и иные финансовые активы, деятельность ограничена инвестициями).

единений, ассоциаций, союзов и других аналогичных структур управления предприятиями.

При этом возможны два варианта создания холдинга: «добровольный» и «сверху». В первом случае предприятия (с согласия государства и «трудовых коллективов») добровольно объединяют пакеты акций в холдинге. Примером может служить создание холдинга «Мостекс» на базе бывшего концерна текстильной промышленности, в который входили предприятия по территориальному принципу. Поводом для объединения стала необходимость формирования сырьевой базы (хлопка). Второй вариант предусмотрен для крупнейших предприятий (объединений), приватизация которых ограничена или необходимо сохранение влияния государства (ТЭК, ВПК, связь, лесопромышленный комплекс и др.).

В Гражданском кодексе РФ (действует с 1 января 1995 г.) нет понятия «холдинг» как самостоятельного субъекта по концептуальным соображениям. Вместе с тем кодекс вводит понятие «дочернего общества» (ст. 105), для которого характерны: наличие в его уставном капитале преобладающего участия *основного общества*, либо наличие договора, либо иные способы, с помощью которых основное общество может определять решения касательно дочернего общества. Описанная система отношений наиболее близка понятиям «холдинг» в США и «концерн» в Германии.¹

Принципиальное значение имеет установление ответственности основного общества (холдинга, в т.ч. государственного) в следующих случаях: солидарная ответственность по сделкам дочернего общества (если они навязаны основным обществом), субсидиарная ответственность по долгам дочернего общества при банкротстве (если оно вызвано основным обществом), право участников дочернего общества требовать возмещения убытков, причиненных по вине основного общества. При этом дочернее общество не отвечает по долгам основного.

Применительно к государственным унитарным предприятиям с правом хозяйственного ведения (ст. 113) допускается создание «дочерних предприятий». По оценкам, это предприятие не является особым видом коммерческих организаций или унитарных предприятий. Оно не является собственником своего имущества, а получает на него ограниченное вещное право хозяйственного ведения. Его особенность в том, что такое предприятие-несобственник имеет своим учредителем другое предприятие-несобственника.² Открытым (с точки зрения права РФ) является во-

¹ В ст. 106 описывается также «зависимое общество» (если другое владеет более чем 20% его акций). Эта норма имеет лишь информационное значение.

² Брагинский М.И. и др.: Комментарий части первой Гражданского кодекса РФ для предпринимателей. М., Правовая культура, 1995, с. 145.

прос о правомочности унитарных предприятий участвовать в хозяйственных обществах.

Закон РФ «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» (от 22 марта 1991 г., редакция 6 мая 1998 г.) вводит понятие «*группы лиц*» (группа юридических и (или) физических лиц, которые совместно, прямо или косвенно, через собственность или различные договоры, контролируют принятие решений в органах управления конкретного юридического лица). Предварительное согласие антимонопольного органа (ст. 18) необходимо, в частности, при покупке лицом (группой лиц) свыше 20% голосующих акций¹ или при приобретении прав, позволяющих определять условия деятельности хозяйственного субъекта.

Необходимо заметить, что эти требования подчинены лишь выявлению факта «угрозы конкуренции» (установления монопольного положения на рынке), и все сделки рассматриваются только в этом ключе. Тем не менее реальные управленческие и имущественные взаимосвязи предприятий (включая приобретение крупных пакетов акций, поглощения и др.) отнюдь не всегда направлены на монополизацию рынков.

Некоторые нормы, связанные с фактическим регулированием образования и деятельности холдинговых структур, существуют также в других нормативных актах:

- закон РФ «Об акционерных обществах» от 24 ноября 1995 г. (дочерние и зависимые общества, правила поглощений и крупных сделок);

- закон РФ «О финансово-промышленных группах» от 30 ноября 1995 г. (способы образования центральных компаний ФПГ, участие государства);

- Налоговый кодекс РФ (ст. 20, взаимозависимость лиц для целей налогообложения начиная с 20-процентного порога участия в имуществе);²

- Нормативные акты ФКЦБ России 1996-1999 гг. (раскрытие информации по участию в капитале других обществ, по аффилированным лицам и др.);

- Нормативные акты Центрального банка России 1998-1999 гг. (консолидированная отчетность участников банковской группы) и др.

Отдельное место занимают многочисленные нормативно-правовые акты 1992-1999 гг., регулирующие конкретные вопросы управления государственными пакетами акций, унитарными предприятиями и создание холдинговых компаний (по названию или по сути, для отдельных пред-

¹ Ранее при покупке 15% акций требовалось уведомление Министерства финансов.

² Идея «консолидированной группы предприятий» в целях налогообложения (с долей участия в капитале друг друга не менее 80%) не вошла в окончательный вариант Налогового кодекса РФ.

приятий или отраслей) по индивидуальным схемам. Некоторые из них будут кратко рассмотрены ниже при анализе типов холдингов.

Типы и особенности государственных холдингов. Объективные причины возникновения холдингов (равно как и других форм корпоративных связей) связаны с разрывом производственно-хозяйственных связей после распада СССР, ликвидацией отраслевого управления промышленностью и фактическим прекращением финансирования реального сектора со стороны госбюджета. Последствиями этого стали разрыв технологической цепи производства, разбалансированность деятельности по стадиям жизненного цикла продукции (НИОКР, производство, маркетинг и сбыт), кризис источников финансирования предприятий.

Как уже отмечалось выше, под видом холдингов сохраняются также бывшие министерства (их подразделения), поэтому часто холдинг воспринимается как модифицированный элемент административной системы государственного управления. Вместе с тем основной объективной причиной их развития в России стала естественная «защитная» реакция предприятий на исчезновение прежней привычной среды и сложившихся связей.

Общие преимущества холдинговой структуры хорошо известны: возможность контроля капиталов, существенно превышающих капитал материнской компании; обеспечение условий вертикальной (горизонтальной) интеграции предприятий; экономия на торговых операциях; контроль за ценами; консолидация предприятий (финансовой отчетности) в отношении налогов; оптимизация производственных мощностей; централизация участия в капитале других фирм; проникновение на товарные рынки; оптимизация стратегии, финансов, управления крупных компаний; манипуляции с ценами акций материнской и дочерних компаний; ликвидация разрушительной конкуренции; возможность взаимоотношений компаний холдинга как юридических лиц; сохранение формальной независимости дочерних компаний для престижа их менеджеров; большая устойчивость к воздействию внешних факторов и др.

Тем не менее необходимо заметить, что вхождение в холдинговые структуры (частные или смешанные) привлекает отнюдь не все предприятия. Имеющиеся данные о структуре собственности российских корпораций в 1994-1999 гг. свидетельствуют о крайне низкой доле холдингов в уставном капитале «рядовых» российских корпораций¹. По данным опроса 160 предприятий в 1996 г., лишь 11% отметили привлекательность

¹ Radygin A. «Securities Markets Development and its Relationship to Corporate Governance in Russia». Paris, OECD: DAF/ME/EW (96)25, 1996.

Radygin A.: Ownership and Control in the Russian Industry. OECD/World Bank Global Corporate Governance Forum. OECD, 1999.

холдинговых структур¹. Для одних это связано с отсутствием капитала для покупки акций, для других – с нежеланием стать дочерней фирмой, для третьих – с трудностями регистрации холдинга в нескольких ведомствах. Большинство предприятий ориентируется на более «мягкие» формы сотрудничества. Холдинг как форма отношений между предприятиями в наибольшей степени характерен для тех предприятий, которые (а) находятся на стадии «стабилизации» или «роста», (б) принадлежат к отраслям с относительно высокой рентабельностью или с четкой вертикальной интеграцией производства.

Необходимо упомянуть также целый ряд специфических побудительных причин формирования холдинговых структур: захват и контроль финансовых потоков, контроль и перераспределение государственной собственности, вывоз капитала за границу, политические и бюджетные интересы федеральных и региональных властей и др. Это в равной степени касается и государственных холдингов.

Рассмотрим теперь основные типы государственных холдингов, которые формировались в России в 90-е гг.²

(1) Первый тип структур наиболее прост и очевиден. Речь идет о *государственных предприятиях, которые были преобразованы в ОАО без предварительной реорганизации и/или принудительной интеграции в более крупные структуры*. Их контрольные (крупные) пакеты акций закреплялись в государственной собственности. Сюда можно отнести и компании, в уставной капитал которых включалась "золотая акция", дававшая государству определенные возможности влиять на деятельность АО, а также АО с остаточными пакетами акций в собственности государства. Формирование холдинга шло спонтанно «снизу» путем выделения подразделений, учреждения и покупки дочерних компаний.

(2) Второй тип холдинговых структур представлен крупнейшими компаниями (в основном монополистами), которые создавались *по специальным решениям*.

Первыми из них осенью 1992 г. были учреждены РАО "ЕЭС России" и РАО "Газпром". Их уставный капитал формировался за счет внесения в него всего капитала (имущества) целых государственных предприятий, в данном случае крупнейших производителей электроэнергии и газа, а также контрольных пакетов акций дочерних АО. Для всех них РАО "Газпром" и "ЕЭС России" становились холдинговыми компаниями.

¹ Винслав Ю. Об основных тенденциях организационного развития приватизированных предприятий. – В: Российский экономический журнал, 1996, № 10, с. 16-22.

² См. также ИЭПП: Проблемы повышения эффективности управления государственной собственностью, развитие корпоративного управления в России и рекомендации по его совершенствованию. Доклад для Министерства экономики РФ. Декабрь 1998.

В электроэнергетическом холдинге РАО «ЕЭС России» среди ключевых проблем корпоративного управления необходимо отметить контроль за региональными компаниями и отношения холдинга с местными властями. Многие дочерние компании холдинга в 90-е гг. стали примером дискриминации прав акционеров. В этой связи можно отметить предложение РАО «ЕЭС России» своим 45 (из более 80) дочерним региональным электроэнергетическим компаниям привести в соответствие с законом «Об акционерных обществах» отдельные положения их уставов (октябрь 1998 г.). В частности, противоправной и дискриминационной в отношении акционеров является норма, согласно которой увеличение доли акционера более 1% голосующих акций требует предварительного согласия Совета директоров. Известна также попытка дискриминации прав иностранных акционеров холдинга в 1998 г. (ограничение их доли до 25% специальным законом).

В 1998-1999 гг. актуальной стала проблема перехода на угольное топливо для электростанций в силу возможных проблем с внутренними поставками газа. В этой связи появились проекты создания энергоугольных компаний путем интеграции предприятий электроэнергетики и угледобычи (пока там, где она ведется открытым способом). Первенцем данного направления является компания «ЛуТЭК» (Приморский край, работает), «БурТЭК» (Бурятия, проект), «УралТЭК» (Челябинская область, проект). Рассматриваются также проекты создания энергометаллургической компании (слияние Саяно-Шушенской ГЭС с группой «Сибирский алюминий»).

Применительно к РАО «Газпром» приведем лишь отдельные примеры, связанные с успешной лоббистской деятельностью «окопавшегося менеджмента» (*intrenched management*):

- 20 января 1999 г. Государственная Дума приняла во втором чтении проект закона РФ «О газоснабжении в РФ». В частности, предусматривается закрепление в государственной собственности только блокирующего пакета РАО 25% плюс 1 акция, а доля нерезидентов устанавливается в размере 25% минус 1 акция (против 9% по указу Президента РФ № 529 от 28 мая 1997 г.). Это, безусловно, отвечает интересам РАО: чем ниже доля государства, тем меньше рычагов давления и влияния государства в Совете директоров. Прочие же акционеры РАО аффилированы, подконтрольны, распылены или являются стратегическими партнерами. Более того, ст. 15 проекта запрещает разделение «единой системы газоснабжения», что означает невозможность реформирования РАО как естественной монополии;¹

¹ Тем не менее, в 1999 г. 17 дочерних транспортных предприятий «Газпрома» преобразованы в ОАО с собственной отчетностью, с выведением всех непрофильных

- некоторые источники отмечают, что в качестве меры политического давления (против попыток смены высших менеджеров и реорганизации) «Газпром» рассматривал потенциальную возможность продажи части акций, контролируемых РАО, и использования этих средств в предвыборной борьбе (по оценкам, менеджеры РАО контролируют около 7% акций, само РАО – около 15%);

- блокирование в Государственной Думе поправок к закону «Об акционерных обществах» (суть которых состоит в изменении процедур корпоративного управления в пользу миноритарных акционеров) и др.

В нефтяной отрасли процесс институциональных преобразований начался с создания отдельных добывающих корпораций и их приватизации в 1992-1993 гг. Затем государственные пакеты акций объединили в соответствующих холдингах и провели новую приватизацию созданных структур в 1995-1997 гг. В их уставной капитал включались контрольные пакеты акций предприятий, ранее входивших в эти объединения, а также пакеты акций предприятий нефтепереработки и нефтепродуктообеспечения. Особое место среди них заняли крупнейшие нефтяные компании «ЛУКОЙЛ», «ЮКОС», «Сургутнефтегаз» и компании по транспортировке нефти («Транснефть») и нефтепродуктов («Транснефтепродукт»), уставный капитал которых формировался за счет внесения контрольных пакетов акций АО, созданных на базе уже целых объединений предприятий.

Покупатели «второй волны», получившие мажоритарный контроль в холдингах, неизбежно вступали в конфликт с миноритарными держателями акций – покупателями «первой волны». По оценкам, в нефтяной отрасли создание «эффективных собственников» было задержано в связи с этим минимум на 3 года. Некоторым исключением, видимо, стала НК «ЛУКОЙЛ», перешедшая на единую акцию еще в 1995 г. Этот конфликт «двух приватизаций» стал одним из символов корпоративных войн в России в 1997-1999 гг. и постоянным источником дестабилизации прав собственности.

Большинство этих компаний к 1999 г. стали частными. Структура некоторых нефтяных компаний неоднократно изменялась ввиду организационно-правовых реорганизаций и передела «влияний», происходивших по причине многостороннего лоббирования и принимавшего форму передачи закрепленных за государством пакетов акций отдельных предприятий из одной компании в другую. Известны также примеры попыток и смены руководства по финансовым и политическим мотивам («Газпром» и «Транснефть» в 1999 году).

структур. Предполагается, что эта реорганизация должна соответствовать требованиям «прозрачности», выдвинутым Всемирным банком.

(3) К третьему типу холдинговых структур можно отнести *государственные предприятия (компании)*, специально создававшиеся для управления закрепленными в федеральной собственности пакетами акций объединений и предприятий ряда отраслей.

Эти государственные компании, не являясь формальными собственниками капитала (подобно "Газпрому"), должны были осуществлять от имени государства функции холдинговых компаний по отношению к АО с государственным пакетом акций, занимаясь одновременно же и осуществлением государственной поддержки предприятий и промышленной политики. В качестве примера можно привести компании "Роснефть" (также реализации государственной доли углеводородов, получаемой по соглашениям о разделе продукции, генеральный заказчик НИОКР), "Росуголь" (также распределение бюджетных средств на поддержку дотационной угольной отрасли, строительство шахт, производство оборудования), "Рослеспром".

В 1995 г. госпредприятие "Роснефть" стало вертикально интегрированной нефтяной компанией в форме открытого акционерного общества, уставной капитал которого был сформирован из закрепленных в федеральной собственности пакетов акций 32 компаний, в доверительное управление "Роснефти" были переданы пакеты акций еще 98 компаний. Одновременно «Роснефть» стала символом неудачной «денежной приватизации 1998-1999 гг.», "Росуголь" также приобрел статус АО, а затем был ликвидирован.

(4) Особой разновидностью государственных холдинговых структур являются создаваемые специальными актами *холдинги с участием государственных предприятий*. В качестве примера можно привести ОАО «Промышленная компания «Антей» (51% у государства), при создании которого входящим государственным предприятиям и АО был придан статус дочерних.

«Холдинги» (квази-корпорации) с вхождением унитарных предприятий (с правом хозяйственного ведения) по своей сути не являются корпоративными. Они создаются, как правило, в ВПК для поддержания научного, производственного, экспортного потенциала в интересах достижения определенного уровня конкурентоспособности. Организационно последние структуры создаются следующим образом: головному предприятию передаются права собственника по отношению к входящим в «корпорацию» государственным предприятиям, которые становятся дочерними унитарными предприятиями. Одновременно головному предприятию передаются временно закрепленные пакеты акций АО, входящих в технологическую цепочку.

В ВПК идея организации отрасли в виде нескольких государственных концернов в настоящее время является доминирующей. Одним из первых шагов в 1999 г. может быть слияние с выпуском единой акции двух существующих холдингов по производству военных самолетов – ВПК МАПО (куда входит АНПК «МиГ») и АВПК «Сухой». В конце июня 1999 г. подписано постановление правительства РФ об объединении АНПК им. А.Н.Туполева и «Авиастар» (Ульяновск) с долей государства в новом холдинге 50% + 1 акция. Другой холдинг – Межгосударственная авиастроительная компания «Ильюшин» – организационно оформился лишь в декабре 1998 г. В настоящее время предполагается присоединение к нему Ташкентского авиационного производственного объединения имени В.П.Чкалова (Узбекистан). Создание и реорганизация холдингов в этой отрасли, по-видимому, еще займет определенное время.

(5) В качестве примера *«чистого» государственного холдинга* (и одновременно неэффективной стратегии управления) можно привести создание в 1995 г. ОАО «Российская металлургия». Уставный капитал этого холдинга был сформирован из 10-процентных пакетов акций нескольких российских металлургических АО, включая крупнейшие металлургические комбинаты в Череповце, Липецке, Магнитогорске, и некоторого другого имущества (включая ряд научных институтов и центров).

Предполагалось, что эти пакеты будут переданы новому АО в траст или приобретены за счет продажи 49% акций самой компании, а оставшиеся 51% останутся за государством. По имеющимся оценкам, реальной целью создания этого холдинга стала консервация пакетов акций для предотвращения их покупки «чужими» акционерами. Последующая ликвидация холдинга в 1997 г. служит еще одним примером неэффективной стратегии приватизации (попытка продажи 49% акций холдинга) в условиях уже относительно сформировавшейся структуры собственности (контроля) на большинстве металлургических предприятий.

Еще одним примером государственного финансового холдинга является «Связьинвест» (смешанные цели сохранения отраслевого контроля и бюджетных доходов через приватизацию). Вначале создавались и приватизировались региональные компании связи (а также «Ростелеком»), затем их контрольные пакеты акций (38%) передавались в «Связьинвест». В итоге в настоящее время в холдинге «Связьинвест» улучшение ситуации в области корпоративного управления является принципиальным для преодоления тенденций дезинтеграции и возможной продажи пакета акций в 2000 г. В частности, для усиления контроля за передачей имущества дочерних АО на балансы третьих лиц предполагается введение представителей крупнейших акционеров (прежде всего консорциума Mustcom Ltd.) в Советы директоров дочерних региональных компаний

электросвязи. Возможно также объединение наиболее прибыльных видов бизнеса в рамках отдельных дочерних компаний.

В 1998-1999 гг. между акционерами холдинга обсуждались также возможные варианты слияния самого холдинга «Связьинвест» с его дочерней компанией «Ростелеком» (50,67% акций у холдинга). В 1999 г. в устав холдинга внесены поправки в пользу миноритарных акций региональных компаний.

(6) Еще одной разновидностью государственных холдинговых структур являются *вновь создаваемые компании со смешанным капиталом*, в которые государство вносит определенный вклад. Это может происходить несколькими способами:

- при реализации инвестиционных проектов, эксплуатации недвижимости и оборудования, осуществления отдельных видов коммерческой деятельности;

- при приватизации предприятия путем внесения его имущества в качестве вклада в уставной капитал хозяйственных обществ (известны 2 случая в 1998 г.).

(7) Наконец, это внесение государственной собственности в *финансово-промышленные группы*. Закон о ФПГ не налагает каких-либо количественных ограничений на долю государственной собственности в ФПГ. Более того, указ Президента РФ № 141 от 1 апреля 1996 г. разрешает участникам ФПГ вносить государственное имущество в уставные капиталы центральных компаний ФПГ, сдавать это имущество в аренду и передавать в залог. Центральная компания ФПГ может получить в доверительное управление государственные пакеты акций.¹

Взаимодействие центральной компании ФПГ с дочерними унитарными предприятиями зависит от полученного от государства права собственника госимущества, с входящими АО – от права доверительного управления крупными государственными пакетами акций. В целом степень участия государства в собственности ФПГ весьма заметна, поэтому возникает острая проблема обеспечения баланса интересов государства и акционеров в деятельности ФПГ. Возможны следующие формы:

- представительство государства в совете управляющих ФПГ и в совете директоров (наблюдательном совете) центральной компании ФПГ;

- выработка жестких критериев для (а) оценки бюджетной эффективности при государственной поддержке и гарантиях для инвестиций

¹ В письме Госкомимущества РФ от 17 октября 1994 г. отмечено, что статус ФПГ несовместим со статусом холдинговой компании. При этом холдинговая компания не может быть участником ФПГ, если (1) в структуре ее капитала материальные активы составляют менее 50% и (2) доля государственной собственности в ее уставном капитале превышает 25%.

ФПГ, (б) передачи государственных пакетов акций в доверительное управление ФПГ.

Общие недостатки этих структур хорошо известны: тенденция к монополистическому (олигополистическому) поведению, дополнительные издержки на процедурные вопросы и ревизии входящих компаний, трудности контроля перераспределения ресурсов (активов) и доходов, тенденция к политизации, бюрократизации и др. Тем не менее для более глубокого понимания недостатков российских холдинговых структур необходимо учесть по крайней мере три обстоятельства:

- на этапе первоначальной и по сути внеэкономической реорганизации крупнейших государственных предприятий (*ex ante*) не было объективной возможности создать оптимальные рыночные управленческие структуры, ориентированные на экономическую эффективность;
- хроническая неспособность государственной власти управлять имеющейся собственностью сочетается с общими проблемами корпоративного управления и контроля в российских корпорациях;
- общая экономико-финансовая и политическая нестабильность 90-х годов.

Это привело к двум процессам, характерным для 90-х годов:

- постоянная реорганизация холдинговых структур (государственных, частных, смешанных), сопровождавшаяся нарушениями прав собственности, борьбой за контроль, передачей пакетов акций и др. При этом соображения экономической эффективности и рационального управления отнюдь не всегда были доминирующими. Формально следует различать мотивы реорганизации государственных (политика, лоббизм, уступка собственности разными способами, бюджет, давление МВФ, коррупция) и частных (оптимизация управления, поглощения, сброс убыточных компаний, избавление от «чужих» акционеров, экспансия, уход от налогов, вывоз капитала) холдингов, однако часто они пересекаются;

- использование холдинговой схемы (в том числе с государственным участием) для обслуживания узкогрупповых интересов государственных чиновников и частных структур, вывода финансовых ресурсов (оффшорные холдинги, трансфертные цены, центры прибыли вне формальных государственных холдингов, нарушения прав акционеров холдинга и дочерних компаний и др.). Кризис 1998 г. только усугубил эти процессы.

С точки зрения корпоративного управления важным во всех этих ситуациях является то, каким образом представлены интересы государства в органах управления холдингов, насколько эффективно осуществляются контрольные функции.

Основные выводы. К началу 2000 года в России насчитывается около 100 официально созданных холдингов с государственным участием. Оценивая в целом процесс создания холдинговых структур, можно согласиться с тем, что принудительная интеграция по указанию государства может считаться оправданной в отношении ТЭК, некоторых других отраслей (атомная энергетика, связь, ВПК), отдельных уникальных производств (например, Российская космическая компания «НПО «Энергия» имени академика С. П. Королева», авиационные холдинги вокруг основных конструкторских бюро).

Это позволило сохранить контроль (по крайней мере формальный) государства над крупнейшими естественными монополиями и некоторыми стратегическими производствами (отраслями), предотвратить распад традиционных хозяйственных связей, предотвратить полную деградацию уникальных научных разработок, сохранить управляемость в звене "предприятие-объединение" и в рамках единых производственно-технологических комплексов.

Вместе с тем возникают сомнения в том, насколько оправданным и отвечающим задачам перехода к рыночной экономике является создание таких структур в других отраслях экономики (строительство и производство строительных материалов, гражданское машиностроение, текстильная и легкая промышленность, оптовая торговля и т. п.). Как показывает практика, факторы (а) «добровольности» вхождения в холдинг и (б) экономической (управленческой) оправданности принимались во внимание отнюдь не всегда.

Важно также указать, что формирование новых структур такого типа (по мере приватизации) возможно преимущественно в ущерб существующим корпорациям, сложившимся отношениям собственности, правам акционеров. При переделе структуры собственности в существующих холдингах часто доминируют чисто политические решения. Степень значимости этой тенденции будет зависеть, таким образом, исключительно от прагматизма и здравого смысла исполнительной власти.

Принципиальной проблемой функционирования государственных холдингов в России является использование этих структур (прежде всего ТЭК) для (а) внеэкономических целей (выборы, финансирование определенных политических элит) и (б) сиюминутных (авральных) бюджетных решений. Следствием такого подхода (в сочетании с высоким уровнем коррупции) является общая неэффективность государства как собственника и, соответственно, минимальный доход от имеющихся активов.

Законодательство РФ – при всей детальности отдельных конкретных вопросов – не дает пока всеобъемлющей базы для регулирования холдингов в России. По всей видимости, необходимо принятие закона

РФ «О холдинговых компаниях» (или существенное расширение закона «О конкуренции...»). Фрагментарность законодательства не является единственной проблемой. На наш взгляд, необходимо решение следующих взаимосвязанных вопросов:

- отказ от доминирования «антимонопольного» подхода при регистрации сделок (при всей важности обеспечения конкуренции защита интересов акционеров, включая государство, не менее важна, что требует *более комплексного подхода*);

- ужесточение требований к прозрачности (организационной, финансовой, информационной) всей холдинговой структуры (группы);

- ужесточение требований по раскрытию информации о реальных собственниках (через цепочки аффилированных и перекрестных структур) и, что важнее, их ответственности;

- обеспечение контроля перераспределения ресурсов (активов) и реальных результатов деятельности в холдинге, который может наносить ущерб участникам холдинга;

- налогообложение в рамках холдинговой структуры.

Помимо комплексного развития законодательства о холдингах, необходимы еще следующие мероприятия:

- серьезная реформа управления государственной собственностью (инструментарий, объекты, инфорсмент);

- прозрачная приватизационная политика (в данном случае как фактор корпоративного управления);

- переход от системы «иерархических торгов» между государством и крупнейшими холдингами к жесткой бюджетной дисциплине;

- отказ от внеэкономических мотиваций при реорганизации, перераспределении собственности и финансов, смене высшего менеджмента в государственных холдингах.

Многие из этих рекомендаций могут показаться тривиальными или наивными с учетом российских реалий. Тем не менее в самом широком плане речь идет сегодня о глобальных путях развития организационно-управленческой структуры российской экономики.

© 2000 г.

Б. Гомелаури,

кандидат педагогических наук

(Педагогический университет имени Сулхан-Саба Орбелиани, г. Тбилиси)

ВОПРОСЫ АККРЕДИТАЦИИ ВУЗОВ

В ходе радикальных изменений, происшедших в социально-экономической жизни бывших социалистических стран, перехода на рыночные отношения иногда стали наблюдаться в различных сферах общественной жизни стихийные процессы. В этом отношении не оказалась исключением и высшая школа. В условиях отсутствия соответствующих защитных механизмов предоставление широких автономных прав и академических свобод университетам в ряде стран, в том числе и в Грузии, привело в известной мере к хаосу в системе высшего образования, что привлекло к себе внимание мирового сообщества, в частности, международных организаций.

В рекомендациях международной конференции ЮНЕСКО еще в 1993 г. в г. Орадея, а затем в 1998 г. в Париже, посвященной вопросам реформы высшего образования, одним из важнейших приоритетов реформы высшего образования всех посткоммунистических стран было признано создание системы регулирования качества, т. е. национальной системы аккредитации. «Определение процедуры аккредитации, – читаем в рекомендациях, разработанных конференцией 1993 года, – улучшение качества, установление стандартов и критериев оценки, формирование системы институциональной и программной аккредитации тесно связано с реформой высшего образования, с разработкой политики последней и формированием механизмов ее реализации»¹. Во всем мире, отмечено в этом же документе, по мнению лидеров государств, политиков, представителей частных корпораций и обществ, убедиться в качестве любого института, в том числе академических институтов, невозможно, если в них не созданы механизмы самооценки и самоконтроля... Без национальной системы аккредитации невозможно иметь реальное представление о системе высшего образования той или иной страны².

Необходимость в полноценных национальных системах аккредитации существует не только в посткоммунистических странах. Во многих странах мира, в том числе и в ведущих, заинтересованность в качестве высшего образования особенно возросла в последние два десятилетия.

¹ Policy Issues of Quality Assessment and Institutional Accreditation, Higher Education in Europe, Vol. XVIII, No. 3, p. 2-3.

² Там же, p. 5-7.