

МГИМО (У) МИД РОССИИ

**Развитие российской модели
корпоративного управления и
социальной ответственности бизнеса**

30 октября 2012

**Председатель Комитета по финансовым рынкам
Торгово-промышленной палаты РФ, зав. отделом
международных рынков капитала ИМЭМО РАН,
д.э.н., проф. Я.М.Миркин**

**Российский бизнес был волатильнее 50 крупнейших стран
во время кризиса 2008 – 2009 гг. (база данных «Economist»)**

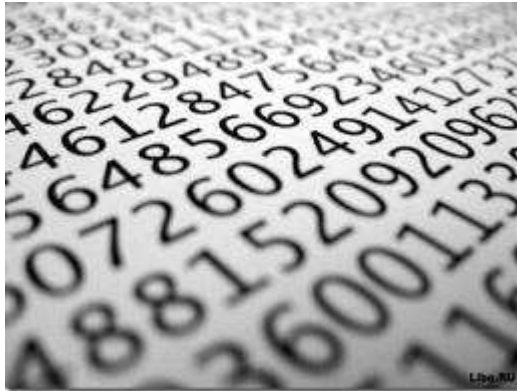
Страна	Фондовый индекс*, 29.12.2008 / 31.12.2007, %	Изменение ВВП в постоянных ценах, 2009 / 2008, %	Изменение накопленных прямых инвестиций в экономику, 2008 / 2007, %	Изменение накопление портфельных инвестиций в эконо-мику, 2008 / 2007, %
Россия	-71,9	-7,90	-56,5	-69,4
Швеция	-52,2	-5,14	-12,0	-26,8
Еврозона	-48,4	-4,07	-3,1	-12,4
Германия	-43,2	-4,72	-4,3	-10,1
США	-36,0	-2,63	+8,0	-7,8

Возможно ли сделать экономику устойчивее
за счет изменения модели корпоративного управления
и роста социальной ответственности бизнеса?



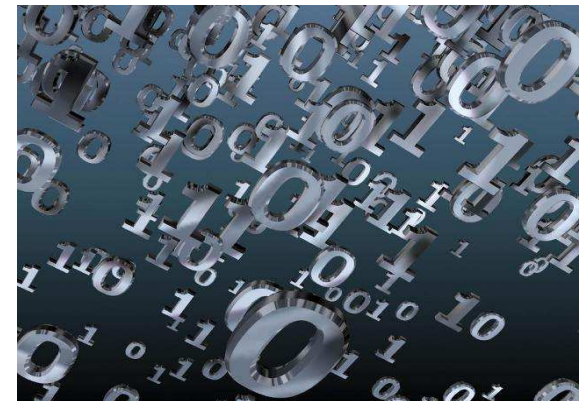
Возможно ли это для России?

Для введения –
несколько экономических уравнений



Корпоративное управление = f (базовая модель корпорации, существующей в экономике)

Модель корпорации = f (структуры собственности в экономике, экономического поведения населения)

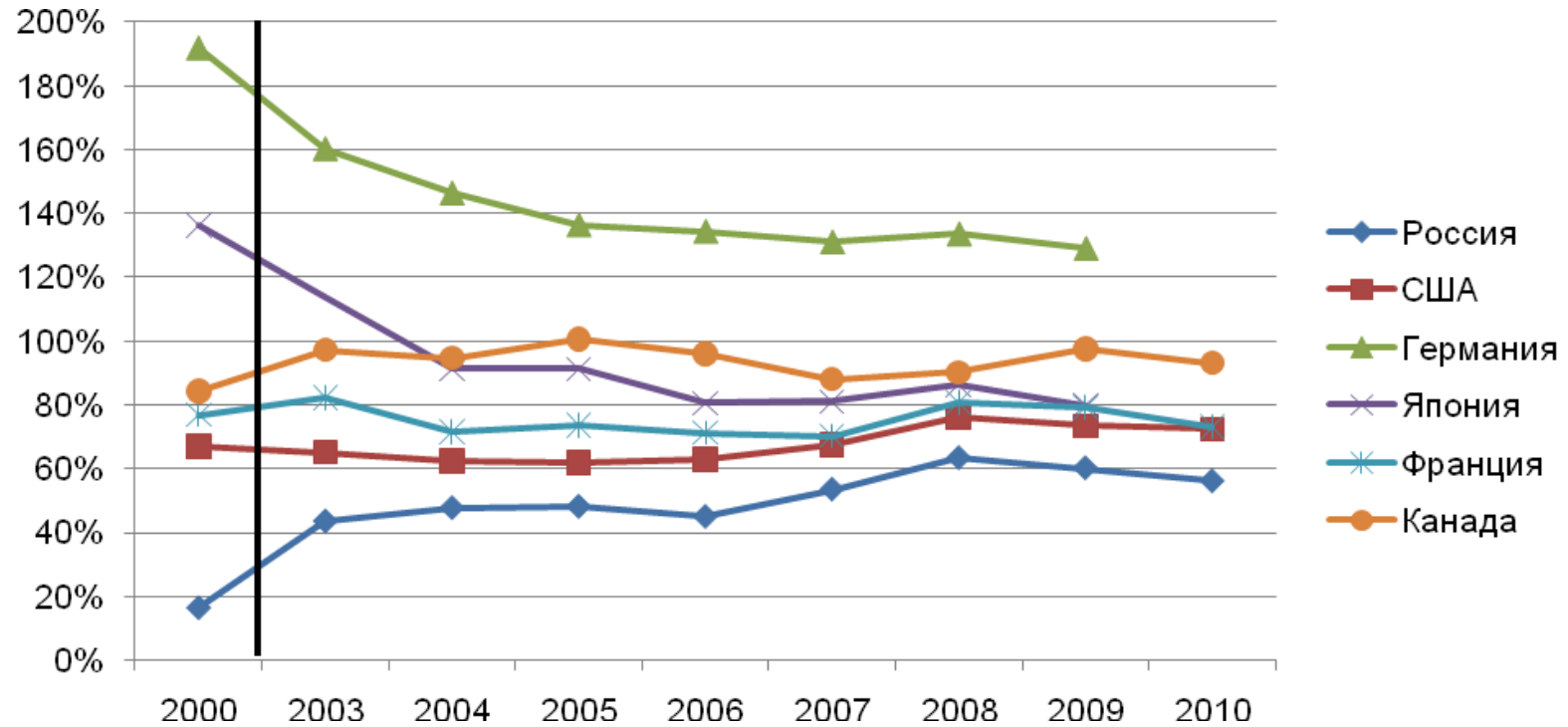


Различия структур собственности и моделей финансирования экономики - 1

	США	Япония	Германия
Доля акционерных капиталов в прямой собственности населения, %, 2005 – 2006	38,5	18,1	12,5
Капитализация рынков акций / ВВП, %, 2006	115,3	105,7	56,4
Банковские кредиты экономике / ВВП, %, 2006	97,4	166,0	147,8

Источник данных для расчетов: Rydqvist Kristian, Spizman Joshua, Strebulaev Ilya. The Evolution of Aggregate Stock Ownership. December 2010, IMF Economic Outlook Database 2011, IMF International Financial Statistics 2008, WFE Annual Statistics

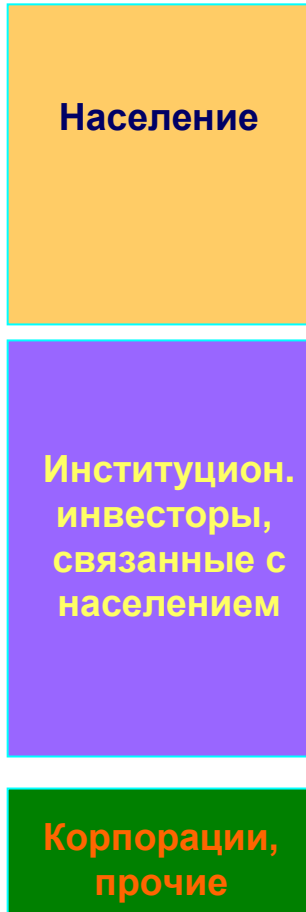
Различия структур собственности и моделей финансирования экономики - 2



Сопоставление показателя финансового рычага коммерческих нефинансовых организаций (соотношения заемных долговых источников и собственных средств в структуре пассива баланса) России и крупнейших развитых стран

Различия структур собственности и моделей корпораций - 3

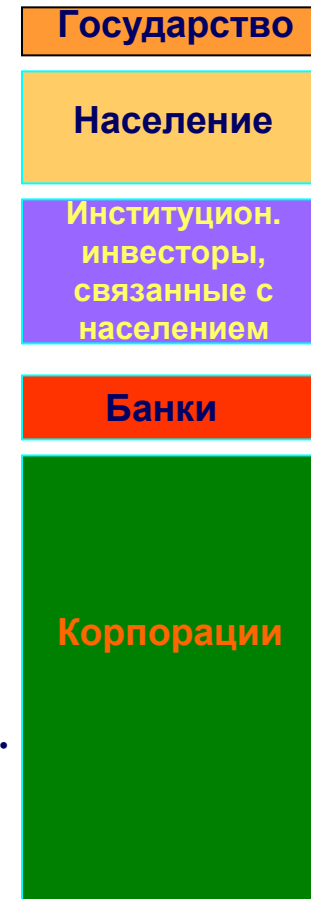
США



Американская модель корпорации - диверсифицированная собственность на капитал, отсечение банков от прямых частей. Высшая цель - капитализация. Акцент - капитализация, market-based financing. «Капитализм акционеров»

Германская модель корпорации - крупные «стейкхолдеры» в капитале (держатели крупных пакетов), прямые участия банков). Интерес к капитализации - снижен. Акцент - долговые рынки, рынок корпоративного контроля, bank-based financing. «Капитализм стейкхолдеров», не заинтересованных в размывании капитала

Германия



35%

Зависимость корпоративного управления от структуры собственности и модели корпораций - 1

Средняя доля в капитале 3 крупнейших акционеров (10 крупнейших компаний страны), %	Суммарный рейтинг страны по защите прав акционеров в законодательстве и эффективности правоприменения					
	< = 10	11-12	13-14	15-16	17-18	19-20
> 15 –30%			Тайвань, Южная Корея		Япония	США , Великобритания, Австралия, Швеция
> 30-45%			Пакистан	Индия, Ирландия, Франция	Дания, Нидерланды, Чили, Швейцария	Канада, Норвегия, Финляндия
> 45-50%		Таиланд		Германия		Новая Зеландия, Сингапур
> 50 – 55%	Венесуэла	Бельгия, Зимбабве, ЮАР	Аргентина Малайзия, Россия	Гонконг, Израиль, Испания, Португалия		
> 55 – 60%	Индонезия Турция	Бразилия, Перу, Шри - Ланка	Италия	Австрия, Филиппины		
> 60 –65%	Египет, Мексика	Колумбия	Греция			

Зависимость корпоративного управления от структуры собственности и модели корпораций - 2

Рейтинги прозрачности S&P по странам и регионам, 2002 г.

Страна	Уровень прозрачности
США	70%
Европа, в том числе:	58%
Великобритания	70%
Страны континентальной Европы	51%
Япония	61%
Азиатско-тихоокеанский регион, в том числе	48%
Развивающиеся страны Азии	40%
Латинская Америка	31%
Россия	34,5%

Зависимость корпоративного управления от структуры собственности и модели корпораций - 3

Рейтинги корпоративного управления GMI
(*Corporate Library u GovernanceMetrics International*) (сентябрь 2010 г.)

Великобритания	7,60
Канада	7,36
США	7,16
Швеция	5,88
Германия	5,80
Австрия	5,77
Италия	5,25
Франция	4,70
Развивающиеся рынки	3,94
Бразилия	3,92
Россия	3,90
Китай	3,37
Япония	3,30

Структура собственности и модель корпорации в России - 1

Выборка (3500 компаний):

- **1-3 собственников** - 59% компаний
- число собственников **больше 10 лиц** - менее чем в 10% компаний ;

Доля компаний с **одним крупнейшим акционером,**
контролирующим **более 50%** компании :

- средние компании (выручка – 0,4 – 1 млрд. руб.) - 90% выборки
- крупные компании (выручка – более 1 млрд. руб.) - 80% выборки

Доля компаний с **одним крупнейшим акционером,**
контролирующим **более 90%** компании - 45% выборки;

Средний показатель **free-float** крупнейших российских компаний, входящих в состав российских фондовых индексов - **18,0%** (медиана) или **19,7%** - (среднее арифметическое)

Структура собственности и модель корпорации в России - 2

Годовой доход компании, млрд. рублей	Доля компаний, имеющих офшорных собственников
От 0,4 до 1	5 - 6%
От 1 до 30	10 - 11%
Больше 30	20 - 25%

**Примеры - Лукойл, Северсталь, ММК, Мечел, НЛМК,
Норникель, Уралкалий, Русал, структуры Газпрома**

**Еврофинансы, СПАРК, 2011, по выборке более 3500 компаний
с иностранным участием**

Структура собственности и модель корпорации в России - 3

- Усиление переноса собственности в офшоры. Уход в офшоры не только собственников, но и держаний («транзитные холдинги»)

Показатель, 2010, %	Прямые иностранные инвестиции		Портфельные иностранные инвестиции	
	в Россию	из России	в Россию	из России
Доля оффшоров	79	78	29	69
В т.ч.				
Кипр	36	42	1	12
Карибы	26	16	-	2
Нидерланды, Люксембург, Швейцария	14	17	22	34
Ирландия, Нормандские острова	1	1	6	20

*IMF CDIS, SPIS - 2010

Модель поведения населения - 1

Тип государства по отношению к экономике, в наибольшей степени отвечающий интересам России, 1994 – 2011, в %*

Типы государств	1994	2001	2011
Государство, которое своё вмешательство в экономику сведет к минимуму, предоставив максимальную свободу частной инициативе	13	8	9
Государство, которое полностью восстановит централизованное регулирование экономики, контроль за ценами	16	18	28
Государство, которое восстановит государственный сектор экономики, одновременно расширив частные экономические и политические возможности граждан	40	37	41
Тип государства не имеет значения; стране нужен лидер, который возьмет на себя всю ответственность за происходящее в России и будет проводить решительную политику	21	23	22
Затруднились ответить	10	14	0

*Двадцать лет реформ глазами россиян: опыт многолетних социологических опросов (под ред. М.К.Горшкова, Р.Крумма, В.В.Петухова). – М.: Институт социологии РАН, Издательство «Весь Мир», 2011. – С.169

Какие организации должны управляться частным сектором, а какие – государством, 2011, в %*

	Частным сектором	И частным сектором, и государством	Государством
Электростанции	4	14	82
Добывающие отрасли	3	21	76
Пенсионные фонды	3	22	75
Железнодорожный и авиационный транспорт	4	25	71
ЖКХ	5	29	66
Металлургия и машиностроение	7	31	62
Строительство и предоставление жилья	6	42	53
Дорожное строительство	7	45	49
Банки	6	47	46
Сельское хозяйство	14	47	39
Производство продуктов питания	13	49	38

*Двадцать лет реформ глазами россиян: опыт многолетних социологических опросов (под ред. М.К.Горшкова, Р.Крумма, 15 В.В.Петухова). – М.: Институт социологии РАН, Издательство «Весь Мир», 2011. – С.177 - 178

Модель поведения населения - 3

Число сверхсостоятельных домашних хозяйств (имущество - более 100 млн. USD)

	Страны	2010	2011
1	США	2989	2928
2	Великобритания	1125	1125
3	Германия	807	807
4	Россия	607	686
5	Китай	538	648
6	Франция	480	470
7	Тайвань	369	375
8	Швейцария	366	366
9	Турция	318	344
10	Италия	319	333
11	Австрия	301	301
12	Нидерланды	291	279
13	Индия	241	278
12	Канада	252	257
15	Австралия	228	228

**Число взрослых лиц, обладающих личными активами более 1 млн. USD, 2011
(финансовые активы + дома +квартиры + земля – долги)**

Модель поведения населения - 4

Место	Страны	Млн.чел.	%
20	Индия	0,2	0,7
21	Сингапур	0,18	0,6
22	Мексика	0,18	0,6
23	Австрия	0,16	0,5
24	Израиль	0,12	0,4
25	Индонезия	0,11	0,4
26	Турция	0,1	0,3
27	Россия	0,1	0,3
28	Гонконг	0,09	0,3
29	Греция	0,09	0,3
30	Финляндия	0,08	0,3
31	Португалия	0,07	0,2
32	Южная Африка	0,07	0,2
33	Ирландия	0,07	0,2
34	Новая Зеландия	0,06	0,2
35	Польша	0,05	0,2
36	Саудовская Аравия	0,04	0,1
37	Колумбия	0,04	0,1
38	ОАЕ	0,04	0,1

**Credit Suisse
Global Wealth
Databook 2011**

Число взрослых лиц, обладающих личными активами более 100 тысяч USD, 2011
(финансовые активы + дома +квартиры + земля – долги)

Модель поведения населения - 5

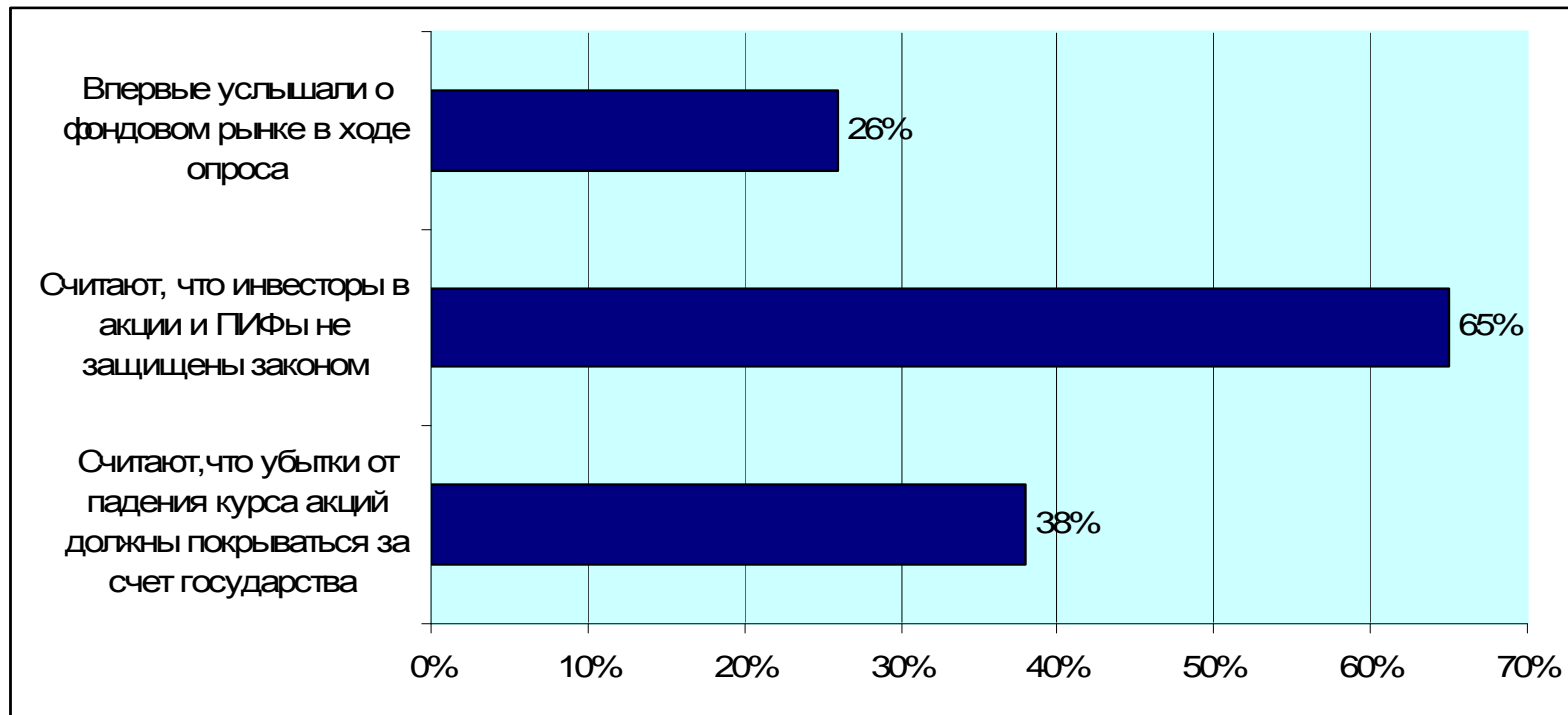
Место	Страны	Млн.чел.	%
20	Швеция	2,4	0,6
21	Индонезия	2,36	0,6
22	Греция	2,25	0,6
23	Сингапур	1,99	0,5
24	Южная Африка	1,89	0,5
25	Финляндия	1,73	0,4
26	Португалия	1,71	0,4
27	Норвегия	1,7	0,4
28	Ирландия	1,69	0,4
29	Израиль	1,62	0,4
30	Дания	1,56	0,4
31	Турция	1,38	0,3
32	Польша	1,18	0,3
33	Гонконг	1,17	0,3
34	Новая Зеландия	1,16	0,3
35	Колумбия	1,02	0,3
36	Россия	0,92	0,2
37	ОАЕ	0,88	0,2
38	Аргентина	0,83	0,2

Credit Suisse
Global Wealth
Databook 2011

Следствие сверхконцентрированной собственности

Докризисный опрос в России, на взлете рынка акций

Только у **5%** населения максимально выражена установка на участие в инвестиционной деятельности



Действующая модель бизнеса - 1

- **Крупнейшие компании**
 - участие государства в собственности / близость с государством
 - жесткие пирамидальные конструкции с ограниченной вертикальной миграцией, конфликтами интересами между «командами» («свой - чужой»), частые смены менеджмента / внеэкономические причины
 - высокие конфликты интересов, очень велики транзакционные издержки
 - небольшой free float, рост капитализации - политическая задача
 - капитализация, финансирование - преимущественно за рубежом (ADR, кредиты, еврооблигации)
 - финансовая инфраструктура - кэптивы, крупные полугосударственные финансовые институты, крупнейшие иностранные коммерческие и инвестиционные банки
 - расширение переноса собственности в офшоры
- **Соблюдение стандартов корпоративного управления – преимущественно с позиций получения внешнего финансирования**

Действующая модель бизнеса - 2

Компании средней капитализации

- Высокая концентрация собственности
- зависимость бизнеса от государства
- резкое нарастание регулятивных издержек
- раздробленность бизнеса, его непрозрачность (офшоры, налоговые оптимизации, управленческий учет, разделение денежных потоков, активов, затрат и прибылей, ответственности)
- Сцилла и Харибда: быть публичным или закрытым, оставаться на уровне small caps или реструктурироваться, капитализация против прямого доступа к потокам компании
- небольшой free float, рост капитализации - под продажу 10 - 15% бизнеса, под возврат инвестиций
- высоки конфликты интересов между собственниками и менеджерами, низкий уровень корпоративного управления, велики транзакционные издержки
- капитализация, финансирование - преимущественно на внутреннем рынке, стремление - за деньгами на внешний рынок

Соблюдение стандартов корпоративного управления – формально, не по существу

Действующая модель бизнеса - 3

Компании малой капитализации

- Резкое нарастание регулятивных издержек
 - Меньше инноваций, меньше уровень риска, принимаемый экономическими агентами
 - Характеристика компаний малой капитализации - см. *medium caps* + запредельные риски
 - Поэтому - почти невозможно найти *small caps* для вывода на публичный рынок
 - «Американская» модель венчурного финансирования невозможна (собственность концентрирована, никто не готов к разводнению и к капитализации с выходом на IPO, инновационный сегмент рынка акций - крайне ограничен)
 - финансовая инфраструктура - *informal finance*, микрофинансирование
- Несоблюдение стандартов корпоративного управления**

Действующая модель бизнеса - 4

Финансовые рынки

- Главные рынки –
 - долгов,
 - корпоративного контроля
- Массовый публичный рынок акций ограничен (несколько сот эмитентов, 800 – 900 тысяч инвесторов)
- Рынки финансовых инноваций – ограничены
- Модель венчурного финансирования – «континентальная», с высоким участием государства. Американская модель – единичные примеры
- Рынки small caps, высокотехнологичных компаний, компаний «новой экономики» - ограничены (единичные примеры)

Как соединить сегодня несоединимое – собственность на бизнес и средний класс?



**Ответ – политика государства,
программа «выращивания» активов среднего
класса (земля, недвижимость, акции – участия в
капиталах бизнеса), роста платежеспособного
спроса на капитальные активы**

Развитие российской модели корпоративного управления

Основное направление – деконцентрация собственности, стимулирование массовой собственности на акции, роста внутреннего спроса на миноритарное участие в бизнесе

- Налоговое стимулирование спроса среднего класса на инвестиции в акции (длинные вложения, приоритетные отрасли, доход от капитала, равный режим для нерезидентов (9% и 15%, 13% и 30%))
- Новые классы инвесторов, представляющих население, с налоговыми льготами
 - Личные пенсионные счета
 - Инвестиционные клубы
 - Корпоративные пенсионные планы
 - Корпоративные инвестиционные планы
 - Корпоративные компенсационные планы (оплата труда акциями)
 - Инвестиционные фонды социально ответственного инвестирования (инфраструктура, регионы, здравоохранение и т.п.)
 - Религиозное инвестирование
 - Компенсационные фонды финансовых СРО
- Налоговая реструктуризация
 - Программы опционов для менеджеров и специалистов (опционы эмитента)
 - Эндаумент-фонды (фонды целевого капитала)
 - Благотворительные фонды
- Более сбалансированная приватизация
 - Часть госпакетов – на специализированные аукционы для населения (не только для иностранных и крупных инвесторов, 15-25% - для розницы)

Благодарю за внимание

Вопросы?