

**ПЕРЕВЯЗКИНА Анна Сергеевна**

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЙ  
КАК ФАКТОР ЭФФЕКТИВНОГО ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ  
АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ**

08.00.05. – «Экономика и управление народным хозяйством»  
(экономика, организация и управление предприятиями, отраслями  
и комплексами: промышленности)

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук



Сыктывкар 2005

Диссертационная работа выполнена на кафедре экономической теории и корпоративного управления факультета управления Сыктывкарского государственного университета.

- Научный руководитель:** доктор экономических наук, профессор  
**Шихвердиев Ариф Пирвелиевич**
- Научный консультант:** кандидат экономических наук, доцент  
**Проничев Иван Кузьмич**
- Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор  
**Новиков Юрий Семенович**
- доктор экономических наук, профессор  
**Ришахрид Елена Ильинична**
- Ведущая организация:** Международный университет бизнеса и управления, г. Москва

Защита состоится "27" август 2005 г. в 14 час.30 мин. на заседании регионального Диссертационного совета КМ 004.015.01 по присуждению ученой степени кандидата экономических наук при Институте социально-экономических и энергетических проблем Севера Коми НЦ УрО РАН по адресу: 167982, г. Сыктывкар, ул. Коммунистическая, 26.  
Т./факс: (8212) 24-42-67

С содержанием диссертации можно ознакомиться в библиотеке Коми НЦ УрО РАН по адресу: г. Сыктывкар, ул. Коммунистическая, 24.

Автореферат разослан "26" августа 2005 г.

Ученый секретарь  
Диссертационного совета  
кандидат экономических наук



Л.А. Кузиванова

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Установление в России рыночных отношений привело к коренным изменениям в экономике, кардинально изменило условия деятельности предприятий. В экономическом пространстве России были образованы различные современные рыночные институты: финансовые, корпоративные, инвестиционные. Особую роль среди созданных институтов в решении ключевых экономических проблем и увеличении благосостояния граждан играют открытые акционерные общества, занимающие значительную долю в экономике и обладающие высокой динамичностью экономического развития.

Деятельность акционерных обществ обусловила необходимость осознания важности проблемы корпоративного управления. В современной российской экономике корпоративное управление, представляющее собой систему взаимоотношений между органами управления компании, акционерами и заинтересованными лицами, направленную на эффективное функционирование компании и на получение максимальной прибыли от деятельности компании, является одним из важнейших факторов, определяющих не только уровень экономического развития страны, но и социальный и инвестиционный климат. Улучшение корпоративного управления может способствовать повышению качества принятия решений внутри компании, укреплению репутации компании как внутри страны, так и на международной арене.

Несмотря на достаточно глубокую теоретическую основу и обширный опыт функционирования акционерных обществ, в России еще не сложились устойчивые традиции, которые позволили бы корпоративному управлению выполнять в полной мере свои функции и способствовать эффективному функционированию акционерных обществ. Основной проблемой, препятствующей развитию корпоративных отношений в России, является недостаточность понимания акционерными обществами глубины и важности эффективности корпоративных отношений; применяемые принципы корпоративного управления нередко носят поверхностный характер и не используются в качестве инструментов, позволяющих акционерному обществу завоевать доверие акционеров, уменьшить риск финансовых кризисов и расширить доступ к капиталу.

**Степень разработанности проблемы.** Наиболее полно корпоративное управление было рассмотрено в трудах А. Берли и Г. Минза: они поставили в центр проблему отделения собственности от управления.

Активное развитие акционерной формы капитала в 1960-1970-х гг. и теоретические обоснования этого развития нашли свое отражение в трудах Дж. Гелбрейта, П. Сорокина. Важный вклад в понятие сущности и изучения специфики корпоративного управления, внесли ведущие западные ученые: М. Аоки, Р. Коуз, А. Кэдбери, А. Мильштейн, М. Хессель, А. Хиршман. Концепция функционирования корпоративных отношений также была заложена Л. Джей, М. Колин.

Особую значимость корпоративное управление приобрело в связи с принятием Международных принципов корпоративного управления Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), сформулировавших черты эффективного корпоративного управления. Принятие Кодекса корпоративного поведения Российской Федерации, становление Российского института директоров и Национального совета по корпоративному управлению также стали важными вехами в развитии корпоративного управления в России.

В российской экономической науке вопросы корпоративного управления стали рассматриваться сравнительно недавно. Большой вклад в изучение проблемы корпоративного управления в России внесли ведущие ученые-экономисты: А.Д. Берлин, В.А. Баринов, Р.И. Капелюшников, Г.Н. Константинов, Б.З. Мильнер, А.Д. Радыгин. Заслуга систематизации корпоративного управления как системы принадлежит А.А. Володину, А.В. Жуплеву, В.И. Шеину, И.А.Храбровой. Большую значимость имеют работы специалистов-практиков в области корпоративного управления: И. Беликова, А. Бушева, А. Шихвердиева. Ими анализируются изменения, происходящие в корпоративных отношениях в России, и предлагаются новые модели, учитывающие происходящие изменения.

На региональном уровне отдельные аспекты корпоративного управления рассматривались в работах С.П.Болотова, С.В.Бочковой, Г.А. Князевой, Ю.С.Новикова, В.В.Фаузера.

Несмотря на широкий интерес к рассматриваемой проблеме, остаются малоизученными методические основы развития корпоративных отношений, а также направления совершенствования корпоративного управления. Все это предопределяет научную и практическую актуальность предпринятого исследования.

**Цель и задачи исследования.** Цель диссертационного исследования заключается в разработке инструментов и методов совершенствования корпоративных отношений, способствующих эффективному функционированию акционерных обществ. Для достижения цели в работе поставлены следующие задачи:

- обобщить зарубежный опыт корпоративного управления и проанализировать возможность его применения в российской практике;
- оценить уровень корпоративных отношений в акционерных обществах Республики Коми с долей государственной собственности;
- выявить основные инструменты и методы, способствующие эффективности корпоративных отношений в акционерных обществах Республики Коми;
- оценить эффективность института представителей государства в акционерных обществах (в качестве субъектов корпоративных отношений) и предложить методы совершенствования управления государственными пакетами акций;
- определить взаимосвязь между уровнем корпоративных отношений и возможностью вложения сбережений населения в ценные бумаги акционерных обществ.

**Объектом** исследования выступают акционерные общества с долей государственной собственности, функционирующие на территории Республики Коми.

**Предметом** исследования является уровень корпоративных отношений в акционерных обществах Республики Коми и пути их совершенствования.

**Теоретической и методологической базой исследования** послужили труды российских и зарубежных авторов, посвященных совершенствованию корпоративного управления, влиянию корпоративного управления на эффективность деятельности акционерных обществ, а также законодательные акты и нормативные документы по вопросам применения корпоративного управления.

В работе применен ряд методов на основе комплексного подхода: причинно-следственный, структурный анализ, метод сравнительного анализа.

**Информационно-аналитической базой диссертационного исследования** послужили результаты работы, полученные автором в составе рабочей группы, созданной Министерством имущественных отношений Республики Коми по определению уровня корпоративных отношений в акционерных обществах республики с долей государственной собственности, результаты опроса населения о возможности вложения сбережений в инвестиции, а также результаты экспертного опроса топ-менеджеров промышленных предприятий угольной и нефтяной промышленности.

Основой исследования послужили также материалы Российского Национального совета по корпоративному управлению, материалы Российского института директоров, Международной финансовой корпорации, данные Госкомстата Республики Коми, публикации периодической печати в области корпоративного управления, законодательные акты, регламентирующие деятельность субъектов хозяйствования, а также материалы, собранные автором в период прохождения стажировки в Комиссии по ценным бумагам Республики Коми, в Российском институте директоров и в акционерном обществе "Воркутауголь".

**Научная новизна диссертационного исследования** заключается в разработке методики оценки уровня корпоративных отношений; классификации акционерных обществ по признаку эффективности корпоративного управления; доказательстве взаимосвязи между уровнем развития корпоративных отношений и улучшением организационно-хозяйственной деятельности предприятий, которая заключается в появлении зависимости между развитием корпоративных отношений, имиджем предприятия и возможностью вложения средств населения в ценные бумаги акционерных обществ.

Диссертантом получены следующие теоретические и методические результаты, являющиеся предметом защиты:

- на основе сравнительного анализа зарубежного опыта и российской практики корпоративных отношений выделены особенности и проблемы создания российской модели корпоративного управления и предложены пути улучшения модели;
- разработана и апробирована методика определения уровня корпоративных отношений в акционерных обществах Республики Коми, позволившая вы-

явить основные проблемы в области корпоративного управления и предложить пути их решения;

- оценена роль государства как субъекта корпоративных отношений, что позволило обозначить его значимость не только как регулятора корпоративных отношений, но и как собственника акций, и предложены методы совершенствования управления государственной собственностью в виде пакетов акций открытых акционерных обществ;

- выявлена взаимосвязь между уровнем корпоративных отношений и вложением сбережений населения в ценные бумаги акционерных обществ и разработаны рекомендации по созданию условий для вложения сбережений в ценные бумаги.

**Практическая значимость работы** связана с возможностью использования основных положений и выводов проведенного исследования для совершенствования корпоративного управления в акционерных обществах. Основные теоретические положения диссертационной работы доведены до практических рекомендаций, ориентированных на применение акционерными обществами; государственными органами, в том числе для совершенствования законодательства в области регулирования корпоративных отношений. Теоретические положения и выводы, представленные в исследовании, расширяют и систематизируют знания в области применения корпоративного управления акционерными обществами. Материалы диссертационного исследования используются для подготовки специалистов в области корпоративного менеджмента.

**Апробация работы.** Положения диссертационного исследования прошли апробацию на конференциях: республиканской научно-практической конференции «Корпоративное управление и привлечение инвестиций» (Сыктывкар, 2002); республиканской научно-практической конференции «Управление государственной собственностью, корпоративное управление и экономический рост» (Сыктывкар, 2003); «Проблемы теории и практики финансового оздоровления предприятий (организаций) в Республике Коми» (Сыктывкар, 2003); «Государственное управление как фактор социально-экономической и политической стабильности» (Сыктывкар, 2004); международной научно-практической конференции «Эффективное корпоративное управление – конкурентное преимущество будущего» (Москва, 2004); положены в основу госбюджетной темы исследования кафедры экономической теории и корпоративного управления «Собственность, корпоративное управление и инвестиции» (код по рубриктору ГРН ТИ 06.03.07, 06.09.00, 06.43.00).

Материалы диссертации также прошли апробацию в Комиссии по ценным бумагам при Главе Республики Коми, Министерстве имущественных отношений Республики Коми, акционерном обществе «Воркутауголь»; использованы при выполнении гранта РГНФ «Совершенствование корпоративного управления и обеспечение защиты прав собственников - фактор активизации инвестиционной деятельности в регионе посредством механизма рынка ценных бумаг» (03-02-00247а/С); при проведении работы в рамках договора между Сыктывкарским государственным университетом и Центром деловой этики и корпоративного управления

(г. Санкт-Петербург), реализующим международный проект по совершенствованию корпоративного управления в России.

Материалы диссертации были использованы в подготовке авторского курса "Конфликтология в системе корпоративного управления" для студентов факультета управления Сыктывкарского государственного университета. По результатам исследования автором опубликовано 17 работ общим объемом 9 п.л.

**Структура и основное содержание работы.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений. Основной текст изложен на 154 страницах машинописного текста, содержит 4 таблицы, 16 рисунков. Библиографический список включает 169 наименований.

*Во введении* обосновывается выбор темы, ее актуальность, обозначены основные проблемы, отражены цель и задачи исследования, излагаются научная новизна и практическая значимость работы, апробация полученных результатов.

*В первой главе "Теоретические основы становления и развития корпоративных отношений в России"* анализируется сущность корпоративного управления, предлагается авторский подход к данной проблеме, оценивается роль эффективного корпоративного управления, исследована модель корпоративного управления, применяемая в России.

*Во второй главе "Оценка уровня корпоративных отношений в акционерных обществах Республики Коми"* выделены проблемы, присущие предприятиям республики в области применения корпоративного управления, приводится авторская методика определения рейтинга корпоративного управления, оценены результаты рейтинга корпоративного управления в акционерных обществах Республики Коми, обосновано совершенствование структуры совета директоров акционерных обществ и проанализировано государство как субъект корпоративных отношений.

*В третьей главе "Направления совершенствования корпоративного управления в акционерных обществах"* автором проанализированы проблемы применения корпоративного управления и предложены пути совершенствования существующего корпоративного управления в акционерных обществах с целью достижения их эффективного функционирования.

*В заключении* сформулированы основные выводы и рекомендации по результатам проведенных исследований.

## **II. ОСНОВНЫЕ ЗАЩИЩАЕМЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ**

**1. Для формирования модели корпоративного управления в России, имеющей определенные недостатки, предлагаются следующие направления улучшения корпоративных отношений: обеспечение баланса интересов мажоритарных и миноритарных акционеров, введение независимых директоров в состав совета директоров акционерных обществ, усиление контроля за деятельностью менеджеров.**

В странах с развитой рыночной экономикой эффективное корпоративное управление является необходимым для любых компаний, не только для тех, которые ориентированы на привлечение инвестиций. В России также осознается необходимость применения корпоративного управления как одного из важных факторов эффективной деятельности акционерных обществ. В целом, проблема корпоративного управления достаточно сложная, относительно новая и продолжающаяся развиваться. Единого определения корпоративного управления, которое могло бы применяться ко всем ситуациям, не существует. Корпоративное управление – это система, которая охватывает все направления деятельности общества. Поэтому корпоративное управление может иметь как узкую, так и широкую трактовку. В узком смысле - это объединение владельцев акций акционерных обществ, принимающих ключевые решения, где исполнителем решений является наемный менеджер. В широком смысле, корпоративное управление - это система взаимодействия между органами управления компании, акционерами и заинтересованными лицами, представляющая собой комплекс управленческих функций, направленных на достижение баланса интересов всех участников корпоративных отношений с целью получения максимальной прибыли от деятельности компании.

Какой бы теоретический инструментарий не применялся, ключевая задача корпоративного управления является общепризнанной: обеспечение взаимодействия участников корпоративных отношений и на этой основе достижение эффективного функционирования акционерных обществ.

Система корпоративного управления отдельных стран обладает определенными характерными чертами, но, многие факторы корпоративного управления сходны, что позволяет оперировать понятием “модель корпоративного управления”, включающей определенный набор элементов. В работе нами были рассмотрены характерные черты моделей корпоративного управления, применяемых в мировой практике, что позволило проанализировать возможность применения западного опыта в формировании российской модели корпоративного управления и выделить специфические черты модели корпоративного управления в России (табл.1).

Таблица 1

### Модели корпоративного управления

Факторы, определяющие построение модели	Англо-американская модель	Германская модель	Японская модель	Российская модель
Контролирующий орган	Совет директоров – сосредоточены управленческие и контролирующие функции	Строгое разделение наблюдательных и исполнительных функций	Соединение функций наблюдения и управления	Совет директоров (функции сходны с англо-американской моделью)



<b>Рычаги воздействия</b>	Продажа акций	Часть акционерного капитала находится во владении других компаний (перекрестное владение)	Крупные пакеты акций находятся в собственности банков	Продажа акций, корпоративное давление
<b>Источники финансирования</b>	Привлечение инвестиций посредством рынка ценных бумаг (эмиссия акций)	Наличие и банковского кредитования, и использования внутренних источников	Преобладание банковского кредитования	Преобладание банковского кредитования и внутренних источников финансирования
<b>Прозрачность деятельности</b>	Высокая	Низкая	Средняя	Низкая
<b>Основные особенности</b>	Отсутствие в корпорациях крупных, доминирующих инвесторов. Распыленность акционерного капитала	Высокая степень концентрации капитала	Наличие значительных банковских инвестиций в промышленность	Существование крупных и миноритарных акционеров

Формирующиеся хозяйственные механизмы России трудно соотносить с теми или иными стандартами стран с развитым рыночным хозяйством. Это вдвойне верно и в отношении такой специфичной области, как корпоративное управление.

Российская модель корпоративного управления строится с учетом следующих особенностей: российские акционерные общества появились не в результате объединения частного капитала, а в результате приватизации государственной собственности; государство, являясь собственником пакетов акций многих важных для экономики акционерных обществ, оказывает влияние на их деятельность; происходит изменение структуры акционерного капитала: перераспределение прав собственности от работников предприятий к внешним инвесторам; незначительный рост доли миноритарных внешних инвесторов; медленный рост доли иностранных инвесторов.

Эти особенности предопределили следующие проблемы формирующейся модели корпоративного управления в России: отсутствие баланса интересов мажоритарных и миноритарных акционеров, противоречие интересов собственников и менеджеров, сложность применения сбережений населения в качестве инвестиционного ресурса, а также проблема участия государства как субъекта корпоративных отношений.

Проблема отсутствия баланса интересов мажоритарных и миноритарных акционеров на наш взгляд, вызвана тем, что собственники компаний еще не осознали, что перспективным путем получения инвестиций и привлечения относительно дешевых финансовых ресурсов является именно фондовый рынок. Владельцы крупных пакетов акций, при-

нимающие ключевые решения, не понимают, зачем им идти по сложному пути, реализовывать права миноритарных акционеров и привлекать дополнительные инвестиции, расширяя круг акционеров. На первый взгляд, эта позиция оправданна – стартовые расходы на дополнительные эмиссии довольно велики, необходимо соответствовать принципам эффективного корпоративного управления, что также требует определенных затрат, существует риск размывания собственности. Поэтому компании ориентированы на получение банковских кредитов. Однако, во всем мире практика уже доказала, что привлечение инвестиций путем эмиссии ценных бумаг, даже с учетом предварительных расходов, все-таки дешевле банковских кредитов. Кроме того, риск потери контроля над компанией невелик, что также доказывается значительным опытом западных компаний.

Однако только действиями акционеров, владеющих крупными пакетами акций проблема не ограничивается: миноритарии, получившие вследствие изменения законодательства дополнительные рычаги воздействия на владельцев крупных пакетов акций, применяют меры корпоративного давления в целях достижения своих целей. Во многом, эти меры инициированы невыплатой дивидендов акционерными обществами, которые направляют нераспределенную прибыль на дальнейшее развитие. В свою очередь, миноритарии, не имея возможности управлять компанией и не получая дивиденды, не имея возможности продать акции на фондовом рынке по той цене, в которой они заинтересованы, применяют корпоративное давление, пытаясь реализовать свои права собственников.

На наш взгляд, со временем в практике деятельности акционерных обществ придет понимание объективной необходимости эффективного сосуществования крупных и миноритарных собственников. Однако, инвестиции, развитие и экономический рост России нужны уже сейчас, поэтому необходимо предпринять шаги, которые ускорят процесс формирования российской модели корпоративного управления и разрешат имеющиеся проблемы. В этих целях, с нашей точки зрения, необходимо:

1. Содействовать достижению баланса интересов мажоритарных и миноритарных акционеров путем оптимизации работы совета директоров. Совет директоров играет основную роль в системе корпоративного управления. Он действует в интересах общества, защищает права всех акционеров, осуществляет надзор за деятельностью менеджеров компании, а также за функционированием систем финансового контроля. Эффективный, профессиональный совет директоров играет значительную роль в создании эффективных корпоративных отношений в акционерном обществе. Оптимизация совета директоров возможна, с нашей точки зрения, путем введения независимых директоров в состав совета директоров. Независимый директор – это член совета директоров, не являющийся в данный момент и в течение трех последних лет должностным лицом акционерного общества, он должен быть профессионалом в отдельных аспектах корпоративного управления. Незави-

симые директора вносят весомый вклад в совершенствование системы корпоративного управления - как минимум, они могут содействовать формированию объективного мнения совета директоров по обсуждаемым вопросам. При благоприятной обстановке внутри компании независимые директора способны делать гораздо больше - участвовать в разработке корпоративной стратегии, давать оценку соответствия деятельности исполнительных органов избранной советом директоров стратегии, поддерживать эффективное взаимодействие с инвесторами, помогать в разрешении корпоративных конфликтов, создавать механизм вознаграждения менеджеров в зависимости от их вклада в деятельность акционерного общества, обеспечивать эффективный финансовый контроль, что затруднит вывод активов менеджментом. В конечном счете, наличие в составе совета независимых директоров повышает информационную прозрачность акционерного общества и укрепляет доверие инвесторов к акционерному обществу, а эти факторы способствуют росту капитализации и эффективному функционированию акционерных обществ.

Следовательно, мы считаем необходимым законодательно сформировать институт независимых директоров в составе совета директоров. В этих целях следует внести следующие изменения в ст.66 Федерального закона "Об акционерных обществах":

- считать обязательным участи независимых директоров в составе совета директоров акционерных обществ;
- независимые директора должны составлять не менее одной четверти состава совета директоров. Это обусловлено тем, что количество независимых директоров должно быть достаточным, чтобы оказывать влияние на решения, принимаемые советом директоров. Это означало бы возникновение нового характера отношений между мажоритарными и миноритарными акционерами.

2. Способствовать эффективному взаимодействию менеджеров и собственников акционерного общества. В условиях функционирования акционерной формы капитала особенно остро встала проблема выработки механизма совершенствования взаимоотношений между менеджерами компании и их владельцами, а также другими заинтересованными сторонами. В целях обеспечения интересов акционеров необходимо выстраивать определенную политику в отношении менеджеров компании. Эффективным, на наш взгляд, является стимулирование менеджмента путем передачи ему части акций не по рыночным, а внутренним ценам компании, по опционному договору, что существенно увеличит заинтересованность менеджера в результатах деятельности компании. При такой системе вознаграждения будет установлена зависимость между будущим доходом менеджмента и одним из важнейших показателей результативности деятельности компании – курсом ее акций. Участвуя в плане приобретения акций компании, менеджеры связывают свое благополучие в долговременной перспективе с ее процветанием.

3. В соответствии со ст.78 Федерального закона "Об акционерных обществах" крупная сделка - это сделка более 25% балансовой стоимости активов акционерного общества. Заключение крупных сделок нахо-

дится в компетенции совета директоров. Принятие решений по сделкам до 25% балансовой стоимости активов компании находится в компетенции менеджера, что создает ему условия для вывода активов. На наш взгляд, использование балансовой стоимости активов предприятия в качестве расчетной базы определения крупной сделки представляется экономически необоснованным по причине того, что балансовая стоимость не является стоимостью реальной, близкой по определению к рыночной стоимости. Менеджер в этих условиях имеет возможность манипулировать стоимостью имущества в сторону ее увеличения или уменьшения. Мы предлагаем внести изменения в ст. 78 Федерального закона "Об акционерных обществах" и в качестве критерия определения крупной сделки использовать процент от стоимости собственного капитала компании, в состав которого входит: акционерный капитал (уставный капитал акционерного общества), добавочный капитал, резервный капитал и прибыль. В течение года размер акционерного капитала не меняется в соответствии с действующим законодательством. Размер добавочного капитала в процессе реформирования баланса присоединяется к размеру акционерного капитала. Резервный капитал образуется в размерах и в порядке, утвержденном собранием акционеров. С нашей точки зрения, крупной сделкой необходимо считать сделку в пределах от 1% до 5% стоимости собственного капитала компании. Подобное изменение в законе "Об акционерных обществах" существенно усилит контроль над деятельностью менеджеров в отношении крупных сделок и снизит возможность вывода активов.

**2. Для оценки уровня корпоративных отношений в акционерных обществах Республики Коми разработана и апробирована методика, в основе которой лежат положения Кодекса корпоративного поведения Российской Федерации. Оценка позволила выявить основные проблемы применения корпоративного управления.**

Особое внимание к проблеме корпоративного управления в акционерных обществах объясняется тем, что в стратегии развития экономики важная роль отводится именно акционерному капиталу. Это обусловлено не только его масштабами и удельным весом во всей структуре экономики, но и тем, что по своей природе акционерный капитал наиболее приспособлен для привлечения и перераспределения капитальных средств, инвестиционных ресурсов.

Анализируя данные Госкомстата Республики Коми (рис. 1), можно сделать вывод, что в долгосрочной перспективе для Республики Коми возможны два варианта развития событий: либо в республике будут созданы благоприятные условия, и акционерные общества смогут активнее привлекать инвестиции, в том числе и сбережения населения, либо, при отсутствии реальных шагов со стороны правительства республики, предприятиям придется прибегать к традиционным источникам финансирования. В условиях недостатка собственных средств у предприятий и дорогостоящих банковских кредитов важны именно инвестиции путем эмиссии ценных бумаг, так как они не ограничиваются сроками возврата. Это особенно важно в условиях Севера, где основу

экономики составляют природоэксплуатирующие отрасли, для которых характерны высокая капиталоемкость и длительный срок окупаемости инвестиций.

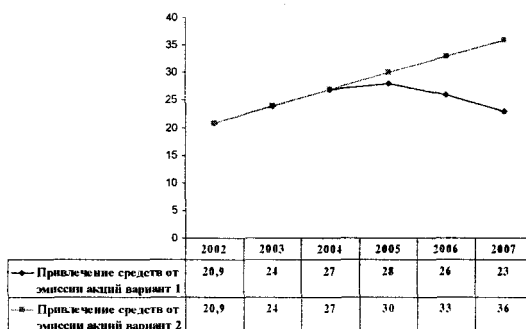


Рис 1. Динамика привлечения средств от эмиссии акций

Для того, чтобы республика использовала имеющиеся возможности и пошла по благоприятному пути развития, необходимо, на наш взгляд, сосредоточить усилия на совершенствовании корпоративного управления и усилении защиты прав инвесторов.

Однако, на сегодняшний день у инвесторов, как иностранных, так и отечественных, нет способов объективно оценить рискованность вложения денег в деятельность акционерных обществ. Инвесторам важно, каков уровень корпоративных отношений в акционерных обществах, как будут реализованы их права собственности. До тех пор, пока у инвесторов нет об этом детальной информации, компании не смогут рассчитывать на приток акционерного капитала. Именно этими причинами обусловлена объективная необходимость оценки уровня корпоративных отношений в акционерных обществах региона (рейтинга корпоративного управления). Определение рейтинга корпоративного управления – это определение степени риска вложения инвестиций в деятельность компании. Рейтинг является индикатором состояния корпоративного управления для российских и международных стратегических, портфельных и институциональных инвесторов, заинтересованных в инвестициях в российскую и республиканскую экономику и нуждающихся в информации о корпоративном управлении как факторе снижения инвестиционных рисков.

В определении рейтинга корпоративного управления заинтересованы как сами акционерные общества, потенциальные инвесторы и акционеры, так и государство в целом.

Самой компании рейтинги нужны для дифференциации в глазах инвесторов за счет раскрытия информации о стандартах корпоративного управления. Для потенциальных инвесторов рейтинги необходимы для

получения информации при принятии инвестиционных решений. Для населения (как потенциального инвестора) рейтинги нужны для получения информации о степени риска вложений сбережений в деятельность той или иной компании. Для государства оценка степени корпоративного управления необходима в целях совершенствования законодательства в области корпоративного управления.

В качестве примеров анализа состояния корпоративного управления были рассмотрены существующие методики рейтинга корпоративного управления. Определением уровня корпоративного управления (рейтинга) в России занимаются агентство Standard & Poor's, Институт корпоративного права и управления и Российский институт директоров. Основное различие этих методик заключается в том, что они описывают разные стороны состояния корпоративного управления: рейтинг Standard & Poor's - с позиции эмитента, а рейтинг Института корпоративного права и управления и Российского института директоров - с позиции инвесторов.

Проведенный нами анализ позволил прийти к выводу, что существующие методики определения рейтинга рассчитаны для оценки крупных компаний, ориентированных на привлечение значительных отечественных и иностранных инвестиций. На наш взгляд, анализ уровня корпоративного управления необходимо проводить во всех акционерных обществах, а также расширить перечень параметров рейтинга в соответствии с Кодексом корпоративного поведения, представляющим собой свод правил наилучшего корпоративного управления. Поэтому была составлена авторская методика определения рейтинга корпоративного управления, в основу которой легли положения Кодекса корпоративного поведения Российской Федерации.

В соответствии с проблематикой исследования было сделано предположение, согласно которому корпоративные отношения более эффективны в акционерных обществах с долей государственной собственности. Предположение о положительном влиянии на состояние корпоративного управления наличия доли государства в уставном капитале акционерных обществ республики основано на том, что государство даже более самих предприятий заинтересовано в привлечении инвестиций в экономику. Именно для этих целей государством был рекомендован к применению Кодекс корпоративного поведения. При этом предполагается, что государство, имея реальные рычаги влияния, будет в первую очередь внедрять положения Кодекса в акционерных обществах, где имеет долю собственности.

В целях подтверждения либо опровержения данного предположения были выделены определенные гипотезы, отражающие различные аспекты корпоративного управления акционерных обществ Республики Коми:

1. В акционерных обществах Республики Коми с государственной долей обеспечивается надлежащая защита прав акционеров, в том числе и миноритарных.

2. Компании с государственным участием раскрывают более полный объем информации, так как они в меньшей мере опасаются враждебного поглощения.

3. Деятельность генерального директора в компаниях с государственным участием обеспечивает более полную защиту прав акционеров.

4. Государство заинтересовано в эффективной деятельности совета директоров не только как акционер, но и как орган власти, так как надлежащая защита прав акционеров является стимулирующим фактором для потенциальных инвесторов.

5. В компаниях с государственным участием реализуется эффективная дивидендная политика.

6. В компаниях с государственным участием система контроля за финансово-хозяйственной деятельностью обеспечивает надлежащую защиту капиталовложений акционеров и активов общества.

7. В компаниях с государственным участием предоставляется исчерпывающая информация о структуре собственности.

8. В компаниях с государственным участием соблюдаются все требования в части ведения реестра.

9. Компании с государственной долей акций в меньшей степени вовлекаются в корпоративные конфликты, так как участие государства в большей мере защищает от передела собственности.

Для определения проблемных или, наоборот, выигрышных моментов в практике корпоративного управления были выделены следующие параметры определения уровня корпоративного управления:

- структура и практика работы Совета директоров акционерного общества (уд. вес параметра 18%);
- права акционеров акционерного общества (уд. вес параметра 15%);
- раскрытие информации об акционерном обществе (уд. вес параметра 16%);
- структура и практика деятельности исполнительных органов акционерного общества (уд. вес параметра 14%);
- дивидендная политика акционерного общества (уд. вес параметра 12%);
- контроль за финансово – хозяйственной деятельностью акционерного общества (уд. вес параметра 11%);
- структура уставного капитала и влияние акционеров (уд. вес параметра 7%);
- ведение реестра акционерного общества (уд. вес параметра 5%);
- разрешение корпоративных конфликтов (уд. вес параметра 2%).

Для минимизации субъективности при расчете рейтинга использовался метод экспертных оценок. Общий показатель рейтинга корпоративного управления выводится из суммы всех показателей, умноженных на удельный вес показателя.

$$R_i = R_1 \cdot T_1 + R_2 \cdot T_2 + R_3 \cdot T_3 + R_4 \cdot T_4 + R_5 \cdot T_5 + R_6 \cdot T_6 + R_7 \cdot T_7 + R_8 \cdot T_8 + R_9 \cdot T_9$$

где  $R_n$  – значение субрейтинга по каждому компоненту

$T_n$  – удельный вес параметра

Оценка каждого параметра проводилась на основе соответствия практики корпоративного управления двум основным компонентам: нормативно-правовым актам и Кодексу корпоративного поведения. Ко-

декс был использован в качестве источника критериев оценки корпоративного поведения, так как положения законодательства не регулируют все вопросы, возникающие в связи с управлением акционерными обществами.

В методике определения уровня корпоративных отношений была предложена следующая шкала:

– **уровень А:** компании с высоким уровнем корпоративного управления. К уровню А относятся компании с высоким уровнем корпоративных отношений, соблюдающие все требования российского законодательства, а также в значительной степени следующие в своей практике рекомендациям Кодекса корпоративного поведения (8-10 баллов по 10-ти балльной шкале).

– **уровень Б:** компании со средним уровнем корпоративного управления. К уровню Б относятся компании со средним уровнем корпоративного управления, не нарушающие требования закона, и частично применяющие в своей деятельности рекомендации Кодекса корпоративного поведения (5-8 баллов по 10-ти балльной шкале).

– **уровень В:** компании с низким уровнем корпоративного управления. К уровню В относятся компании с низким уровнем корпоративного управления, нарушающие требования законодательства Российской Федерации в области корпоративных отношений и не применяющие положения Кодекса корпоративного поведения (от 1 до 4 баллов по 10-ти балльной шкале).

По результатам проведенной нами работы по определению уровня корпоративных отношений акционерные общества Республики Коми с долей государственной собственности были классифицированы следующим образом: акционерные общества с высоким уровнем корпоративного управления, компании со средним уровнем и акционерные общества с низким уровнем корпоративного управления (рис. 2).

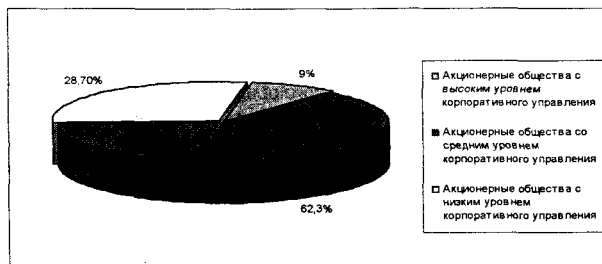


Рис. 2. Уровень корпоративного управления в акционерных обществах с долей государственной собственности Республики Коми

По итогам определения уровня корпоративного управления были выделены основные проблемы в области корпоративных отношений акционерных обществ Республики Коми с долей государственной собственности:

– неприменение или недостаточное применение положений Кодекса корпоративного поведения;



- незаинтересованность компаний в области раскрытия информации;
- отсутствие Положения о дивидендной политике;
- неэффективность работы совета директоров как органа общего руководства и контроля, отсутствие независимых директоров в составе совета директоров акционерного общества;
- формальность деятельности ревизионной комиссии;
- отсутствие механизмов предотвращения и разрешения корпоративных конфликтов;
- отсутствие эффективного механизма стимулирования менеджмента компании;
- возможность вывода активов менеджментом;
- неэффективность контроля над крупными сделками.

Исследование проводилось в акционерных обществах с долей государственной собственности (выборка составила 37 акционерных обществ с долей государственной собственности из 50). По отраслям выборка составила: 64,7% акционерных обществ, работающих в промышленности; 29,3% акционерных обществ, работающих в сельском хозяйстве; 6% акционерных обществ, предоставляющих услуги. Хотя доля этих акционерных обществ в общем количестве акционерных обществ республики невелика, на наш взгляд, проведенная нами работа дает представление об уровне корпоративного управления акционерных обществ республики в целом.

Проведенное исследование позволило констатировать тот факт, что внедрение корпоративного управления в акционерных обществах способно усилить инвестиционную привлекательность большинства акционерных обществ Республики Коми. Но комплексный подход к формированию и развитию корпоративного управления, и, как следствие, привлечения инвестиций может быть реализован, только если будет обеспечена координация действий органов государственной власти, прямо и косвенно влияющих на корпоративное управление, а также в том случае, если компании сами будут способствовать внедрению принципов эффективного корпоративного управления. Главным результатом совершенствования корпоративных отношений будет обеспечение защиты интересов акционеров, повышение инвестиционной привлекательности, капитализации и эффективного функционирования акционерных обществ – в интересах бизнеса и на благо экономики.

**3. Управление государственной собственностью в виде пакетов акций открытых акционерных обществ будет более эффективно при создании системы мотивации представителей государства в органах управления акционерных обществ, заключении опционных контрактов с эффективными совладельцами, совершенствовании доверительного управления государственными пакетами акций, создании структуры по подготовке профессиональных управляющих государственной собственностью.**

Сегодня как в России, так и в Республике Коми наблюдается устойчивая тенденция снижения количества акций в собственности государства, что обусловлено следующими факторами: многие акционерные компании, в которых имелась государственная доля, оказались действующими неэффективно, часть принадлежавших государству пакетов

акций была продана по цене, гораздо меньшей их рыночной стоимости. Можно отметить и то, что из акционерных компаний с государственным участием выводятся активы, размывается доля государства, нет ясности в таких принципиальных вопросах как мотивация представителей государства в советах директоров, принципы подготовки ими решений, отбор представителей государства, оценка их работы, раскрытие информации о результатах их деятельности. Это не только снижает отдачу от государственной собственности, но и создает возможности для различного рода злоупотреблений. Этот вопрос особенно важен, так как доходы от управления государственными пакетами акций поступают в государственный бюджет и используются для повышения уровня жизни населения и решения социальных проблем.

Необходимо также отметить, что государство является важнейшим участником корпоративных отношений, выступая, с одной стороны, собственником пакетов акций (принимает участие в управлении акционерным обществом, получает дивиденды, и т.п.), а с другой - является регулятором корпоративных отношений, создавая условия для реализации эффективного корпоративного управления и, на этой основе, развития высокоэффективного рыночного хозяйства. Другими словами, государство может управлять принадлежащими ему пакетами акций как в интересах самого государства, так и в интересах акционерного общества.

Несмотря на то, что у государства, учитывая двойственность его функций, есть все возможности для реализации эффективного корпоративного управления, выполнение им своих функций собственника сталкивается с серьезными трудностями. Во многом это обусловлено тем, что осуществление государством своих функций собственника требует основательных знаний в области корпоративного права, умения принимать точные и оперативные решения, касающиеся практически всех аспектов деятельности компаний. Нередко даже в тех акционерных обществах, в которых у государства имеется контрольный пакет акций, и его представители участвуют в общих собраниях акционеров, в заседаниях совета директоров, нет положительных показателей их деятельности. Немаловажно также отметить, что практически отсутствуют дивиденды, нет стимула к притоку инвестиций, нет возможности для приращения капитала. Этими аспектами обусловлен тот факт, что государство, сталкиваясь с проблемой неэффективного управления принадлежащих ему пакетов акций, как правило, принимает решение о продаже акций, предполагая, что акционерное общество неспособно приносить доходы в государственный бюджет. Однако продажа акций является кратковременной мерой приращения доходов государственного бюджета, в то время как эффективное управление пакетами акций и получение дивидендов может стать способом долгосрочного финансирования.

Причины низкой эффективности управления государственными пакетами акций акционерных обществ заключаются в отсутствии заинтересованности представителей государства в этой работе. Большинство из них эти обязанности рассматривают как дополнительную служебную

нагрузку, зачастую сопряженную с частыми командировками, финансовыми издержками - т.е. у государственных представителей отсутствует стимул эффективно управлять государственными пакетами акций. Кроме того, существует нехватка профессионализма в области корпоративного управления у госчиновников и бесконтрольность их деятельности.

Следовательно, важным является определение направлений совершенствования управления государственной собственностью в виде пакетов акций. На наш взгляд, возможны следующие направления совершенствования управления государственными пакетами акций в акционерных обществах:

1. Необходимо улучшить работу представителей государства в органах управления акционерных обществ путем внедрения системы мотивации их деятельности, регулярного повышения их квалификации в корпоративном управлении, значительного повышения прозрачности их деятельности и механизма эффективного контроля.

2. Эффективным, на наш взгляд, будет привлечение к управлению государственными пакетами акций активных совладельцев тех предприятий, где у государства есть доля в уставном капитале, используя практику заключения с ними опционных контрактов. Опционный контракт предусматривает заключение договора, где государственный пакет акций передается в управление активному совладельцу, увеличивая, таким образом, его влияние при принятии решений на общем собрании акционеров. Он может голосовать государственным пакетом акций, согласовывая только в отдельных случаях свою позицию с государством. Мы также считаем целесообразным заключение контрактов с активными совладельцами, суть которых состоит в том, что при выполнении совладельцем условий контракта, связанных с применением инвестиций, преумножением государственной собственности, развитием предприятий, государство передает совладельцу часть своего пакета акций на льготных условиях.

Этот способ управления государственными пакетами акций является, на наш взгляд, одним из наиболее действенных, так как активный совладелец сам заинтересован в сохранении и преумножении собственности, увеличении капитализации предприятия.

3. Необходимо совершенствование доверительного управления государственными пакетами акций. Необходимо учитывать тот факт, что наличие лицензии на осуществление деятельности по доверительному управлению еще не означает, что у доверительного управляющего есть необходимый опыт в этой области. Поэтому более эффективным, на наш взгляд, будет применение профессиональных корпоративных директоров, имеющих сертификаты, в качестве доверительных управляющих.

4. Необходимо создание структуры по подготовке профессиональных управляющих государственной собственностью.

Таким образом, распространенное мнение о том, что государство по определению является неэффективным собственником, не всегда может

считаться бесспорным, государству не следует активно отчуждать свою собственность, ему необходимо совершенствовать управление ею.

**4. Для вложения сбережений населения в ценные бумаги акционерных обществ, не получивших пока широкого применения ни в России, ни в Республике Коми, необходимо совершенствование корпоративного управления в целях обеспечения доверия населения к инвестированию.**

Отсутствие в России и Республике Коми реально работающей системы трансформации сбережений населения в инвестиции – одно из главных свидетельств формирования российской модели корпоративного управления.

В настоящий момент одним из основных источников привлеченных средств акционерных обществ являются кредиты и внутренние источники финансирования. Однако, кредиты невыгодны компаниям, так как являются краткосрочным финансовым вложением, а внутренних ресурсов недостаточно для обеспечения расширенного воспроизводства. В то же время изменение внешних факторов, обострение конкурентной борьбы, потребность роста и, как следствие, потребность в привлечении дополнительных ресурсов для финансирования заставляет компании искать новые источники средств.

Привлечение сбережений населения в качестве инвестиционного ресурса имеет весьма важное экономическое значение. Эти средства являются потенциальным фактором экономического роста. По различным оценкам, сбережения населения России составляют 30-50 млрд долл.

Специфика вовлечения в хозяйственный оборот средств населения делает целесообразным их использование на региональном уровне, где получаемый эффект (производственный и социальный) более очевиден и ощутим.

Как показал проведенный нами опрос населения Республики Коми, существуют следующие тенденции, характеризующие финансовое поведение населения Республики Коми:

- повышение сберегательной активности населения;
- повышение склонности населения к организованным формам денежных сбережений;
- изменение предпочтений в выборе форм вложения денежных средств.

Однако существует недоверие со стороны населения к вложению денежных средств в ценные бумаги акционерных обществ, обусловленное следующими причинами:

- отсутствием эффективного механизма регулирования государством рынка ценных бумаг;
- недостаточной защитой законодательством права собственности;
- отсутствием эффективного механизма защиты прав и интересов акционеров, особенно миноритарных,
- отсутствием прозрачности деятельности эмитентов.

Другими словами, эффективность корпоративных отношений является важнейшим условием вложения сбережений населения в ценные бумаги акционерных обществ.

На наш взгляд, в целях трансформации сбережений населения региона в инвестиции для реального сектора экономики посредством механизма рынка ценных бумаг необходимо:

1. Обеспечение эффективного корпоративного управления, включающего в себя прозрачность деятельности компании, защиту прав акционеров.

2. Применение положений Кодекса корпоративного поведения, способного сформировать этику корпоративных отношений

3. Принятие федерального закона об обязательном страховании ответственности инвесторов.

4. Создание эффективного механизма государственного регулирования рынка ценных бумаг.

5. Создание благоприятных стимулирующих условий и методов для консолидации сбережений населения и их трансформации в инвестиции для реального сектора экономики

6. Создание в Республике Коми института защиты прав акционеров, что позволит миноритарным акционерам, вложившим свои сбережения в ценные бумаги, получать более четкое представление о своих правах и защищать их.

### **ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ**

1. Улучшение состояния корпоративного управления имеет не только узкоприкладное значение (привлечение инвестиций в корпоративный сектор и эффективная реализация прав акционеров). Оно способно повлиять на другие важные сферы – на повышение уровня информационной прозрачности при принятии решений, затрагивающих интерес больших социальных групп, соблюдение законодательства (уплата налогов), снижение уровня коррупции. В конечном же счете основная задача заключается в формировании модели эффективного корпоративного управления, которая обеспечила бы эффективное функционирование акционерных предприятий, рациональное использование ресурсов, структурные сдвиги в экономике, а также оптимальное согласование интересов различных групп, связанных с деятельностью акционерных обществ.

Эффективное корпоративное управление позволяет оптимизировать внутренние бизнес-процессы и предотвратить возникновение корпоративных конфликтов, организовав должным образом отношения компаний с собственниками, кредиторами, потенциальными инвесторами, поставщиками, потребителями, сотрудниками, представителями государственных органов и общественных организаций. В модели корпоративного управления, реализуемой в России, существуют проблемы, вытекающее из взаимодействия крупных и миноритарных акционеров, взаимоотношений менеджеров и собственников, решить которые можно путем внедрения независимых директоров в состав совета директоров, применения опциона как стимулирующего фактора деятельности менеджеров, а также изменения трактовки понятия "крупная сделка" и согласования принятия решений по крупным сделкам с советом директоров.

2. Для определения степени риска вложений инвестиций в деятельность акционерных обществ Республики Коми и выработки направлений совершенствования корпоративного управления необходима оценка уровня корпоративных отношений. Проведенная оценка уровня корпоративных отношений позволила выделить ряд проблем применения корпоративного управления и определить направления дальнейшего совершенствования корпоративного управления как фактора эффективного функционирования акционерных обществ. Этот анализ также позволит совершенствовать законодательство в области корпоративного управления.

3. В целях более эффективного управления государственными пакетами акций представители государства в акционерных обществах с долей государственной собственности могут быть заменены активными совладельцами этих предприятий, которые, будучи заинтересованы в эффективном управлении собственностью, сохраняют и преумножат собственность государства. В целях стимулирования собственников можно применять опцион, что позволит организовать эффективное сотрудничество в области управления государственными пакетами акций.

4. Сбережения населения являются перспективным инвестиционным ресурсом для развития и эффективного функционирования акционерных обществ. Однако, для вовлечения средств населения в деятельность акционерных обществ необходимо совершенствование корпоративного управления, включающего в себя прозрачность деятельности компании, защиту прав акционеров; создание благоприятных стимулирующих условий и методов для консолидации сбережений населения и их трансформации в инвестиции для реального сектора экономики; создание в Республике Коми института защиты прав акционеров.

#### **Основные публикации по теме диссертации:**

1. Совершенствование корпоративных отношений как фактор социального партнерства // *Опыт социального партнерства в Республике Коми: Материалы республиканской научно-практической конференции.* - Сыктывкар: Полиграф-сервис, 2002. - С. 108-115. (0,4 п.л.)
2. Внедрение принципов Кодекса корпоративного поведения – важный фактор создания благоприятного инвестиционного климата Республики Коми // *Управление государственной собственностью, корпоративное управление и экономический рост: Материалы республиканской научно-практической конференции.* – Сыктывкар: Полиграф-сервис, 2002. - С.52-55. (0,2 п.л.)
3. Урегулирование корпоративных конфликтов // *Корпоративное управление и привлечение инвестиций: Материалы республиканской научно-практической конференции.* – Сыктывкар: СыктГУ, 2002. - С.25-28. (0,2 п.л.)
4. Сущность и место корпоративного управления в стратегии развития экономики Республики Коми // *Проблемы региональной экономики, 2002.* - №4-6. - С.35-42. (0,6 п.л.)
5. Совершенствование корпоративного управления как фактор активизации инвестиционной деятельности в регионе // *Вестник академии государственной службы и управления при Главе Республики Коми.* – Сыктывкар: КРАГСИУ, 2002. - №4 - С. 10-14. (0,4 п.л.)

6. Корпоративные конфликты – теоретический аспект // Молодежный вестник: сборник научных трудов аспирантов и молодых ученых. – Сыктывкар: СыктГУ, 2002.- С. 146-149. (0,1 п.л.)

7. Сущность и место корпоративного управления в стратегии развития экономики Республики Коми // Вестник Сыктывкарского государственного университета, 2002. – Сыктывкар: СыктГУ, 2002. - №1 - С.21-25 (0,3 п.л.)

8. Совершенствование корпоративного управления как фактор обеспечения финансовой устойчивости предприятия // Проблемы теории и практики финансового оздоровления предприятий Республики Коми: Материалы республиканской научно-практической конференции. – Сыктывкар: Полиграф-сервис, 2003.- С. 117-125. (0,5 п.л.)

9. Условия активизации инвестиционной деятельности // Журнал для акционеров, 2003. - №5. - С. 34-39. (0,5 п.л.)

10. Корпоративное управление: Учебное пособие / Под ред. А.П. Шихвердиева. – Сыктывкар: КРАГСиУ, 2003. 7 п.л. (в соавторстве, лично автора – 3,9 п.л.)

11. Повышение уровня корпоративного управления как фактор социально-экономического развития региона // Межнациональные отношения как фактор стабильности в многонациональном регионе: Материалы республиканской научно-практической конференции. – Сыктывкар: СыктГУ, 2003. - С. 128-131.(0,2 п.л.)