

**Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего образования  
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

**Жданов Д.А., Кузнецов М.Е., Гумилевская О.В.,  
Пахомова Г.Ю., Рогова Т.В.**

**Методы повышения результативности корпоративного  
управления и минимизации агентских издержек в системе  
современных российских корпоративных отношений**

**Москва 2019**

**Аннотация.** Настоящая работа посвящена изучению возможных методов совершенствования корпоративного управления, в первую очередь, в компаниях с государственным участием. Методика исследования основана на подходах, положенных в основу российского Кодекса корпоративного управления, и рекомендациях организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). В ходе исследования определено влияние качества корпоративного управления на финансовую результативность компаний с государственным участием, и на этой основе подготовлены рекомендации по повышению эффективности управления российскими компаниями с государственным участием. В работе также сформированы предложения по совершенствованию отечественных корпоративных отношений и, в частности, предложены рекомендации по организации отбора собственниками бизнеса высших руководителей корпорации при их найме, показан механизм их работы и особенности интерпретации полученных результатов.

Жданов Д.А., ведущий научный сотрудник научно-исследовательской лаборатории экономики и управления бизнесом ВШКУ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Кузнецов М.Е., ведущий научный сотрудник научно-исследовательской лаборатории экономики и управления бизнесом ВШКУ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Гумилевская О.В., младший научный сотрудник научно-исследовательская лаборатория экономики и управления бизнесом ВШКУ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Пахомова Г.Ю., младший научный сотрудник научно-исследовательская лаборатория экономики и управления бизнесом, ВШКУ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Рогова Т.В., младший научный сотрудник научно-исследовательская лаборатория экономики и управления бизнесом ВШКУ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2018 год

## **ОГЛАВЛЕНИЕ**

<b>ВВЕДЕНИЕ.....</b>	<b>4</b>
<b>1 Управление российскими компаниями с государственным участием .....</b>	<b>6</b>
<b>1.1 Проблематика корпоративного управления российскими компаниями с государственным участием .....</b>	<b>6</b>
<b>1.2 Характеристика предприятий с государственным участием .....</b>	<b>7</b>
<b>1.3 Раскрытие информации компаниями с государственным участием .....</b>	<b>13</b>
<b>1.4 Анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятий с государственным участием .....</b>	<b>18</b>
1.4.1 Методика оценки финансово-хозяйственной деятельности предприятий с государственным участием .....	18
1.4.2 Выручка .....	19
1.4.3 Прибыль до налогообложения.....	22
1.4.4 Чистая прибыль (убыток).....	25
1.4.5 Активы .....	29
1.4.6 Капитал и резервы .....	31
1.4.7 Чистые активы.....	34
1.4.8 Инвестиционная деятельность.....	38
1.4.9 Рентабельность.....	38
1.4.10 Дивиденды.....	41
1.4.11 Динамика индекса акций государственного сектора .....	45
<b>1.5 Корпоративное управление в компаниях с госучастием .....</b>	<b>46</b>
1.5.1 Количественный состав совета директоров .....	47
1.5.2 Доля независимых директоров в составе совета .....	48
1.5.3 Специализированные комитеты при совете директоров .....	49
1.5.4 Вознаграждение совета директоров.....	51
1.5.5 Исполнение поручений Президента и Правительства РФ .....	52
<b>1.6 Взаимосвязь качества корпоративного управления и финансовых результатов</b>	
53	
<b>1.7 Рекомендации по повышению эффективности управления российскими компаниями с государственным участием .....</b>	<b>58</b>
<b>1.8 Итоговые замечания по корпоративному управлению российскими компаниями с государственным участием .....</b>	<b>59</b>
<b>2 Рекомендации по отбору собственниками первых лиц корпорации.....</b>	<b>68</b>
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....</b>	<b>74</b>
<b>СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ .....</b>	<b>75</b>

## **ВВЕДЕНИЕ**

В настоящее время во всем мире значительное внимание уделяется повышению качества корпоративного управления. В российских публичных компаниях к настоящему времени достигнут определенный прогресс в развитии практики корпоративного управления. Основу этого прогресса обеспечили как регуляторное закрепление лучших стандартов качества корпоративного управления, так и установленные требования к раскрытию информации об их соблюдении.

Реформа гражданского законодательства, проведенная в последние годы, затронула, в том числе, сферу корпоративных правоотношений. Существенное влияние на улучшение отечественного корпоративного управления, делового и инвестиционного климата, повышение эффективности бизнеса оказало введение Кодекса корпоративного управления, закрепление стандартов управления, регуляторная фиксация эталонов качества корпоративного управления, а также заявленные Центральным банком требования к раскрытию информации об их соблюдении. За последнее время также существенно усилились требования к российским компаниям со стороны регулирующих органов и институциональных инвесторов. Работоспособная система корпоративного управления становится для отечественных компаний таким же конкурентным преимуществом, как материальные и финансовые ресурсы.

Информация о реализации требований кодекса корпоративного управления регулярно публикуется как в годовых отчетах, так и на сайтах публичных компаний. В данной связи в настоящее время в открытом доступе имеется достаточное количество данных о состоянии корпоративного управления в публичных компаниях. Одновременно можно отметить наличие широкого круга инструментов, измеряющих качество внедряемых процессов.

Вместе с тем, при наличии достаточной информации в открытом доступе о корпоративном управлении в публичных российских компаниях, существующие инструменты оценки качества управления (рейтинги, обзоры) не позволяют в полной мере количественно оценить эффект от применения лучшей практики КУ. Внедрение национального индекса корпоративного управления может способствовать решению этой задачи.

Отдельный интерес в работе уделен управлению отечественными компаниями с государственным участием, поскольку они составляют существенную часть российской экономики. Качество корпоративного управления в таких компаниях определяет перспективы экономического роста и развития всей российской экономики. Регулярная независимая оценка деятельности компаний с государственным участием, включающая анализ финансовых результатов, бюджетной эффективности и качества корпоративного управления может стать хорошим инструментом повышения эффективности компаний всего госсектора. Эффективное

управление позволяет максимизировать результаты владения, пользования и распоряжения объектами собственности, в рамках законодательно установленных ограничений.

В последние годы существенные усилия Правительства РФ были направлены на повышение эффективности управления компаниями с государственным участием – через внедрение лучшей практики корпоративного управления, стратегического планирования, повышения прозрачности деятельности компаний. Был выпущен ряд директив, направленных на повышение эффективности управления компаниями с государственным участием, внедрение рекомендаций обновленного Кодекса корпоративного управления.

В связи с вышесказанным представляется актуальным оценить эффект от реализации данных инициатив с точки зрения повышения прозрачности, качества корпоративного управления и эффективности деятельности компаний с государственным участием, а также определить методы совершенствования корпоративного управления.

# **1 Управление российскими компаниями с государственным участием**

## **1.1 Проблематика корпоративного управления российскими компаниями с государственным участием**

Рассмотрим влияние корпоративного управления на результативность корпораций с государственным участием. С одной стороны, данным компаниям присущи общие проблемы корпоративного управления, а с другой – наличие в качестве акционера государства обеспечивает их хозяйственную устойчивость, снижает риски, и одновременно уменьшает мотивы к улучшению корпоративного управления. Сказанное определяет особый интерес к состоянию корпоративного управления в данных компаниях.

Компании с государственным участием составляют существенную часть российской экономики. Качество корпоративного управления в таких компаниях определяет перспективы экономического роста и развития всей российской экономики.

Регулярная независимая оценка деятельности компаний с государственным участием, включающая анализ финансовых результатов, финансового положения, бюджетной эффективности и качества корпоративного управления может стать хорошим инструментом повышения эффективности компаний госсектора. Эффективное управление позволяет максимизировать результаты владения, пользования и распоряжения объектами собственности в рамках законодательно установленных ограничений.

В последние годы существенные усилия Правительства были направлены на повышение эффективности управления компаниями с государственным участием – через внедрение лучшей практики корпоративного управления [1], внедрение стратегического планирования, повышение прозрачности деятельности компаний [9]. Был выпущен ряд директив, направленных на повышение эффективности управления компаниями с государственным участием [3], внедрение рекомендаций обновленного Кодекса корпоративного управления [4; 5]. Методологической основой изменений стали руководящие принципы ОЭСР по корпоративному управлению для предприятий с государственным участием, а также на российский Кодекс корпоративного управления [6; 7; 8].

В связи с этим представляется актуальным оценить эффект от реализации данных инициатив с точки зрения повышения прозрачности, качества корпоративного управления и эффективности деятельности компаний с государственным участием.

## 1.2 Характеристика предприятий с государственным участием

В соответствии с *определением ОЭСР<sup>1</sup>*, к Государственным предприятиям (ГП) относятся компании в отношении которых государство осуществляет право собственности. В состав таких предприятий входят акционерные общества, общества с ограниченной ответственностью и товарищества с ограниченной ответственностью, а также корпорации, учрежденные в соответствии с отдельным законом, если они участвуют в экономической деятельности. Будем относить сюда все ГП, находящиеся под контролем государства, если государство является конечным бенефициарным владельцем контрольного пакета акций, с правом голоса или иначе осуществляет аналогичный контроль. В соответствии с подходом ОЭСР [8], выделяются 4 группы ГП (таблица 1.1).

Таблица 1.1 – Корпоративные формы государственных предприятий

<b>Предприятия, включенные в котировальный список</b>	Предприятия, акции которых котируются на фондовой бирже или иначе предлагаются широкой публике. В целях осуществления сбора данных, ГП с обращаемыми на рынке долговыми ценными бумагами (облигациями) не являются «включенными в котировальный список». Однако субъекты первичного финансового мониторинга в своей отчетности могут делать отметки о таких ситуациях.
<b>ГП, включенные в котировальный список</b>	ГП, акции которых не обращаются на рынке, но которые зарегистрированы как корпорации в соответствии с общим корпоративным правом.
<b>Корпорации, основанные на законе</b>	Предприятия, действующие в соответствии с собственной специфической законодательной базой, не связанной с общим корпоративным правом. В России эта категория включает Госкорпорации.
<b>Квазикорпорации</b>	Автономная коммерческая деятельность в секторе государственного управления без специфической законодательной базы. Они взимают существенные в экономических рамках комиссии и обособлены от других частей государственного сектора, среди прочего, наличием отдельных активов и пассивов.

<sup>1</sup> ОЭСР [URL: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/32159669.pdf>]

Применительно к российской специфике в соответствии с методикой, предложенной ОЭСР, к ГП относятся:

- 1) АО с государственным участием с долей участия государства более 50 %,
- 2) АО с государственным участием, с долей участия государства менее 50%, в отношении которого применяется право «золотой акции»,
- 3) Госкорпорации.

Так как большинство ФГУП находятся в переходной стадии (в настоящее время в отношении большинства из ФГУП принято решение о преобразовании их в акционерные общества) они были исключены из анализа в рамках данного отчета.

В рамках настоящего исследования сформирована база, которая включает 333 компании с государственным участием. Данные компании, исходя из доли государства в их уставном капитале, были сгруппированы в три категории, приеденные на Таблице 1.2.

Таблица 1.2 – Доля государства в уставном капитале компаний

Доля государства в уставном капитале	Количество компаний	%
АО, в УК которых доля РФ 100%	252	75,7%
АО, в УК которых доля РФ от 50 до 100%	27	8,1%
АО, в УК которых доля РФ от 25 до 50%	54	16,2%
ИТОГО	333	100%

Большую долю исследуемых компаний составляют общества, уставный капитал которых полностью принадлежит государству. Из этого следует, что государство в лице федерального органа реализует свои права как акционера посредством принятия стратегических решений в управлении обществом.

В соответствии с нормами Постановления № 738 эффективное управление акциями, находящимися в федеральной собственности, осуществляется по принципу «двух ключей». Права акционера АО, акции которых находятся в собственности Российской Федерации, от имени Российской Федерации осуществляют Росимущество на основании предложений федерального агентства, находящегося в ведении федерального министерства, либо федерального органа. В рамках установленных компетенций Росимуществом обеспечивается общее руководство деятельностью АО, а на ФОИВ отведены функции по выработке государственной политики, координации и регулированию в соответствующей сфере деятельности АО [10; 11; 12; 13]. Информация о распределении госкомпаний, по результатам исследования, представлена в таблице 1.3.

Таблица 1.3 – Распределение государственных компаний между отраслевыми ФОИВ

<b>ФОИВ</b>	<b>Компании, %</b>
Министерство Культуры РФ	2,7%
Министерство образования и науки РФ	1,5%
Министерство природных ресурсов и экологии РФ	0,6%
Министерство промышленности и торговли РФ	18,0%
Министерство связи и массовых коммуникаций РФ	2,7%
Министерство сельского хозяйства РФ	14,1%
Министерство спорта РФ	0,3%
Министерство строительства и жилищно-коммунального хозяйства РФ	6,0%
Министерство транспорта РФ	1,8%
Министерство финансов РФ	2,7%
Министерство экономического развития РФ	0,9%
Министерство энергетики РФ	9,0%
Российская академия сельскохозяйственных наук	0,3%
Федеральная налоговая служба	0,3%
Федеральная служба государственной регистрации, кадастра и картографии	0,6%
Федеральная служба по надзору в сфере природопользования	0,3%
Федеральная служба по надзору в сфере защиты прав потребителей и благополучия человека	0,9%
Федеральная служба по регулированию алкогольного рынка	0,3%
Федеральное агентство воздушного транспорта	3,0%
Федеральное агентство железнодорожного транспорта	0,3%
Федеральное агентство морского и речного транспорта	1,5%
Федеральное агентство по государственным резервам	0,3%
Федеральное агентство по недропользованию	2,4%
Федеральное агентство по печати и массовым коммуникациям	6,3%
Федеральное агентство по рыболовству	0,6%
Федеральное агентство по техническому регулированию и метрологии	1,8%
Федеральное агентство по управлению государственным имуществом	11,1%
Федеральное дорожное агентство	6,6%

Продолжение таблицы 1.3.

<b>Федеральное космическое агентство</b>	<b>2,4%</b>
Федеральное медико-биологическое агентство	0,6%
<b>ИТОГО</b>	<b>100%</b>

Согласно приведенным данным наибольшее количество госкомпаний находится в ведении Министерства промышленности и торговли – 18%, Министерства сельского хозяйства – 14,1% и Федерального агентства по управлению государственным имуществом – 11,1%.

Для распределения компаний использовались отраслевые классификации, используемые ОЭСР в осуществлении сбора данных по размеру и отраслевому распределению госкомпаний (КДЕС). В таблице 1.4 приведено соответствие кодов ОКВЭД с классификацией КДЕС. Действующий ОКВЭД 2 построен на основе гармонизации с официальной версией на русском языке Статистической классификации видов экономической деятельности в Европейском экономическом сообществе (Statistical classification of economic activities in the European Community (NACE Rev.2)<sup>2</sup> путём сохранения в ОКВЭД 2 (из NACE Rev.2) кодов и наименований соответствующих группировок без изменения объёмов понятий [5].

Таблица 1.4 – Распределение государственных компаний по отрасли

<b>Отрасль</b>	<b>Соответствующие классификации КДЕС</b>	<b>Соответствие ОКВЭД</b>	<b>Компании, %</b>
Первичные секторы	Секции А, В и С19 КДЕС.	Раздел А (коды 01.00-03.99), Раздел В (коды 05.00-09.99), Раздел С (код 19)	11,4%
Производство	Секция С КДЕС – исключая С19	Раздел С (коды 10.00-33.99, исключая код 19)	15,0%
Финансы	Секция К КДЕС	Раздел К (коды 64.00-66.99)	3,0%
Телекоммуникации	J61 КДЕС	Раздел J (код 61)	0,9%

<sup>2</sup> Евростат [URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5902521/KS-RA-07-015-EN.PDF/dd5443f5-b886-40e4-920d-9df03590ff91?version=1.0>]

Продолжение таблицы 1.4.

<b>Электроэнергия и газ</b>	<b>Секция D КДЕС</b>	<b>Раздел D (коды 35.00-35.99)</b>	<b>2,1%</b>
Транспортное обслуживание	Секция Н КДЕС – исключая Н53	Раздел Н (коды 49.00-53.99, исключая код 53)	11,1%
Другие системы обеспечения	Секция Е КДЕС, почтовое обслуживание Н53 КДЕС	Раздел Е (коды 36.00-39.99, включая код 53 из Раздела Н)	0,6%
Недвижимость	Секция L КДЕС	Раздел L (коды 68.00-68.99)	7,2%
Другие виды деятельности	N77 КДЕС	Разделы F,G,I,M,N,O,P,Q,R,S,T,U (коды 41.00-43.99; 45.00-47.99; 55.00-56.99; 69.00-99.99)	48,6%
<b>ИТОГО</b>			<b>100%</b>

Наибольшее количество компаний – в отрасли «Производство»-15% и «Первичных секторах» (прежде всего сельское хозяйство и добыча) -11,4%.

Число госкомпаний в соответствии с определениями ОЭСР составляет 333, из них к категории «Предприятия, включенные в котировальный список» относится 12 компаний (ПАО "Газпром", ПАО "Нефтяная Компания "Роснефть", ПАО "Банк "ВТБ", ПАО "ФСК ЕЭС", ПАО АК "АЛРОСА", ПАО "Ростелеком", ПАО "Интер РАО", ПАО "ОАК", ПАО "Россети", ПАО "РусГидро", ПАО "Транснефть", ПАО "Аэрофлот"), остальные 321 компании относятся к категории «ГП, не включенные в котировальный список».

Все приведённые данные соотносятся с исследованиями, проводимыми Росимуществом и отраженными в отчете об управлении находящимися в федеральной собственности акциями открытых акционерных обществ и использовании специального права на участие российской Федерации в управлении открытыми акционерными обществами («золотой акции»)<sup>3</sup>.

Структура госкомпаний в разрезе географии присутствия представлена на рисунке 1.1, где Центральный ФО лидирует по количеству компаний с госучастием по сравнению с другими регионами России. Преобладающую долю составляют компании, осуществляющие свою

<sup>3</sup> Росимущество [URL: <https://www.rosim.ru/documents>]

деятельность в городах федерального значения – всего около 38%. Наименьше всего в выборке представлен Дальневосточный Федеральный Округ – 3% компаний.

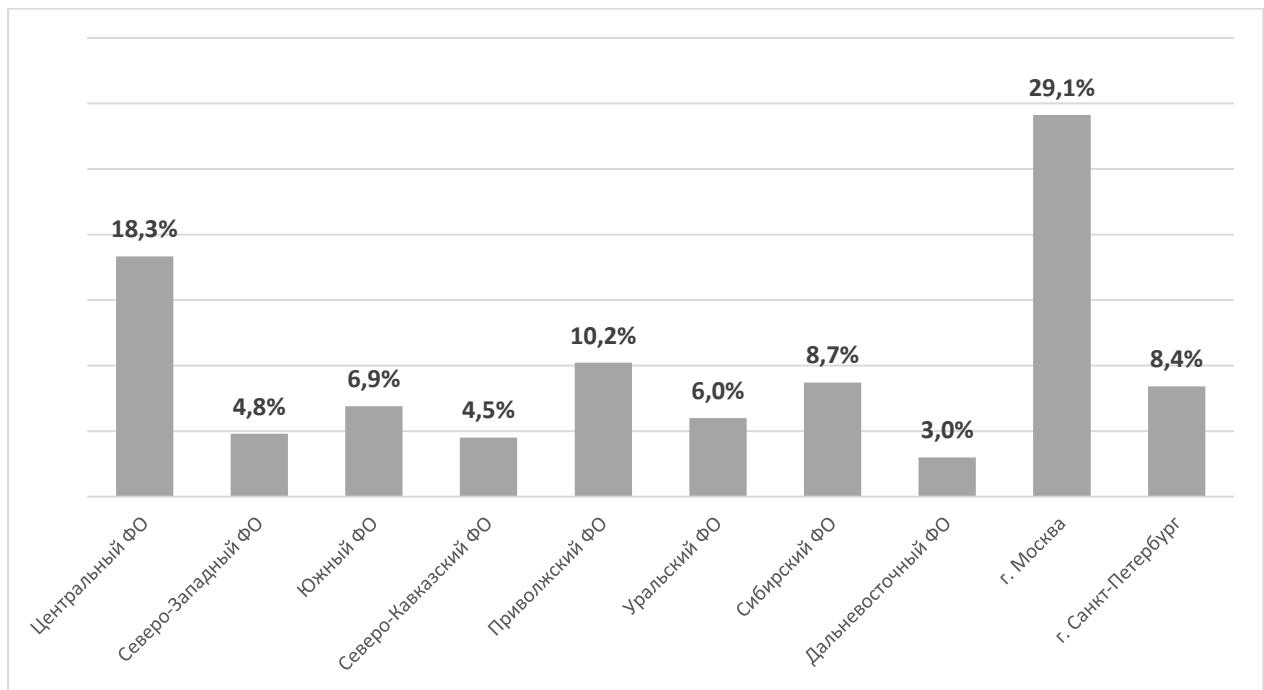


Рисунок 1.1 – Распределение государственных компаний по региону присутствия, %

Суммарная численность персонала государственных компаний составляет 2,7 млн. человек, однако 24% компаний не раскрывают информацию о численности персонала (таблице 1.5). Лидирующей отраслью по количеству занятых является «Транспортное обслуживание» - общая численность трудящихся в отрасли составляет 928 тыс. человек.

Таблица 1.5 – Распределение численности персонала по отраслям, чел.

<b>Отрасль</b>	<b>Общая численность отрасли</b>
Первичные секторы	336 223
Производство	180 713
Финансы	231 196
Телекоммуникации	142 553
Электроэнергия и газ	152 053
Транспортное обслуживание	928 132
Другие системы обеспечения	134

Продолжение таблицы 1.5.

<b>Недвижимость</b>	<b>954</b>
Другие виды деятельности	738 089
<b>ИТОГО</b>	<b>2 710 047</b>

Структура выручки исследуемых компаний представлена на рисунке 1.2. Большинство компаний за отчетный период имеют выручку до 10 млн. руб.

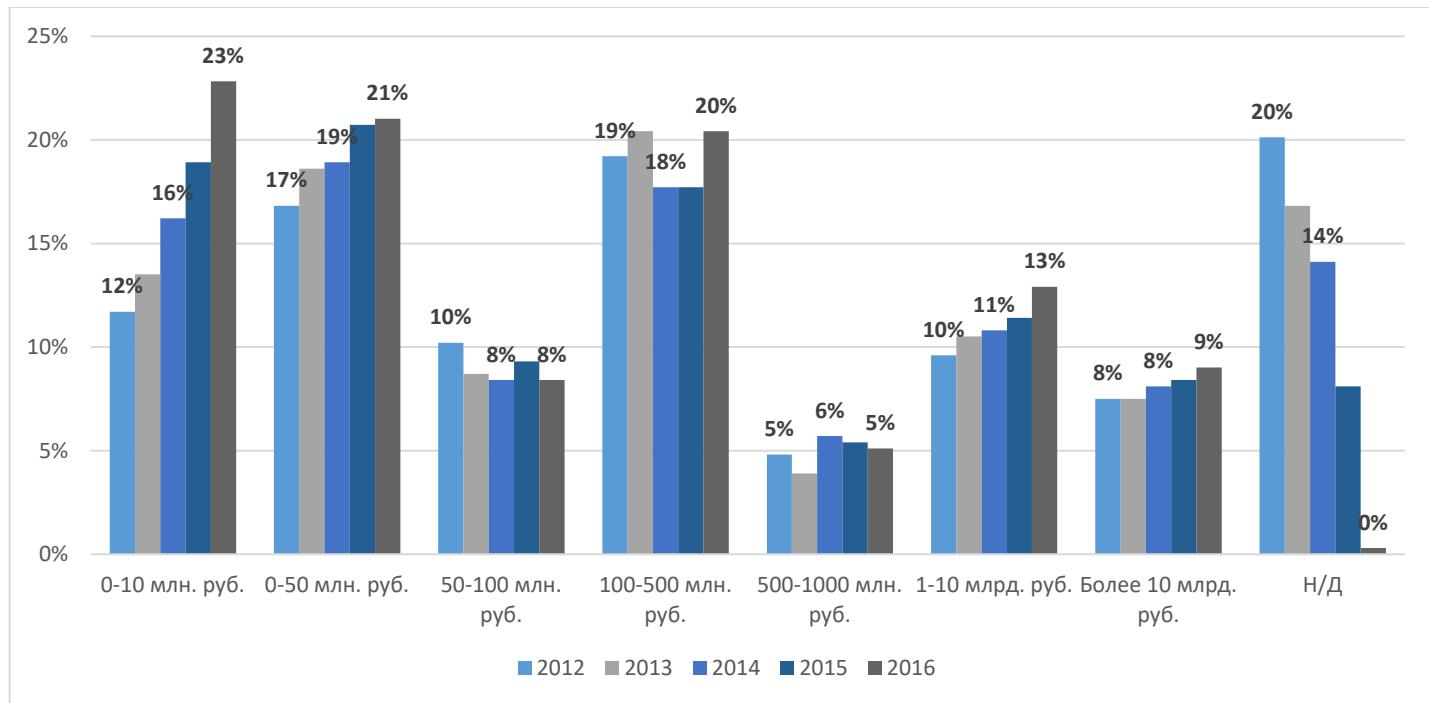


Рисунок 1.2 – Структура выручки компаний с госучастием, %

### 1.3 Раскрытие информации компаниями с государственным участием

Понятие «система раскрытия информации» объединяет в себе два важнейших принципа корпоративного управления - прозрачность и ответственность. Компании должны раскрывать полную и актуальную информацию для всех заинтересованных сторон, в том числе перед обществом. Достоверное, полное и своевременное раскрытие информации компаниями помогает обеспечить устойчивое доверие инвесторов и позволяет лучше оценить состояние бизнеса и активов компании [14].

В качестве источников для сбора данных использовались специализированные базы данных, содержащие общедоступную актуальную информацию о компаниях (Росстат, СКРИН,

СПАРК, Руспрофайл и др.), Интерфакс, годовые отчеты и официальные сайты компаний и МВ-портал Росимущества.

При анализе государственных компаний рассматривается пятилетний период 2012-2016гг.

Из рисунка 1.1. можно отметить, что 24% компаний были образованы после 2012 года, соответственно, при рассмотрении динамики показателей необходимо учитывать данный фактор.

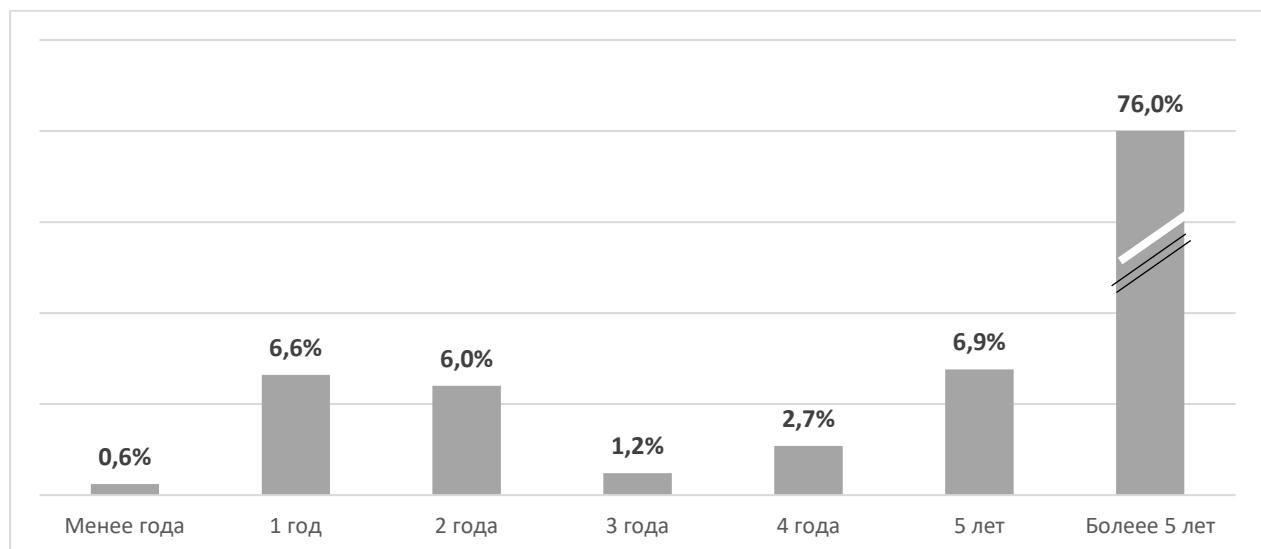


Рисунок 1.3 – Распределение государственных компаний по сроку существования, %

Одним из показателей, характеризующих уровень корпоративного управления, является показатель «Качество раскрытия информации», включающий в себя несколько критериев: наличие официального сайта, актуальность финансовых документов, полнота годового отчета и раскрытие внутренних документов компании. Будем оценивать данный показатель по трехбалльной шкале:

- 0 – нет сайта;
- 1 – официальный сайт с общей информацией о компании;
- 2 – на официальном сайте размещены актуальные финансовые документы и базовый годовой отчет;
- 3 – на официальном сайте размещены внутренние документы, актуальные финансовые отчеты и расширенный годовой отчет.

По результатам оценки всех компаний средний балл раскрытия составляет 0,9 из 3х – это означает, что в среднем раскрытие информации находится на достаточно низком уровне. Стоит отметить, что публичные компании, показывают хорошие результаты – 2,9 из 3х баллов.

41% исследуемых компаний не имеет сайта; если исключить эти компании из расчета, то средний балл остальных компаний составит 1,55 из 3х баллов - показатель выше среднего, это означает, что у всех компаний, у которых есть официальный сайт имеется базовый годовой отчет и некоторые финансовые документы (не всегда актуальные). Сказанное отражено на рисунке 1.2.

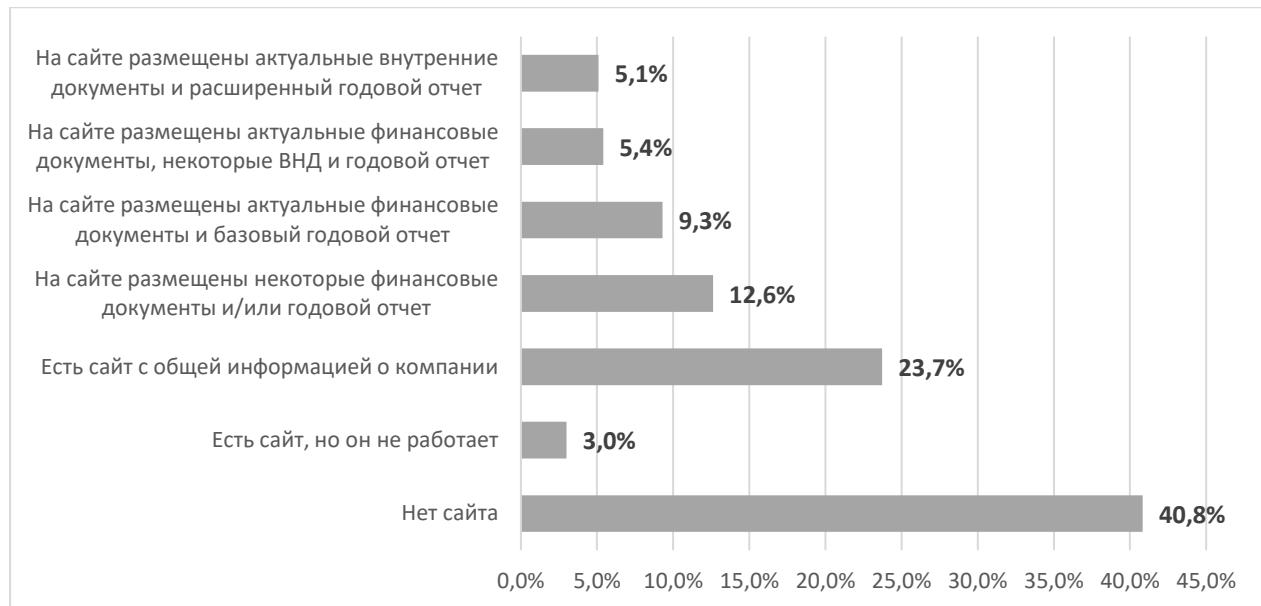


Рисунок 1.4 – Уровень раскрытия информации компаниями с государственным  
участием, %

Только 5% компаний имеют высший уровень раскрытия информации. Эти компании раскрывают не только актуальные финансовые отчеты, но и все необходимые внутренние документы, рекомендованные кодексом корпоративного управления, а также полный годовой отчет, который содержит не только основную информацию, но и дополнительную, для диалога с заинтересованными сторонами.

В специализированном МВ-портале Росимущества раскрывают информацию – 96% компаний. На информации, содержащейся в открытых базах данных, построено исследование.

Что касается раскрытия годовых отчетов, из исследования следует, что не все компании раскрывают актуальные годовые отчеты – уровень раскрываемой информации достаточно низкий. Актуальный годовой отчет за 2016г. раскрывают только 53,2% компаний, притом годовые отчеты отсутствуют у 13,2% компаний. Стоит учесть то, что 13% компаний были зарегистрированы в 2015-2017 гг. (рисунок 1.3). Из данного рисунка видно, что около 8% компаний не публиковали годовую отчетность в течении 3х лет.

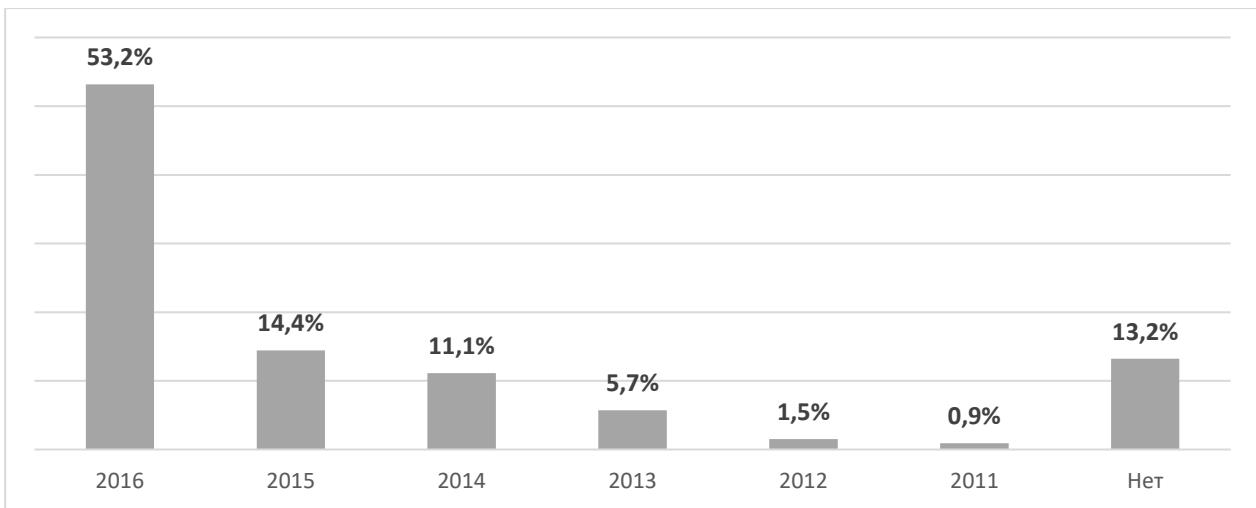


Рисунок 1.5 – Последний годовой отчет за соответствующий год, опубликованный компаниями, %

Финансовую информацию за отчетный год раскрывают все компании, входящие в базу исследования (рисунок 1.4). Отсутствие финансовой отчетности в том или ином году связано, прежде всего, с датой образования общества. Именно поэтому необходимо соотносить информацию, содержащуюся на рисунках 1.1 и 1.4.

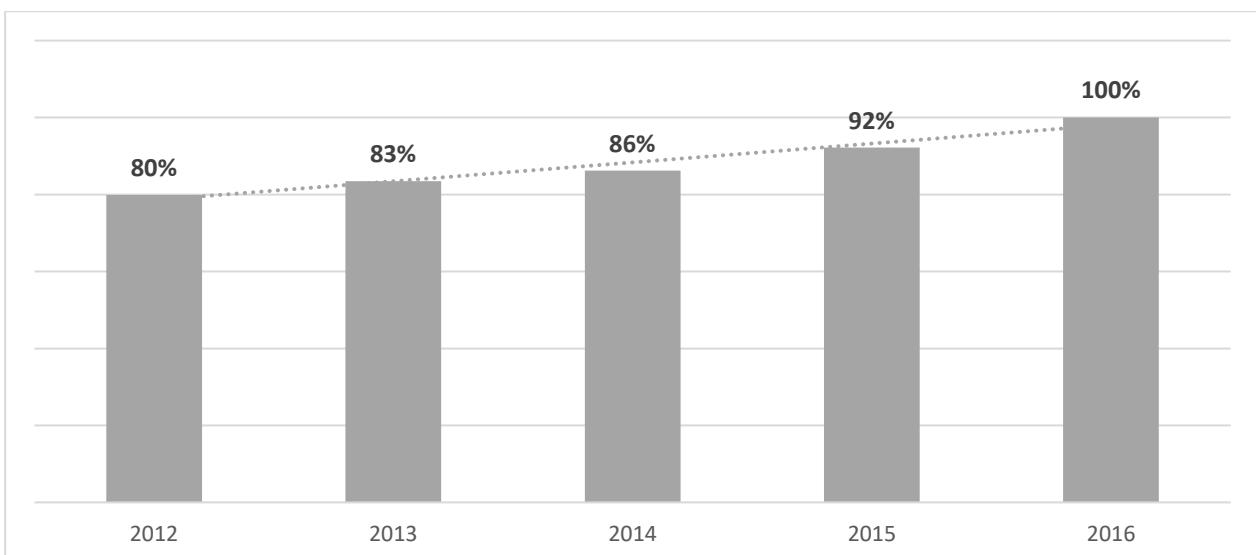


Рисунок 1.6 – Раскрытие финансовых показателей за соответствующий год, %

Информация, содержащаяся в годовых отчетах и официальных сайтах, также не всегда имеет достаточный уровень полноты. Наиболее охотно раскрывают информацию по корпоративному управлению, публикуемую в годовых отчетах, например, о количестве членов совета директоров – 87%, а наименее раскрываемой является информация о наличии или

отсутствии программ инновационного развития – раскрывается всего 39% компаний (рисунок 1.5).

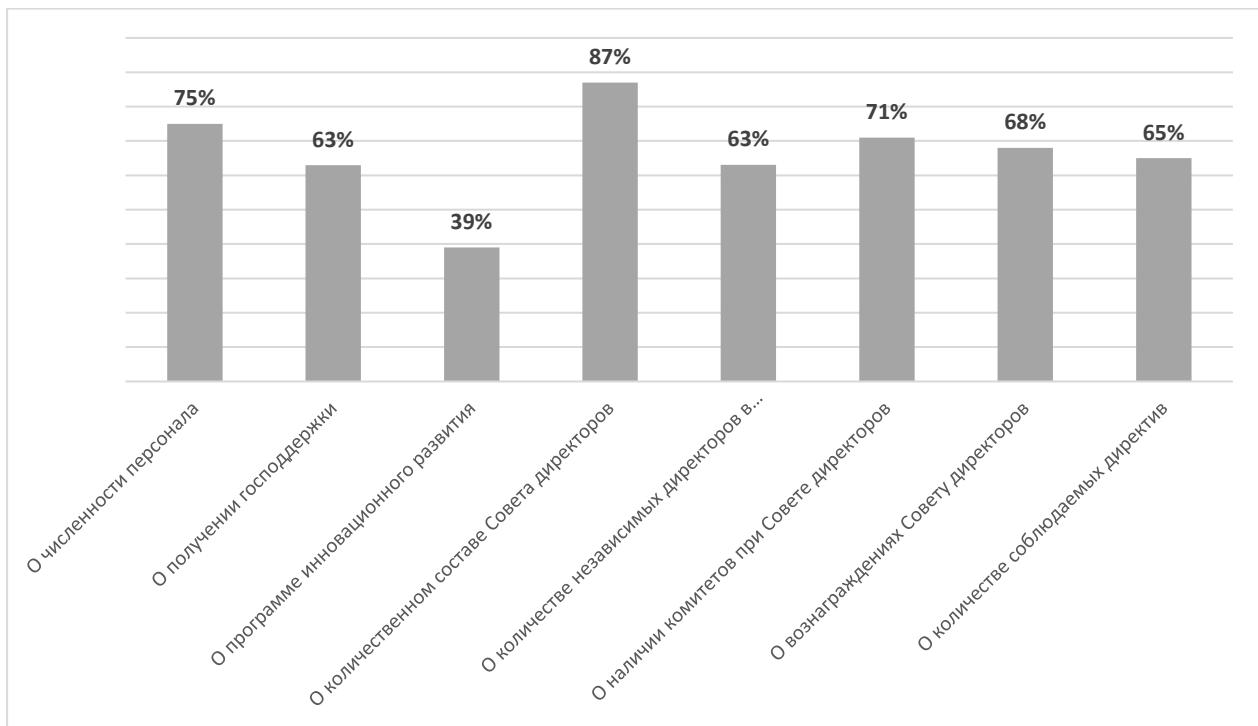


Рисунок 1.7 – Раскрытие информации в годовых отчетах, %

Стоить соотнести данные, приведенные на рисунках 2.5 и 2.3. Так, 13% компаний не публикуют годовой отчет, следовательно, раскрытие информации о количественном составе совета директоров – 100%, то есть у всех обществ, которые раскрывают годовой отчет, есть данная информация.

Таким образом, уровень раскрытия информации компаниями с государственным участием является достаточно низким. Только 5% компаний имеют высокий уровень раскрытия информации (соответствующий лучшей российской и международной практике). Эти компании раскрывают не только актуальные финансовые отчеты, но и все необходимые внутренние документы, рекомендованные Кодексом корпоративного управления, а также расширенный годовой отчет.

В специализированном МВ-портале Росимущества раскрывают информацию – 95% компаний. Актуальный годовой отчет за 2016г. раскрывают только 53,2% компаний, при этом годовые отчеты полностью отсутствуют у 13,2% исследуемых компаний.

## **1.4 Анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятий с государственным участием**

### **1.4.1 Методика оценки финансово-хозяйственной деятельности предприятий с государственным участием**

Для оценки финансово-хозяйственной деятельности предприятий с государственным участием будем использовать традиционные подходы, позволяющие в рамках общепринятых и сопоставимых методик выявить ключевые факторы, влияющие на результативность их деятельности. К таким показателям отнесены следующие основные параметры:

- выручка,
- стоимость активов,
- собственный капитал,
- чистые активы,
- рентабельность активов (ROA) и рентабельность собственного капитала (ROE)
- выплаченные акционерам дивиденды,
- прибыль до налогообложения,
- чистая прибыль
- стоимость акций публичных компаний.

Для оценки уровня корпоративного управления используются следующие традиционные показатели:

- количество членов совета директоров в компании,
- число независимых директоров в составе совета,
- наличие комитета по аудиту,
- наличие комитета по кадрам и вознаграждениям,
- наличие комитета по стратегии,
- размер вознаграждения члена совета директоров,
- уровень исполнения государственных директив.

Для того чтобы корректно оценить динамику отмеченных показателей в качестве периода анализа для сбора статистической информации выбран пятилетний интервал с 2012 года по 2016 год включительно.

Анализ результатов финансово-экономической деятельности компаний с государственным участием по итогам 2016 года проводился без учета информации АО, находящихся в стадиях реорганизации, ликвидации, а также вновь образованных обществ в 2016 году и не опубликовавших отчет за 2016г. на основании информации бухгалтерской отчетности

в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета, представленной госкомпаниями посредством МВ-портала и специализированных баз данных. Таким образом, результаты финансового анализа строятся по 333 компаниям, с государственным участием.

Расчетная база данных включает показатели МСФО и РСБУ. 5% (17 компаний) данных основаны на показателях МСФО (список компаний, публикующих консолидированную отчетность представлен в таблице 1.1), остальные 95% основаны на данных по РСБУ.

Таблица 1.6 – Список компаний, публикующих финансовую отчетность по МСФО, в алфавитном порядке

<u>Название компании</u>	
АИЖК	РЖД
АК "Алроса"	Роснано
Аэрофлот	Россети
Банк "ВТБ"	Ростелеком
Газпром	Русгидро
Интер РАО	Совкомфлот
Нефтяная компания "Роснефть"	Транснефть
ОАК	ФСК ЕЭС
ОСК	

*По итогам проведения анализа результатов финансово-хозяйственной деятельности можно отметить положительную динамику за 5 лет показателей выручки, активов, собственного капитала, чистых активов, а также выплаченных дивидендов, однако компании с госучастием демонстрируют отрицательные тенденции показателей прибыли до налогообложения и чистой прибыли.*

#### **1.4.2 Выручка**

*Совокупная выручка компаний с государственным участием возросла с 2012г. на 57%. Основную долю выручки (80%) формируют 3,6% компаний, включенных в котировальный список. Большая доля выручки за 2016г. приходится на три госкомпании: ПАО «Газпром», ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «РЖД», что суммарно составляет 62% от итогового показателя. Лидирующей отраслью по выручке являются «Первичные секторы». Общая производительность труда по всем исследуемым компаниям составила 7,9 млн. руб. /чел. в год.*

*Наибольшую производительность труда демонстрирует отрасль «Первичные секторы» с показателем 15,8 млн. руб./чел.*

Согласно имеющейся информации общая сумма выручки госкомпаний по итогам 2016 года составила 21 291,7 млрд. руб. При этом 16 984,2 млрд. руб. (или 79,8% от общей суммы выручки госкомпаний), приходится на публичные общества, ценные бумаги которых котируются на Московской бирже (рисунок 1.6).

Основная доля совокупной выручки за 2016 г. приходится на три госкомпании: ПАО «Газпром» (6 111 млрд. руб.), ОАО «НК «Роснефть» (4 988 млрд. руб.) и ОАО «РЖД» (2 133 млрд. руб.), что суммарно составляет 13 232 млрд. руб. или 62,1% от итогового показателя.



Рисунок 1.8 – Общая выручка компаний с госучастием, млрд. руб.

Темп прироста совокупной выручки за 5 лет составил 57%. Из приведенных результатов можно заметить, что большая доля выручки приходится на компании, ценные бумаги которых торгуются на Московской бирже. В 2016г. доля от общей выручки таких компаний составила 79,8%, в 2015г. – 83,7%, в 2014г. – 84,8%, в 2013г. – 84,3% и в 2012г. – 83,8% (рисунок 1.7).

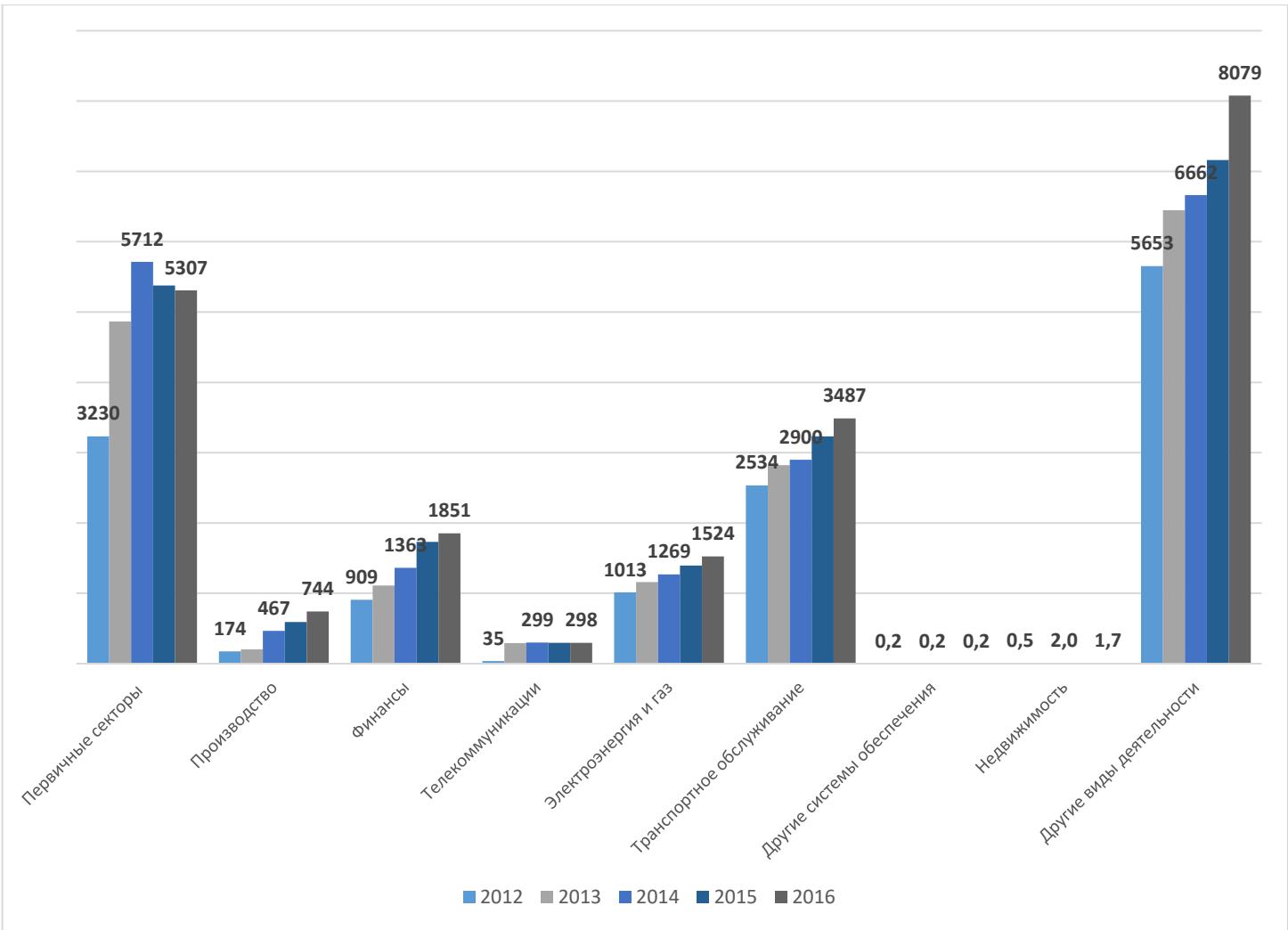


Рисунок 1.9 – Общая выручка госкомпаний по отраслям, млрд. руб.

Распределение общей выручки по отраслям показало, что большая часть за отчетный год приходится на Первичный сектор 25% и Транспортное обслуживание 16% (рисунок 2.7). При этом наибольший темп роста за 5 лет демонстрирует телекоммуникационная отрасль – с 2012 года выручка возросла более чем в 7 раз.

Все отрасли демонстрируют положительную динамику показателя за исключением отрасли «Другие системы обеспечения» - здесь наблюдается снижение выручки – за пять лет показатель снизился на 6% (рисунок 1.8).

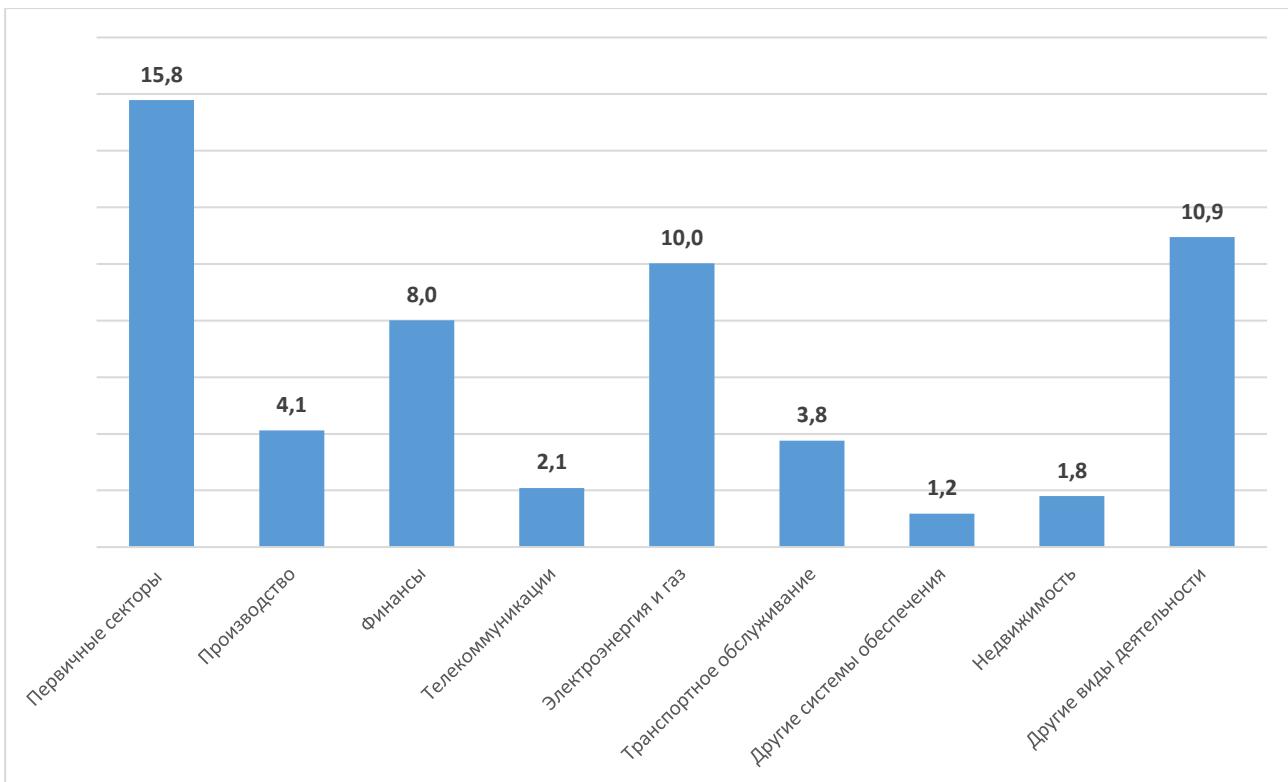


Рисунок 1.10 – Производительность труда компаний с госучастием по отраслям, млн. руб./чел. в год

Общая производительность труда по всем исследуемым компаниям с госучастием составила 7,9 млн. руб./чел. в год. Наибольшую производительность труда по данным отчетного года демонстрирует отрасль «Первичные секторы» с показателем 15,8 млн. руб./чел. Выше среднего показатели производительности наблюдаются у отрасли «Электроэнергия и газ» со значением 10 млн. руб./чел, а также у финансовой отрасли – 8 млн. руб./чел. в год. Остальные отрасли имеют показатели ниже среднего по всем исследуемым компаниям.

#### **1.4.3 Прибыль до налогообложения**

*Прибыль до налогообложения за 5 лет демонстрирует темп снижения со значением - 1,1%. Коэффициент общей рентабельности исследуемых компаний с государственным участием составляет 11,9% в отчетном году, однако наблюдается отрицательная динамика данного показателя – за 5 лет коэффициент снизилась на 7%. 32% (105 компаний) имели убыток до налогообложения в 2016 г., в то время как в 2012 г. убыточных компаний насчитывалось 27%, а совокупный убыток до налога за пять лет увеличился на 34%. Наибольший показатель коэффициента общей рентабельности демонстрирует отрасль «Электроэнергия и газ».*

Для проведения анализа результативности государственных предприятий были соотнесены показатели выручки и прибыли до налогообложения. Показатель, который

использовался для оценки прибыльности компаний в рамках настоящего исследования — коэффициент общей рентабельности.

Совокупная прибыль до налогообложения в результате исследования за 2016г. составила 2 537,6 млрд. руб. При этом, 99,5% результата (2 525,9 млрд. руб.) приходится на компании, чьи ценные бумаги котируются на Московской бирже. В 2014 г. наблюдается существенное снижение показателя (рисунок 1.9) – это может быть реакцией на экономическую ситуацию в стране в этот период времени. С 2012г. совокупная прибыль (убыток) до налогообложения показала темп снижения со значением -1,1%.

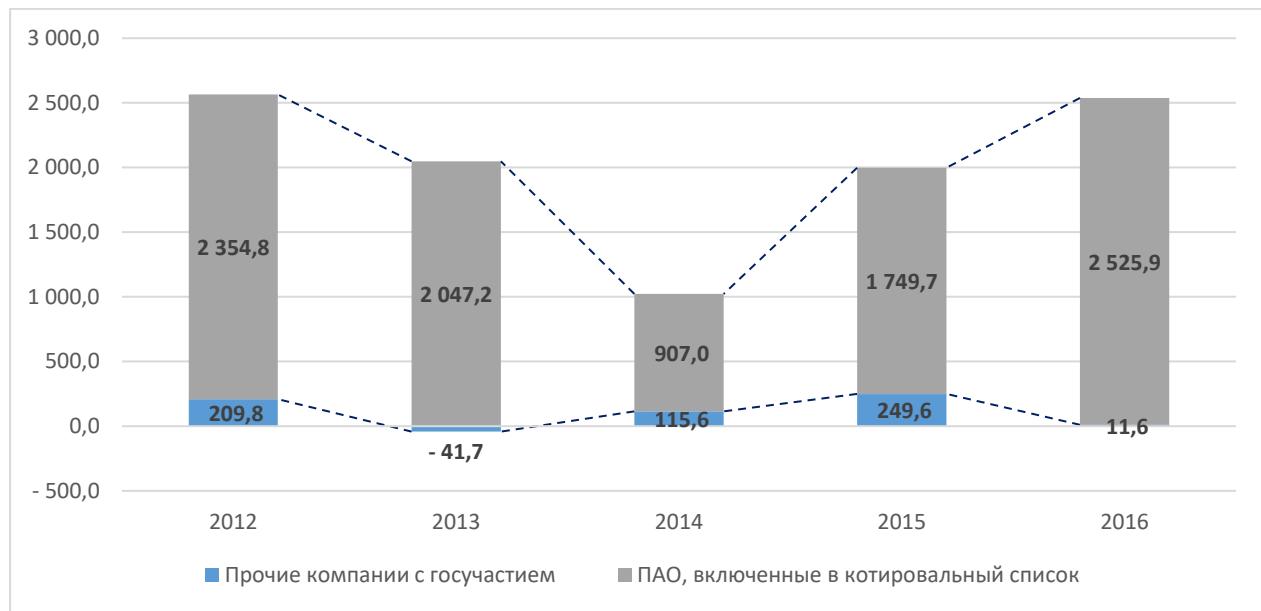


Рисунок 1.11 – Совокупная прибыль (убыток) до налогообложения компаний с госучастием, млрд. руб.

Наибольшие показатели прибыли до налогов в отчетном году демонстрируют ПАО «Газпром» (1 285 млрд. руб.), ПАО «НК «Роснефть» (317 млрд. руб.) и ПАО «Транснефть» (301 млрд. руб.). Наибольшие показатели убытка до налогообложения наблюдаются у АО «Роснефтегаз» (-96 млрд. руб.), АО «ОЗК» (-6 млрд. руб.) и ПАО «ОАК» (-5 млрд. руб.).

По результатам исследования деятельность 32% компаний в 2016г. была убыточной. Совокупный убыток до налогообложения этих обществ составил -117,4 млрд. руб. Наблюдается отрицательная тенденция данного показателя – в 2012г. убыточными были всего 27% обществ с совокупным результатом -87,7 млрд. руб., следовательно, количество убыточных обществ за 5 лет возросло на 5%, а совокупный убыточный результат на 34% (рисунок 1.10).

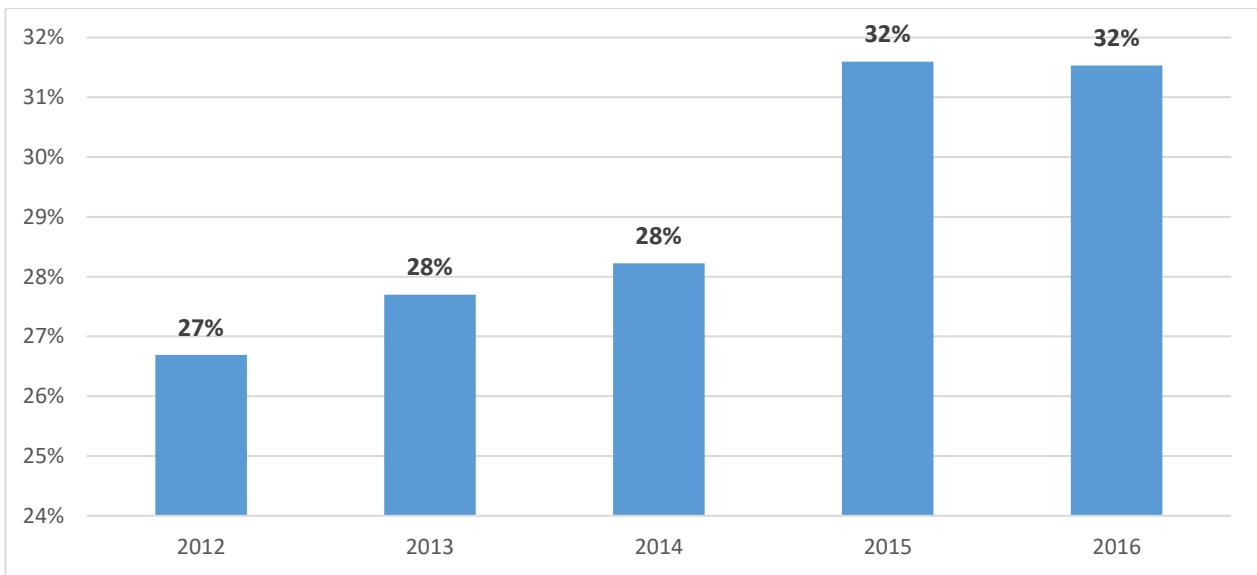


Рисунок 1.12 – Количество компаний с госучастием, имеющих убыток до налогообложения в отчетном году, %

В отчетном году доля прибыли до налогообложения в совокупной выручке (коэффициент общей рентабельности) составила 11,9%, это выше показателя предыдущего года на 1,8% (рисунок 1.11). Однако, по сравнению с уровнем 2012 года наблюдается существенное снижение показателя - за 5 лет он снизился на 7%.

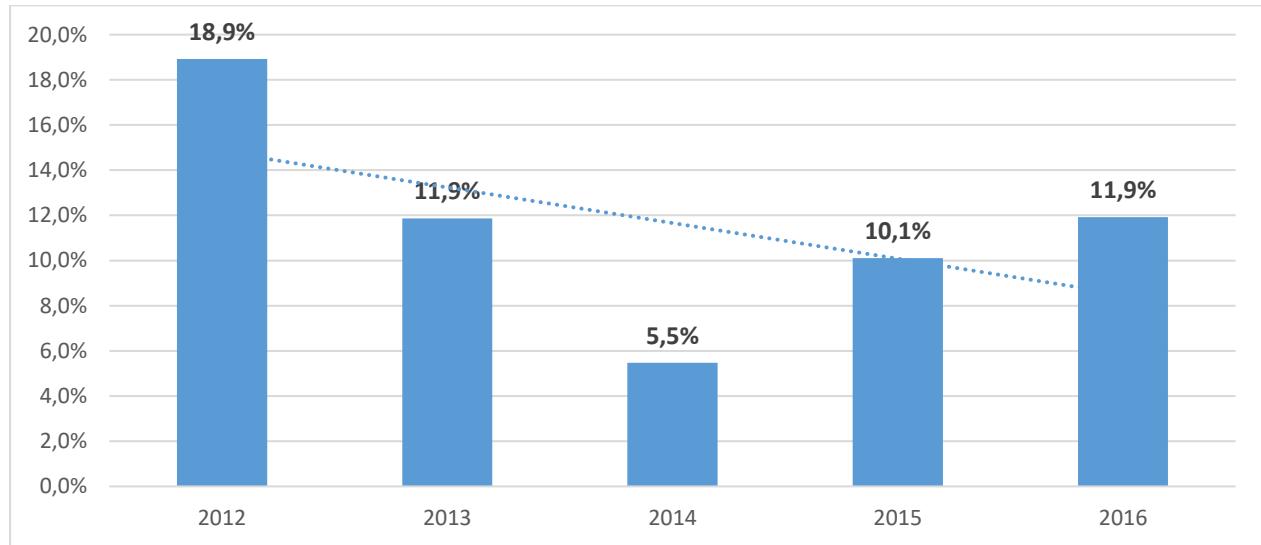


Рисунок 1.13 – Коэффициент общей рентабельности компаний с госучастием, %

Наиболее «прибыльной» отраслью в 2016г. по коэффициенту общей рентабельности (рисунок 1.12) является «Электроэнергия и газ» - 13%. Однако, исходя из представленных данных, деятельность в некоторых отраслях нельзя назвать стабильной. К примеру, в отрасли недвижимости можно отметить, что в 2012 году был получен отрицательный результат -128%, а

уже в 2014 году этот результат увеличился до 12% и через год вновь показал отрицательное значение коэффициента в -11%, то есть отрасль понесла существенные убытки в своей хозяйственной деятельности за пятилетний период.

Убыточной в отчетном году является только отрасль недвижимости. Коэффициент общей рентабельности у других отраслей ниже, чем общая рентабельность по исследуемым компаниям с госучастием.

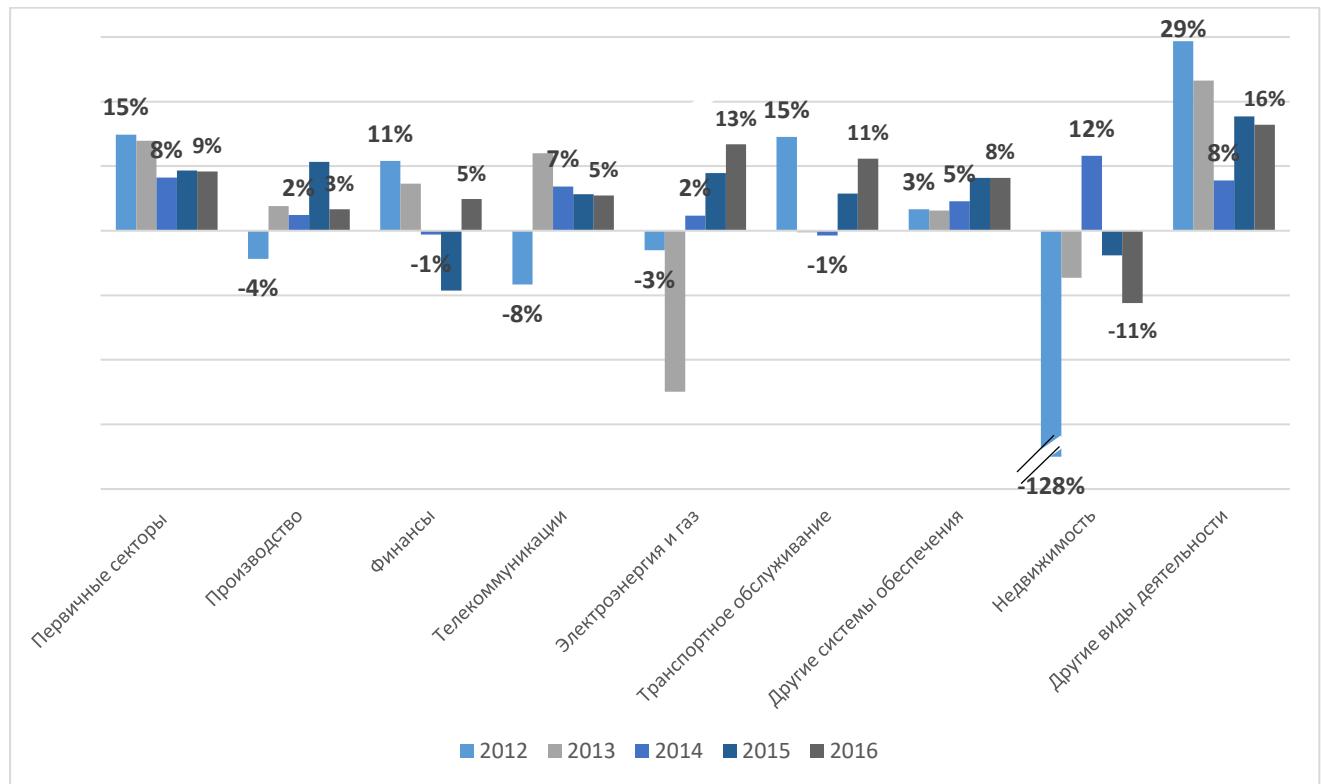


Рисунок 1.14 - Коэффициент общей рентабельности компаний с госучастием по отрасли, %

Положительный темп роста показателя демонстрируют отрасли: «Производство», «Телекоммуникации», «Электроэнергия и газ», «Другие системы обеспечения» и «Недвижимость». У остальных отраслей динамика коэффициента общей рентабельности является отрицательной.

#### 1.4.4 Чистая прибыль (убыток)

*Показатель чистой прибыли за пять лет демонстрирует отрицательную динамику – темп снижения составил -4,8%. Доля чистой прибыли, приходящаяся на ПАО составляет 101,4% - это означает, что публичные общества формируют чистую прибыль, а остальные госкомпании, включенные в базу исследования, в совокупности формируют убыток. Основная*

доля чистой прибыли приходится на три ПАО: «Газпром», «Транснефть» и «НК «Роснефть», что суммарно составляет 75% от всей чистой прибыли, полученной компаниями с госучастием. Стоит учесть, что 32,7% (109 компаний) закончили финансовый год с убытком, процент убыточных компаний возрастает с каждым годом – за 5 лет убыточных компаний стало на 5,4% больше. Показатель рентабельности продаж также имеет тенденцию к снижению – в 2012г. рентабельность была на уровне 14,8%, а в 2016г. – 8,9%. Наибольшая рентабельность в отчетном году наблюдается в отрасли «Электроэнергия и газ» - 11,2%.

Как показал проведенный анализ совокупный финансовый результат государственных компаний составляет 1 904 млрд. руб., что на 19% больше по сравнению с предыдущим годом. (рисунок 1.13). Доля чистой прибыли, приходящаяся на публичные общества, обращающихся на бирже, составляет 101,4% - 1 930,5 млрд. руб. Это означает, что публичные общества формируют чистую прибыль, а остальные госкомпании, включенные в базу исследования, в совокупности формируют убыток. Три крупнейшие компании по чистой прибыли являются ПАО «Газпром» (997 млрд. руб.), ПАО «Транснефть» (233 млрд. руб.) и ПАО «НК «Роснефть» (201 млрд. руб.).

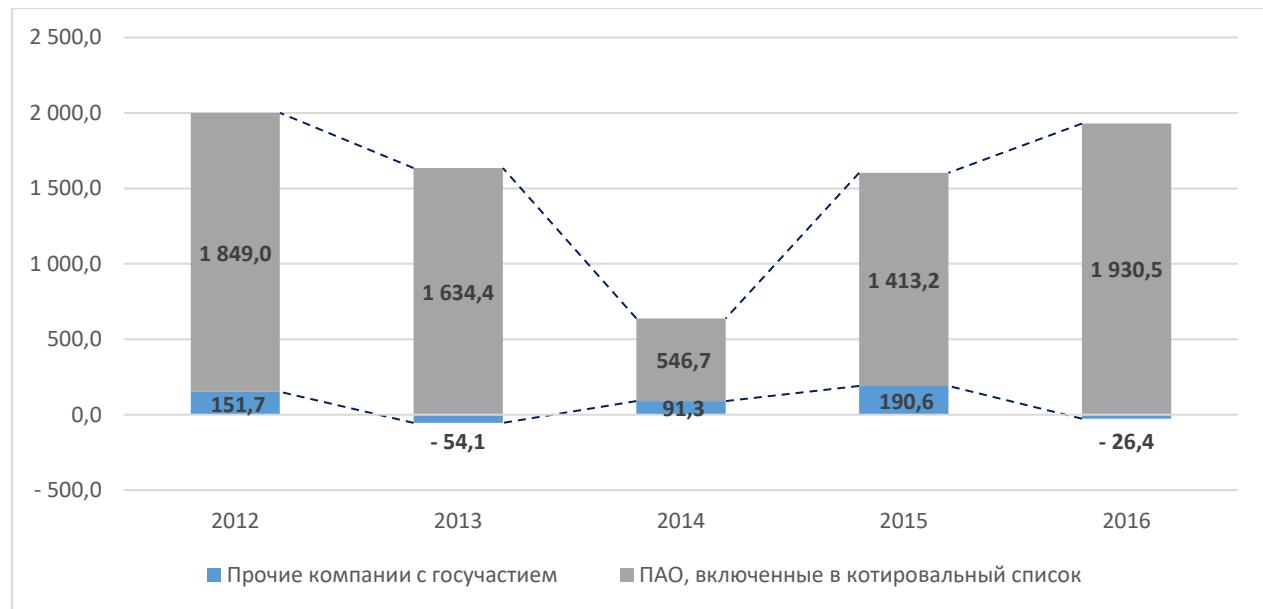


Рисунок 1.15 – Совокупный финансовый результат государственных компаний, млрд. руб.

Стоит учесть, что 109 компаний (32,7 % компаний) закончили финансовый год с убытком. Данный убыток в 2016г. составил -109,5 млрд. руб., а чистая прибыль по итогам года составила 2 013,5 млрд. руб. (рисунок 1.14). В 2015 году с отрицательным финансовым результатом год закончили 32,6% компаний, в 2014г. – 29,6%, в 2013г. – 28,1%, в 2012г. – 27,3%.

Показатель чистой прибыли демонстрирует отрицательную динамику – за 5 лет темп снижения составил -4,8%.

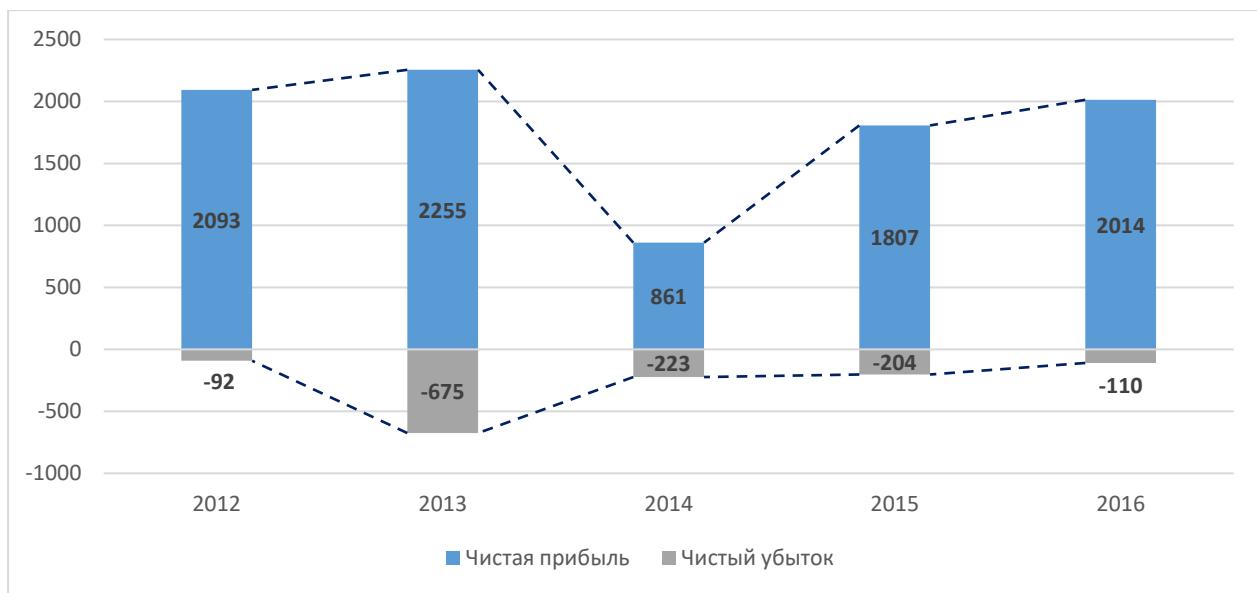


Рисунок 1.16 – Финансовый результат компаний с государственным участием в разрезе прибылей и убытков, млрд. руб.

Распределение финансового результата по отраслям показало, что наиболее прибыльной по итогам отчетного года является отрасль «Первичные секторы» с показателем в 334 млрд. руб. и «Транспортное обслуживание» с показателем в 282 млрд. руб. (рисунок 1.15). Убыточной является отрасль «Недвижимости».

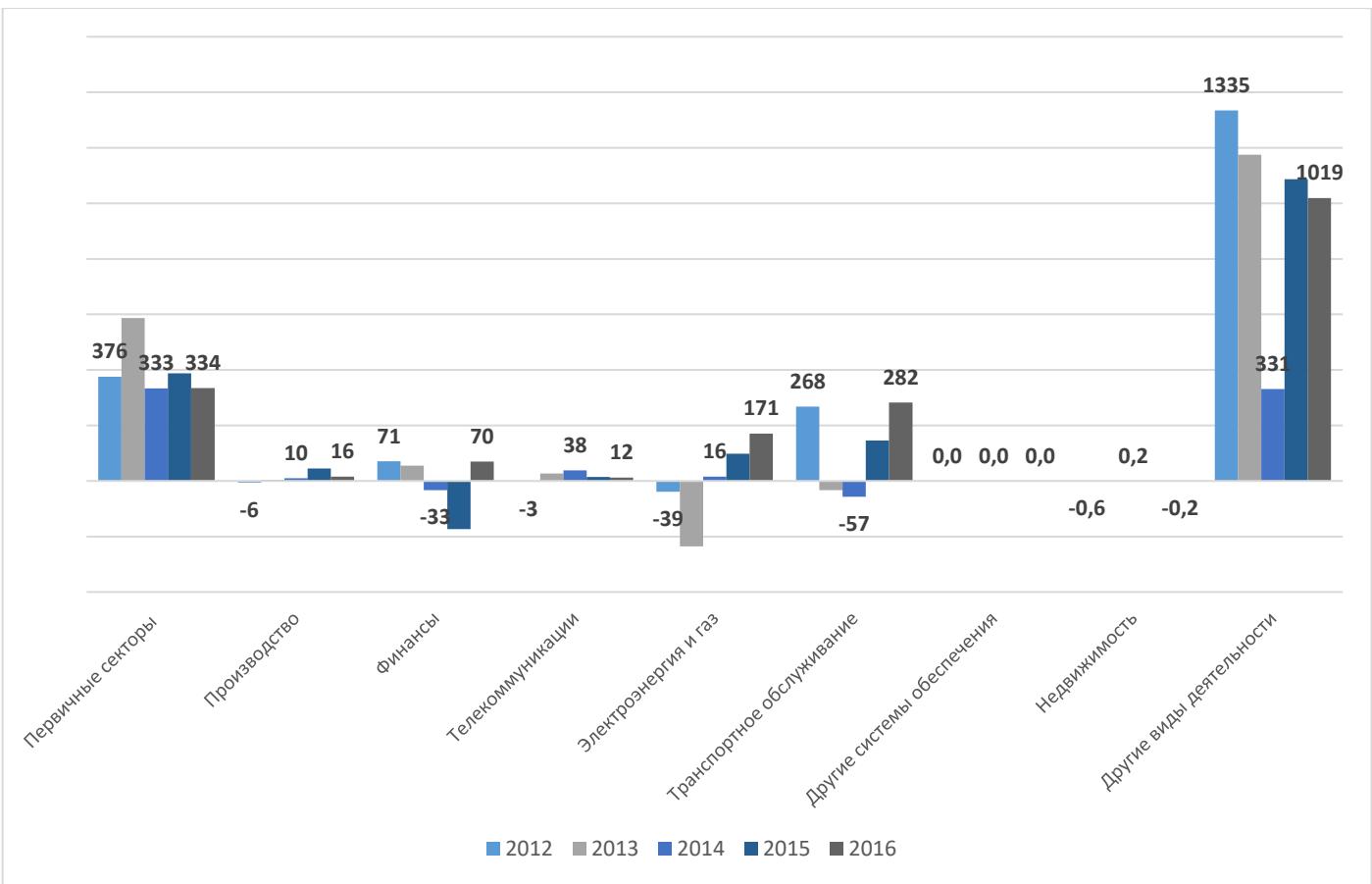


Рисунок 1.17 – Финансовый результат компаний с госучастием по отраслям, млрд. руб.

Лидерами в наиболее прибыльных отраслях в 2016 году являлись: «Первичные секторы» - ПАО "НК "Роснефть" – 201 млрд. руб. (60,11% от общей отраслевой выручки) и ПАО АК "Алроса" – 133,5 млрд. руб. (39,77%); отрасль «Транспортное обслуживание» - ПАО "Транснефть" – 232,9 млрд. руб. (82,5%) и ПАО "Аэрофлот" – 38,8 млрд. руб. (13,7%). Таким образом финансовый результат более чем на 96% формируется лидерами отрасли.

Положительную динамику показателя демонстрируют только отрасли «Транспортное обслуживание» и «Другие системы обеспечения». Остальные показывают отрицательную динамику по чистой прибыли (рисунок 1.15).

Рентабельность продаж по всем исследуемым компаниям в отчетном году составляет 8,9% (рисунок 1.16) и демонстрирует отрицательную динамику – с 2012г. рентабельность снизилась на 5,8%.

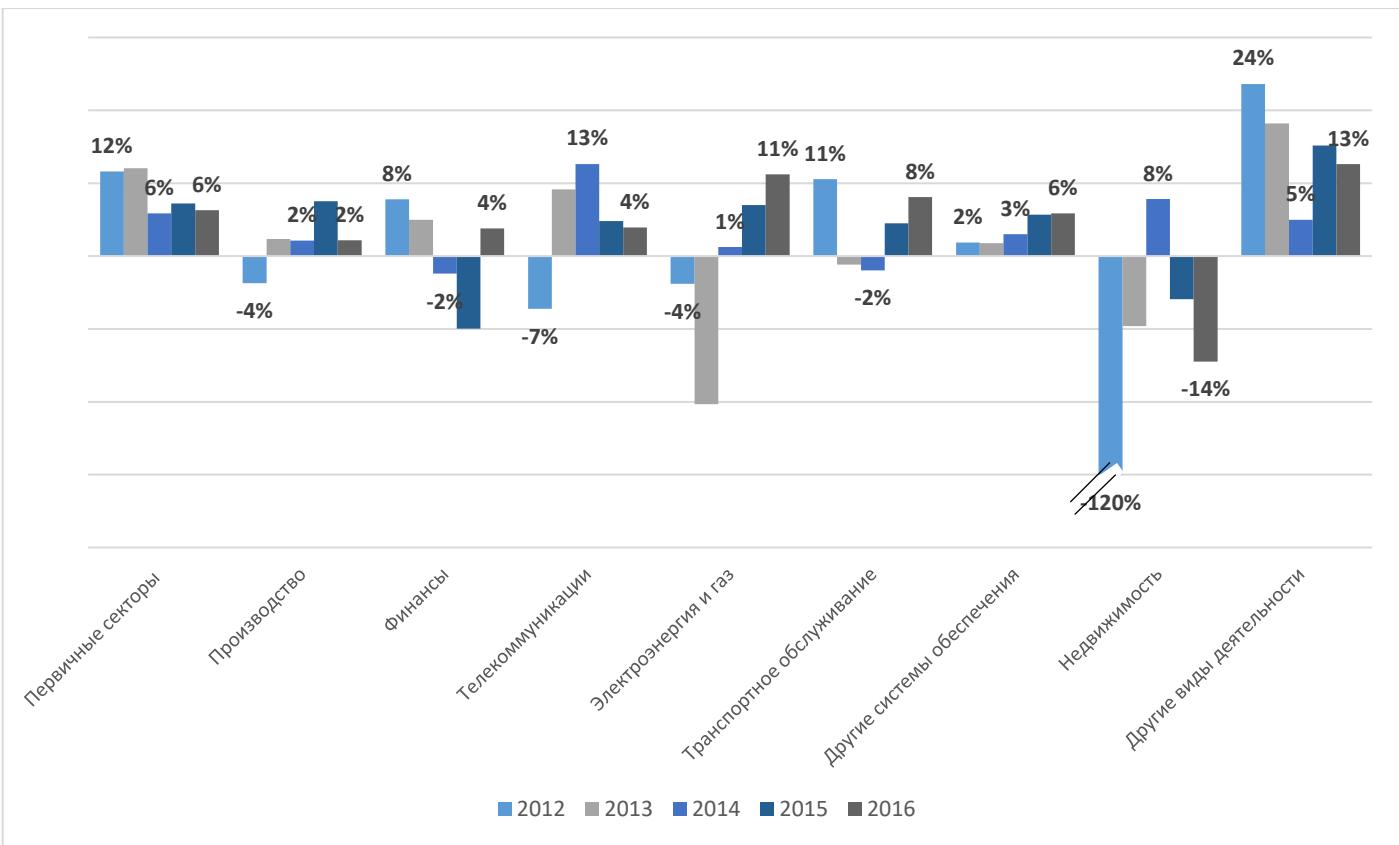


Рисунок 1.18 – Рентабельность продаж компаний с госучастием по отраслям, %

В отчетном году наибольшая рентабельность наблюдается в отрасли «Электроэнергия и газ» - 11,2%, остальные отрасли демонстрируют показатель рентабельности ниже среднего по всем исследуемым компаниям. Отрасль недвижимости показывает отрицательные значения – это является сигналом о том, что предприятия отрасли неэффективно распоряжаются собственными активами.

#### 1.4.5 Активы

*Показатель размера активов демонстрирует положительную динамику – за 5 лет активы возросли на 63%. Наибольший объем валюты баланса (около 78%) формируют 12 ПАО, включенные в котировальный список. Три крупнейшие компании по показателю являются: ПАО "Газпром", ПАО "НК "Роснефть", ПАО "Банк "ВТБ". Эти компании формируют 62% активов всех компаний с государственным участием. По показателю активов крупнейшей является финансовая отрасль.*

По имеющимся данным совокупные активы составляют 65 209,9 млрд. руб. это на 3,2% больше по сравнению с предыдущим годом (рисунок 1.17). При этом, 77,5% результата (50 531,6 млрд. руб.) приходятся на компании, чьи ценные бумаги котируются на Московской бирже. Три крупнейшие компании по показателю активов: ПАО "Газпром" – 16 919 млрд. руб. (26% от

совокупных активов), ПАО "Банк "ВТБ" – 12 585,5 млрд. руб. (19%) и ПАО "НК "Роснефть" – 11 030 млрд. руб. (17%). Темп роста показателя за пять лет составил 63%.



Рисунок 1.19 – Совокупные активы компаний с госучастием, млрд. руб.

Распределение активов по отраслям показывает, что наибольшую валюту баланса составляют компании, находящиеся в финансовой отрасли, показатель по отчетному году составляет 17 074 млрд. руб. и отрасль «Первичные секторы» – 11 516 млрд. руб. (рисунок 1.18).

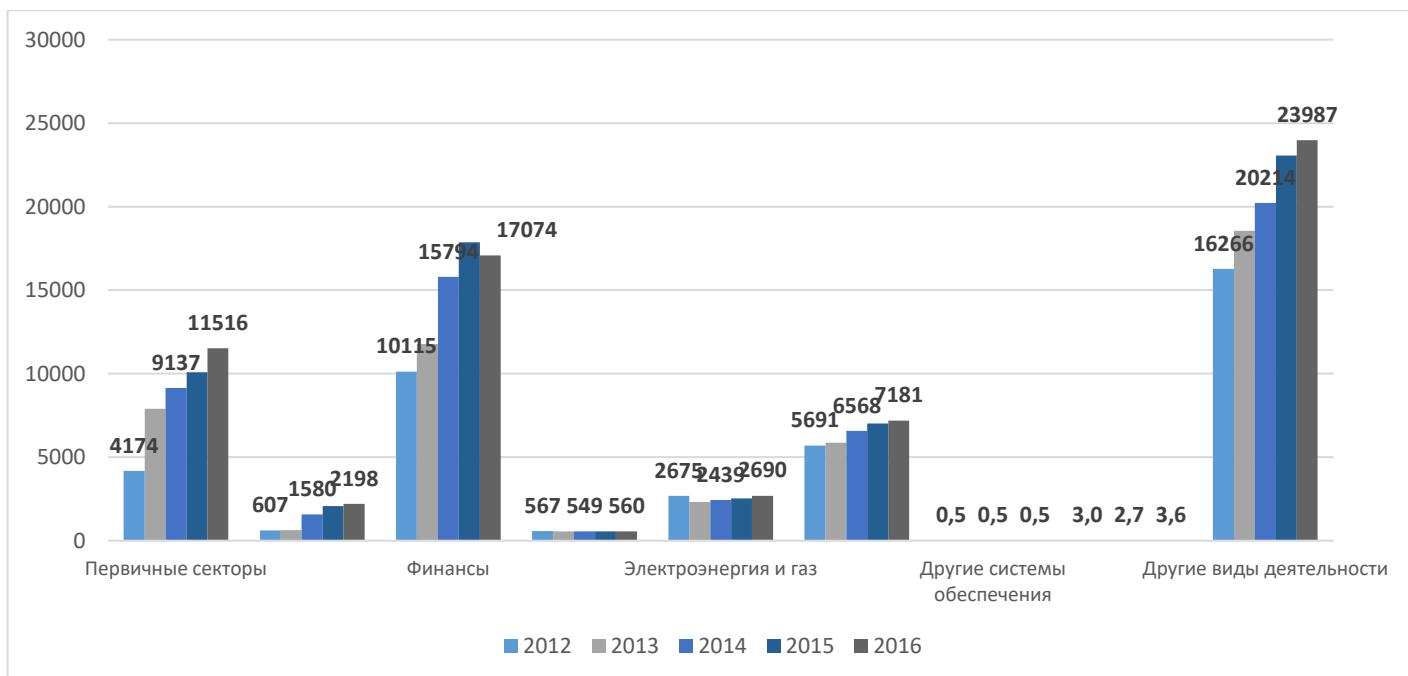


Рисунок 1.20 – Активы компаний с госучастием по отраслям, млрд. руб.

Наибольший темп роста демонстрируют отрасли «Производство» - активы возросли в 2,6 раза, и отрасль «Первичные секторы» - в 1,7 раз. Отрицательная динамика показателя наблюдается у телекоммуникационной отрасли – темп снижения за 5 лет составил -1,4%.

#### 1.4.6 Капитал и резервы

*Совокупный капитал за 5 лет возрос на 36%. Показатель на 75,2% формирует 3,6% компаний, включенных в котировальный список. Необходимо отметить, что в 2016 году 21 компаний (6%) имели отрицательные собственные средства, при этом с каждым годом процент обществ с отрицательными собственными средствами возрастает. За пять лет количество отрицательных обществ увеличилось на 2,5%, а совокупная отрицательная сумма собственного капитала на 58%. Коэффициент финансовой независимости, по всем исследуемым компаниям за отчетный год составляет 0,45 и имеет отрицательную тенденцию – за пять лет показатель снизился на 8,8%. Наибольшие собственные источники финансирования имеют «Первичные секторы» и «Транспортное обслуживание».*

По имеющимся данным общий показатель «Капитал и резервы» (III раздел Пассива) составляет 29 404,9 млрд. рублей, это на 10,3% больше по сравнению с 2015 годом (рисунок 1.19). При этом собственный капитал обществ, включенных в котировальный список биржи, составляет 75,2% от совокупного показателя. Три крупнейшие компании по капиталу являются: ПАО "Газпром" – 11 441,8 млрд. руб. (39% от совокупного показателя собственного капитала), ПАО "НК "Роснефть" – 3 726 млрд. руб. (13%) и АО «Роснефтегаз» - 3 196 (11%). Темп прироста показателя за пять лет составил 36%.

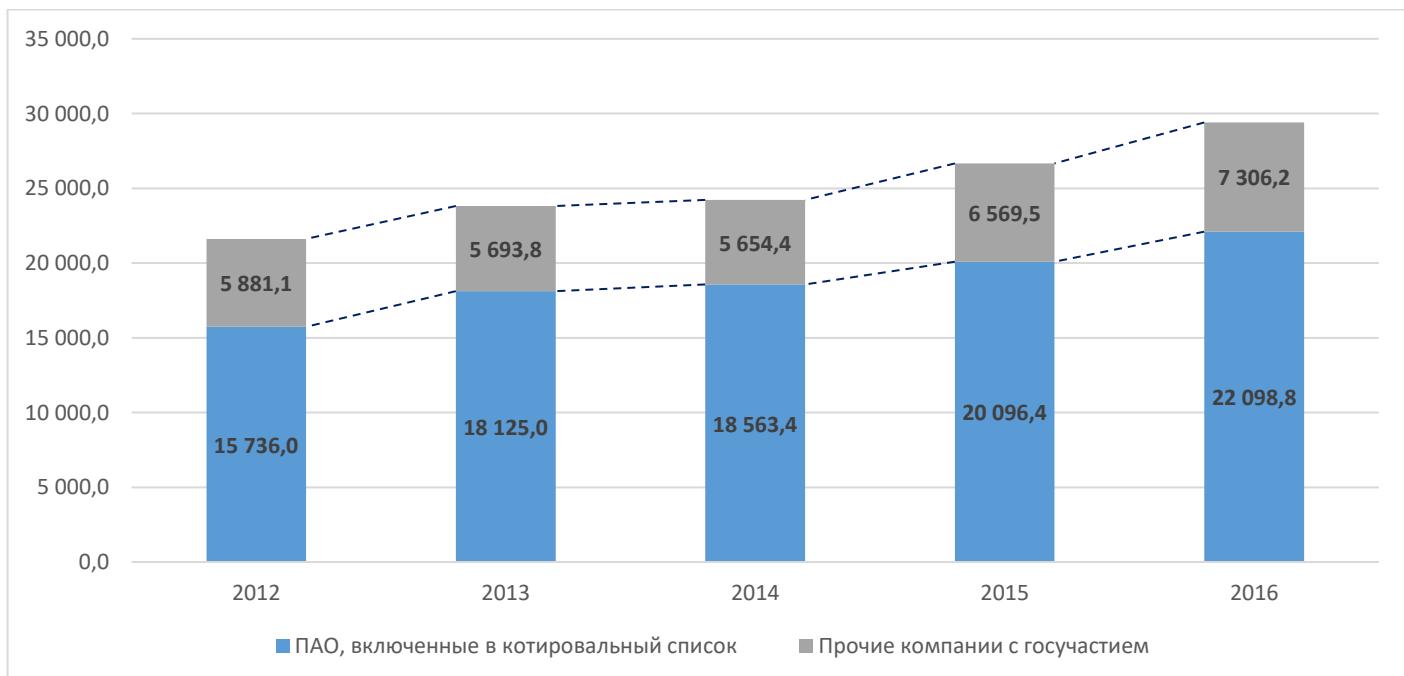


Рисунок 1.21 – Собственные средства компаний с госучастием, млрд. руб.

Необходимо отметить, что в 2016 г. 6% (21 компания) имели отрицательные собственные средства на общую сумму -0,71 млрд. руб. Данный показатель имеет отрицательную тенденцию. С каждым годом процент обществ с отрицательными собственными средствами возрастает. Так в 2012г. насчитывалось 3,8% компаний с отрицательным показателем «Капитал и резервы» на общую сумму -0,45 млрд. руб. За пять лет количество таких обществ увеличилось на 2,5%, а совокупная сумма на 58% (рисунок 1.20).

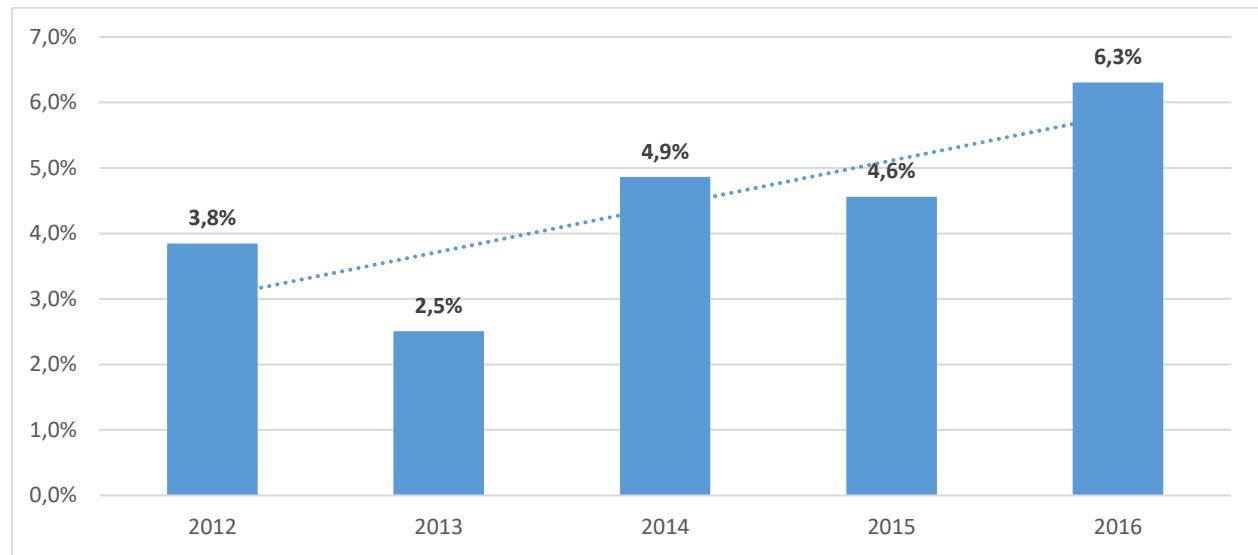


Рисунок 1.22 – Общее количество компаний с госучастием с отрицательными собственными средствами, %

Наибольшие собственные источники финансирования по отрасли в отчетном году имеют «Первичные секторы» - 3 995 млрд. руб. и «Транспортное обслуживание» - 3 987 млрд. руб. (рисунок 1.21). Все отрасли имеют положительную динамику. Наибольшая динамика наблюдается у производственной отрасли – собственные средства возросли в 2,1 раза.

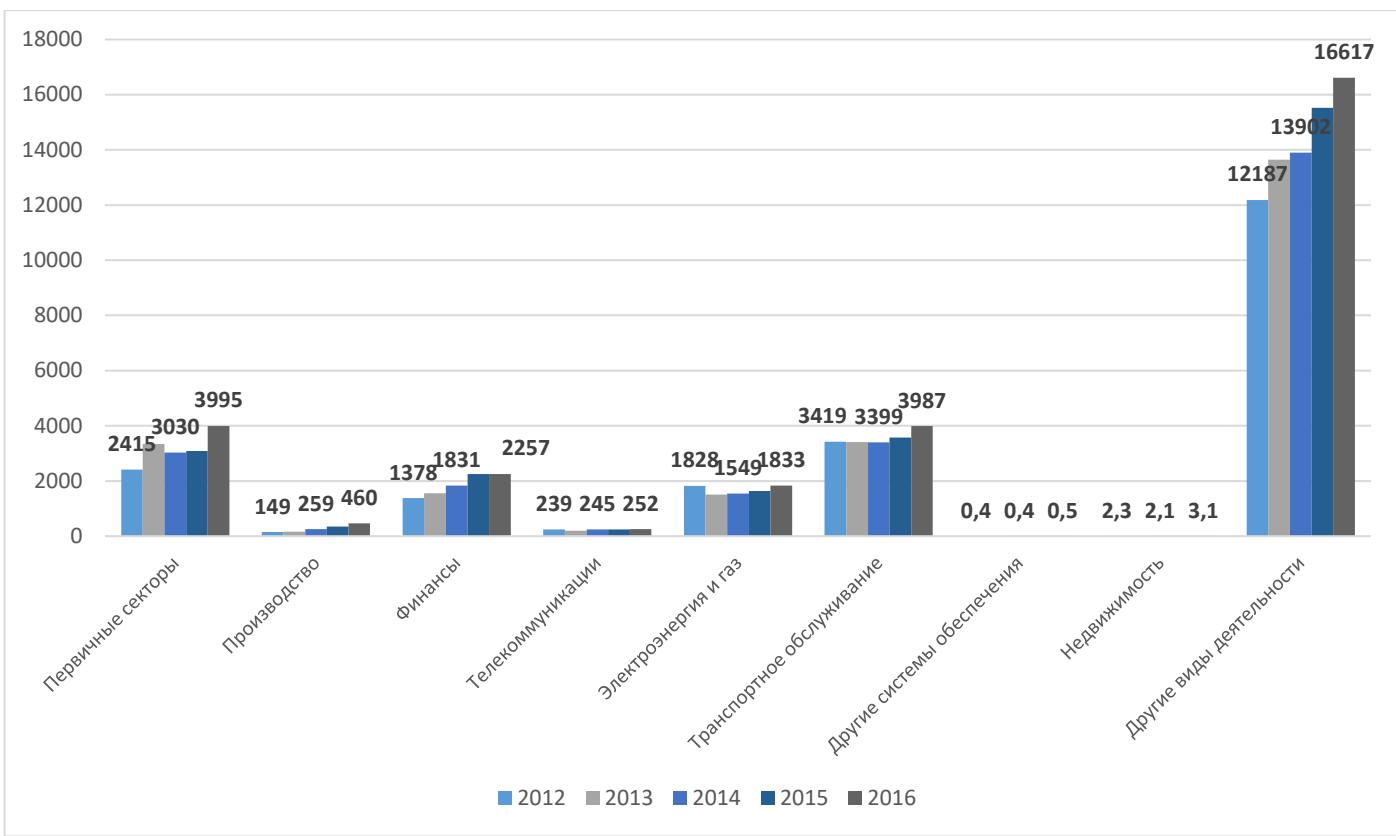


Рисунок 1.23 – Совокупный показатель «Капитал и резервы» (собственный капитал) по отраслям, млрд. руб.

Для финансового анализа также необходимо рассмотреть коэффициент автономии (финансовой независимости), демонстрирующий долю собственных средств в валюте баланса предприятия.

Общий коэффициент финансовой независимости, по всем исследуемым компаниям за отчетный год составляет 0,45. Показатель имеет отрицательную динамику – за пять лет показатель снизился на 8,8% со значения 0,54 в 2012г. до 0,45 в 2016г.

По имеющимся данным в отрасли за отчетный год наибольший коэффициент финансовой независимой имеет отрасль «Недвижимости» и «Другие системы обеспечения» с коэффициентом 0,9, однако близость этого значения к единице может свидетельствовать о сдерживании темпов развития отраслей (рисунок 1.22). Отказавшись от привлечения заемного капитала, компании отрасли «Недвижимости» и «Других систем обеспечения» лишаются дополнительного источника финансирования прироста активов, за счет которых можно увеличить доходы. Вместе с тем это уменьшает риски ухудшения финансовой состоятельности в случае неблагоприятного развития ситуации. Именно поэтому нормативным общепринятым значением показателя считается значение коэффициента автономии больше 0,5, но не более 0,7.

Вследствие этого, наиболее финансово независимыми отраслями в отчетном году являются «Электроэнергия и газ» со значением 0,7, «Телекоммуникации» со средним коэффициентом 0,5 и «Транспортное обслуживание» - 0,6.

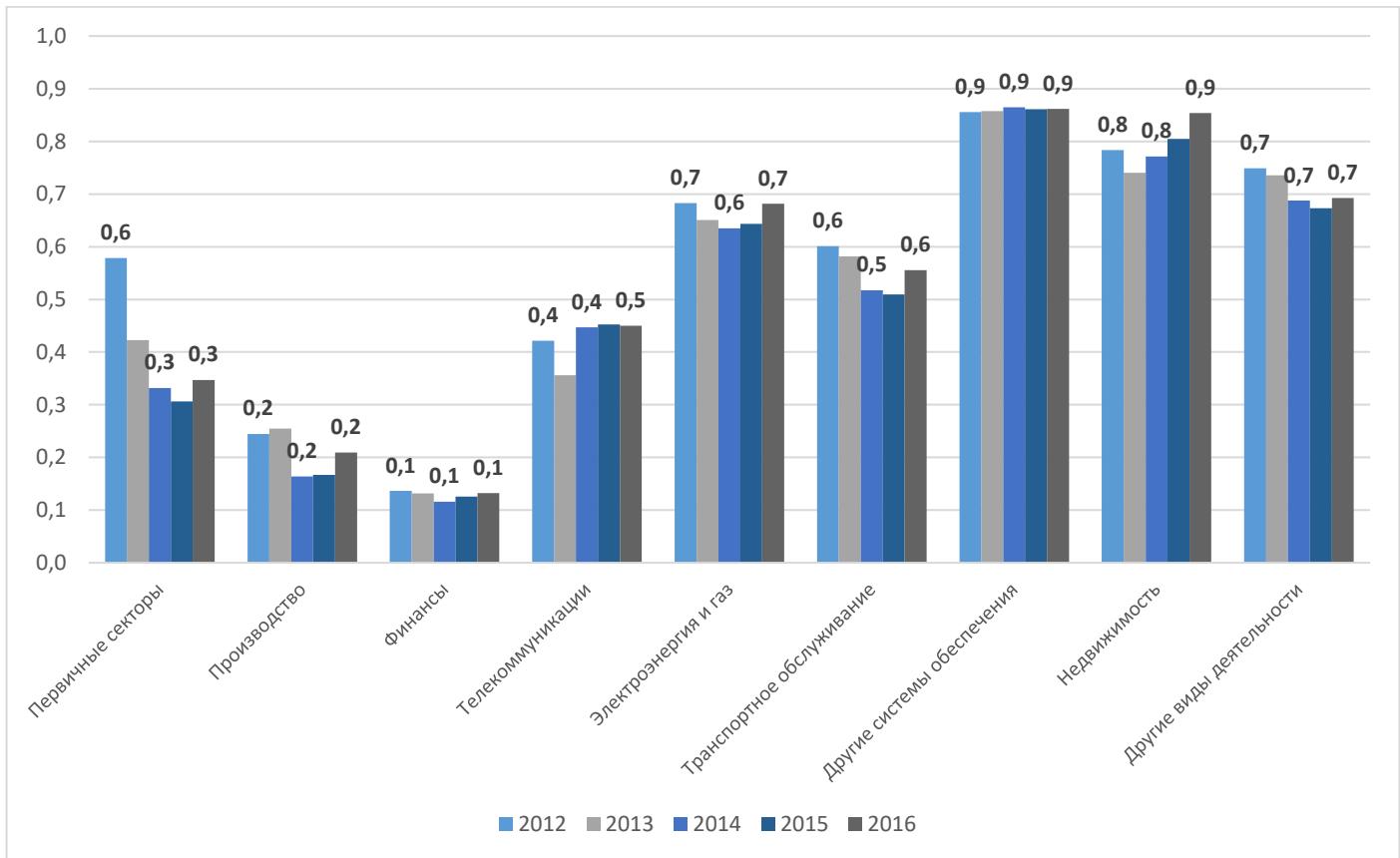


Рисунок 1.24 – Коэффициент автономии (финансовой независимости) государственных компаний по отраслям, %

Отрицательную динамику по показателю финансовой независимости демонстрируют следующие отрасли: «Первичные секторы» - показатель снизился с 0,58 до 0,35, «Производство» - снижение показателя с 0,24 до 0,21, «Транспортное обслуживание» - с 0,6 до 0,56, а также «Другие виды деятельности» - показатель снизился с 0,75 до 0,69.

#### 1.4.7 Чистые активы

*Чистые активы за 5 лет возросли на 36%. Публичные компании, включенные в котировальный список на 75,2% формируют общий показатель чистых активов. Следует отметить, что в 2016 г. 6% компаний показывали отрицательные значения чистых активов с отрицательной динамикой. Так за 5 лет число отрицательных компаний возросло на 3,4%, а отрицательная сумма чистых активов увеличилась на 77%. Доля в общей валюте баланса чистых активов за текущий год составила 45,1% - наблюдается отрицательная динамика*

показателя – за 5 лет доля чистых активов в балансе снизилась на 8,9%. В отчетном году показатель чистых активов меньше показателя собственного капитала на 0,01%, однако в предшествующих годах чистые активы преобладали над показателем собственных средств. Коэффициент оборачиваемости чистых активов возрос с 0,63 в 2012г. до 0,72 в 2016. Рентабельность чистых активов составляет в отчетном году 6,5% и имеет отрицательную динамику - за 5 лет показатель снизился на 2,8%. Это вызвано общим снижением чистой прибыли на -4,8% за пятилетний период.

По имеющимся данным, сумма чистых активов за отчетный год составляет 29 401,1 млрд. руб., что на 10,2% больше по сравнению с предыдущим годом (рисунок 1.23). При этом публичные общества, ценные бумаги которых включены в котировальный список Московской биржи, на 75,2% формируют общий показатель за отчетный год. Темп прироста показателя за пять лет составляет 36%. Наибольшие чистые активы приходятся на 3 госкомпании: ПАО "Газпром" – 11 441,8 млрд. руб. (39% от совокупных чистых активов), ПАО "НК "Роснефть" – 3 726 млрд. руб. (12,7%) и АО «Роснефтегаз» - 3 196 (10,9%).



Рисунок 1.25 – Совокупные чистые активы, млрд. руб.

Следует отметить, что в 2016 г. 20 компаний (6%) показывали отрицательные значения чистых активов на общую сумму -0,69 млрд. руб. Стоит отметить, что данный показатель имеет отрицательную тенденцию – с каждым годом увеличивается процент компаний от общего количества, с отрицательными чистыми активами (рисунок 1.24). Так, за 5 лет число компаний с отрицательными чистыми активами возросло на 3,4%, а отрицательная сумма чистых активов увеличилась на 77% с 2012г., где показатель был на уровне 0,39 млрд. руб.

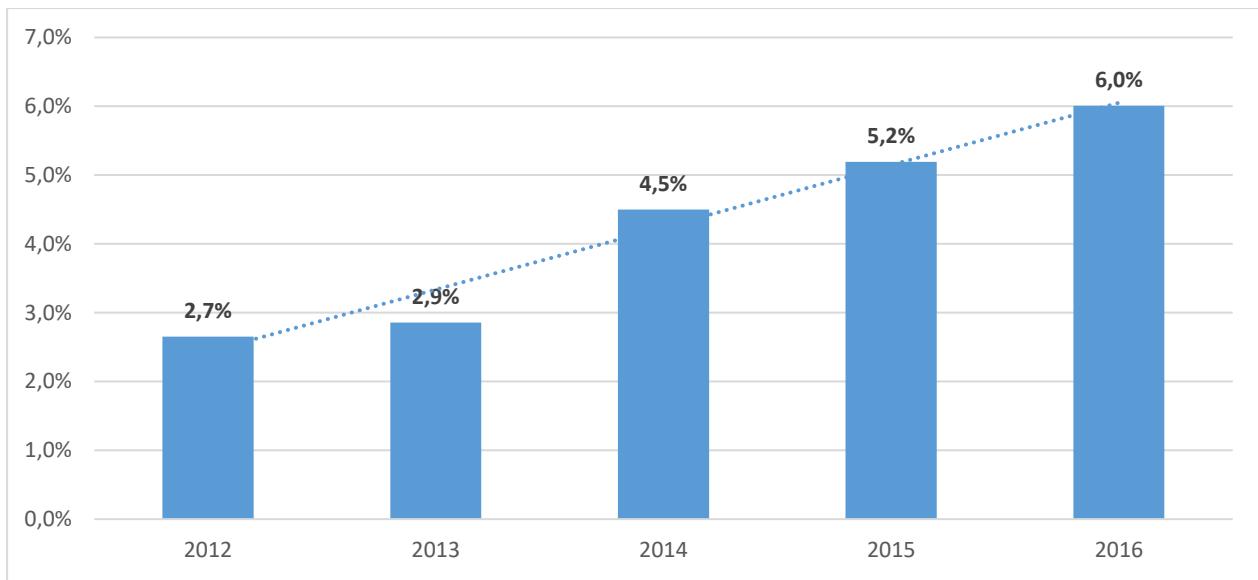


Рисунок 1.26 – Общее количество компаний с госучастием с отрицательными чистыми активами, %

Доля чистых активов в общей валюте баланса за текущий год составила 45,1%, что выше показателя предыдущего года на 2,9%, однако наблюдается отрицательная динамика показателя – за 5 лет доля чистых активов в балансе снизилась на 8,9%. (рисунок 1.25).

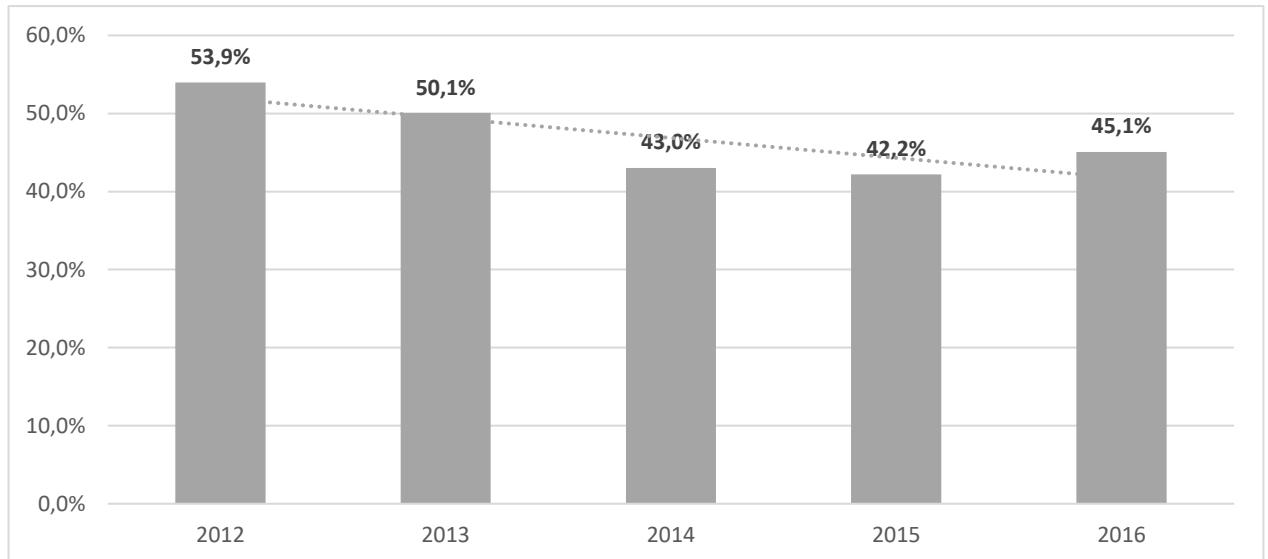


Рисунок 1.27 – Доля чистых активов в валюте баланса, %

В отчетном году показатель чистых активов меньше показателя собственного капитала на 0,01% (рисунок 1.26). Однако в предшествующих годах чистые активы преобладали над показателем собственных средств. В 2014 и 2015 эта разница составляла 0,01%, а в 2013 и 2012 - 0,06%.

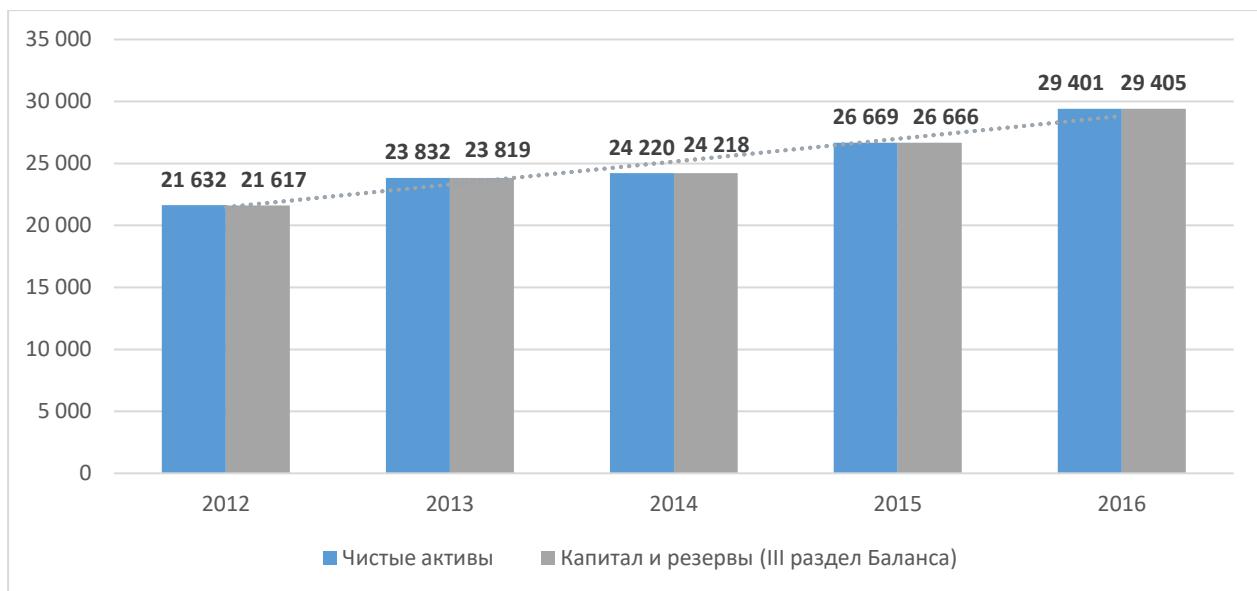


Рисунок 1.28 – Сравнение показателей чистых активов и Капитала и резервов (собственного капитала), млрд. руб.

Для оценки эффективности использования чистых активов необходимо рассчитать и проанализировать в динамике показатели «оборотаемость чистых активов» и «рентабельность чистых активов».

Исходя из приведенных данных наблюдается рост коэффициента оборачиваемости чистых активов с 0,63 в 2012г. до 0,72 в 2016 (рисунок 1.27). Увеличение коэффициента вызван тем, что за пять лет наблюдается прирост показателей выручки и чистых активов.

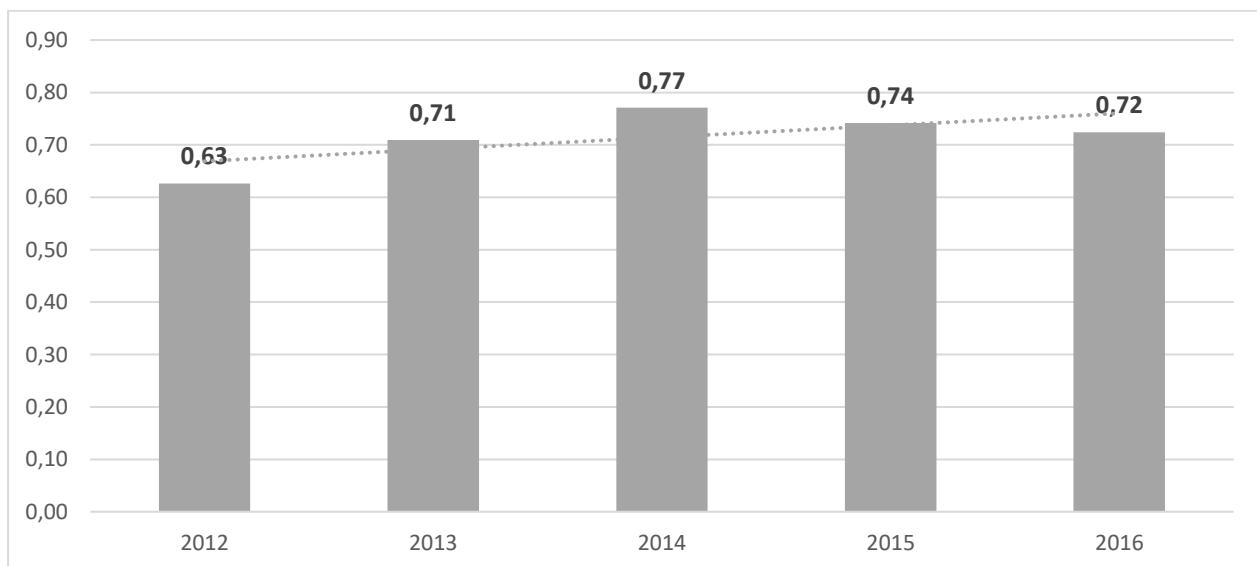


Рисунок 1.29 – Коэффициент оборачиваемости чистых активов

Рентабельность чистых активов имеет отрицательную тенденцию - за 5 лет показатель снизился на 2,8% со значения 9,2% в 2012г. до 6,5% в отчетном году (рисунок 1.28). Это вызвано

общим снижением чистой прибыли на -4,8% за пятилетний период. Также из рисунка можно отметить существенную «просадку» показателя в 2014 году – это, вероятнее всего, реакция на общую кризисную экономическую ситуацию в стране в этот период времени.

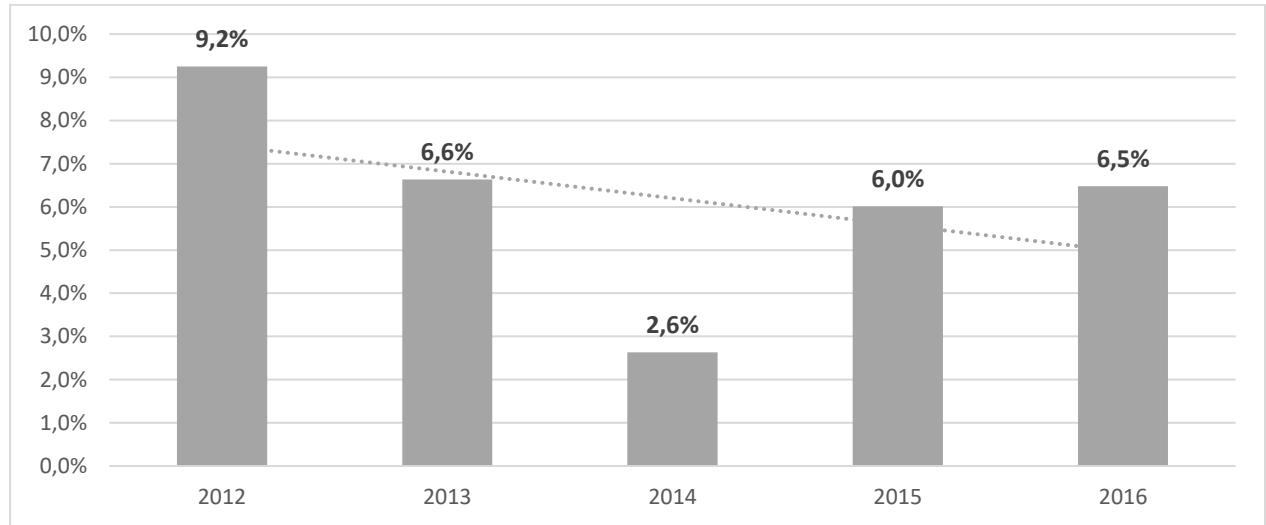


Рисунок 1.30 – Рентабельность чистых активов, %

#### 1.4.8 Инвестиционная деятельность

Совокупный результат по инвестиционной деятельности за отчетный период составляет - 2 950,8 млрд. руб. Показатель с 2012 демонстрирует увеличение на 23% (рисунок 1.29).

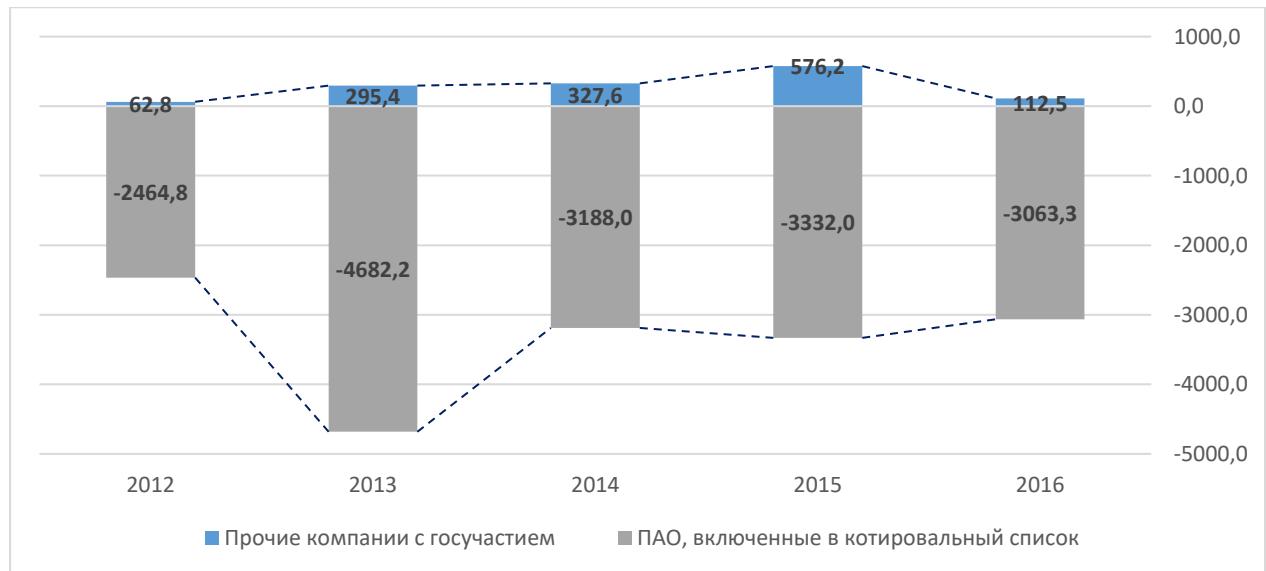


Рисунок 1.31 – Сумма по инвестиционной деятельности, млрд. руб.

#### 1.4.9 Рентабельность

Показатель *ROE* за 5 лет снизился на 2,8% и достиг уровня 6,5% за отчетный год, а показатель *ROA* снизился на 2,1% и в отчетном году составил 2,9%. Отрицательная динамика

*показателей рентабельности обусловлена снижением чистой прибыли в динамике за 5 лет на -4,8%. Наибольшие показатели ROE и ROA относятся к отрасли «Электроэнергия и газ».*

Рентабельность собственного капитала и рентабельность активов демонстрируют отрицательную динамику. За пятилетний период показатель ROE снизился на 2,8%, а показатель ROA на 2,1%. Это обусловлено снижением показателей чистой прибыли в динамике за 5 лет. (рисунок 1.30).

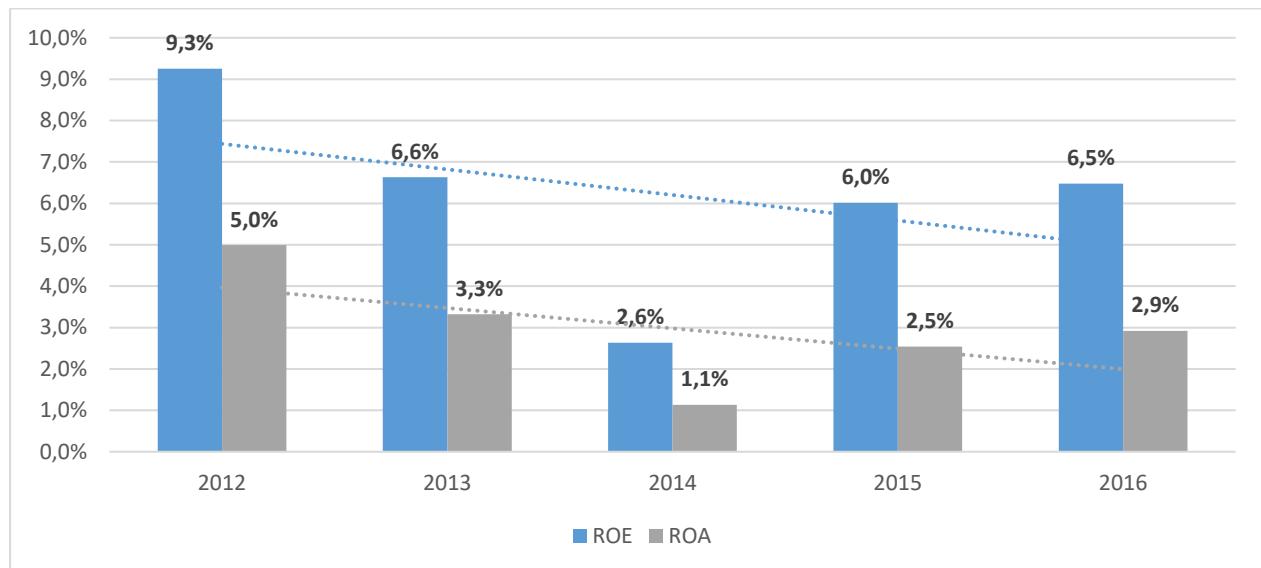


Рисунок 1.32 – Показатели ROE и ROA по исследуемым компаниям, %

Наибольший показатель ROE в отчетном году наблюдается в отрасли «Электроэнергия и газ» – 9%, отрасль демонстрирует не только наибольшее значение показателя, но и высокий темп прироста – с 2012г. показатель увеличился на 11%. Отрицательный показатель ROE демонстрирует отрасль «Недвижимости», за отчетный год значение показателя -8%, однако из рисунка 2.31 можно заметить положительную динамику, так как в 2012 году показатель был на уровне -26%.

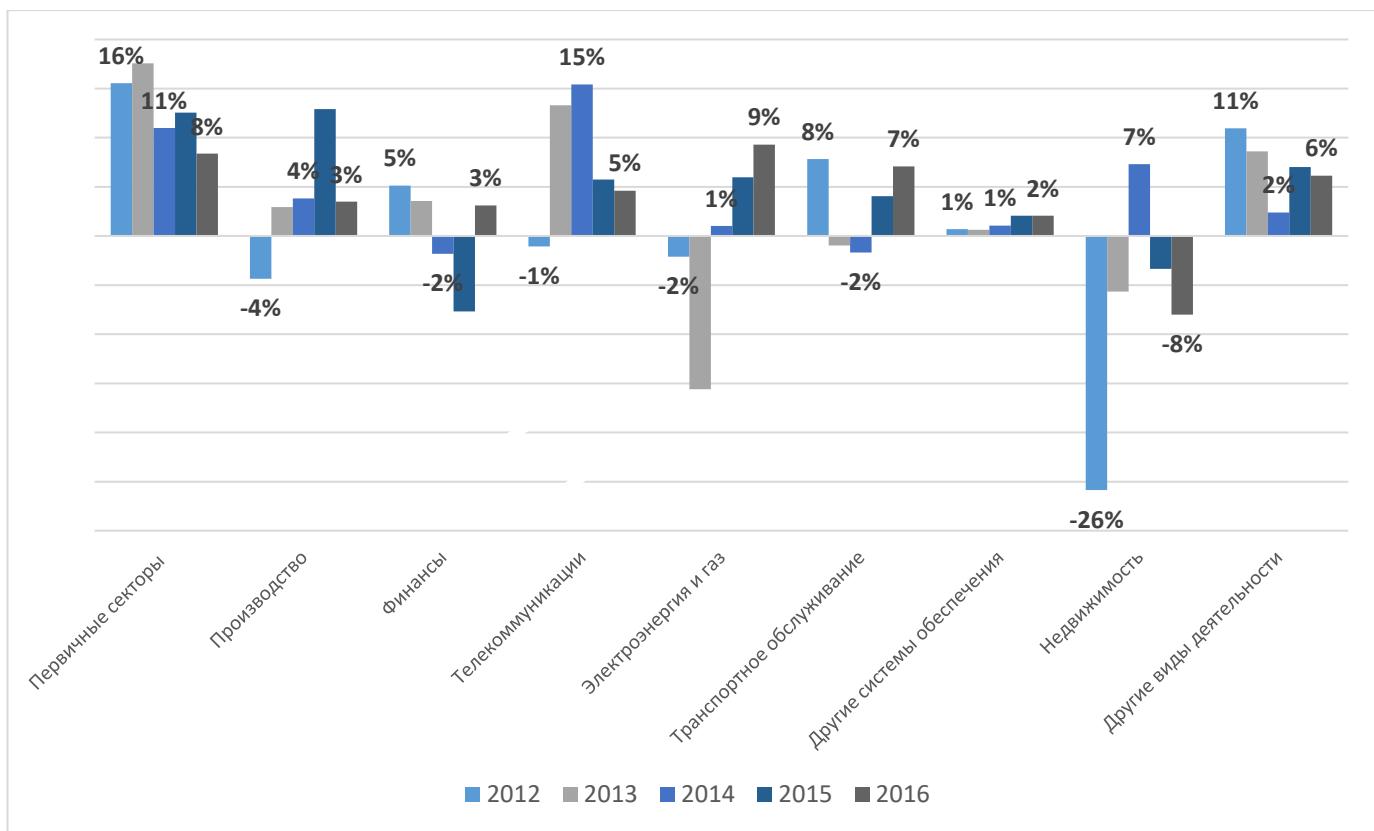


Рисунок 1.33 – Показатель ROE по отраслям, %

Отрицательная динамика показателя наблюдается в отрасли «Первичные секторы» - снижение показателя за 5 лет на 7%, «Финансы» - снижение на 2%, «Транспортное обслуживание» - снижение на 1% и «Другие виды деятельности» - показатель снизился на 5% за пять лет.

Наибольшую рентабельность активов за отчетный год демонстрирует отрасль «Электроэнергия и газ» с показателем 6,3%. Отрасль показывает положительную динамику, за 5 лет показатель возрос на 8%. Отрицательную динамику демонстрируют отрасли «Первичный сектор» - за 5 лет показатель снизился на 6%, «Транспортное обслуживание» - снижение на 0,8% и «Другие виды деятельности» - показатель снизился на 4% с 2012г. (рисунок 2.32). Отрицательный показатель ROA в отчетном году у отрасли «Недвижимость» – -6,8%, однако, как и в случае с ROE имеет положительную динамику – за 5 лет в показатель повысился на 13%. Отрицательные показатели рентабельности в недвижимости обусловлены убыточностью отрасли.

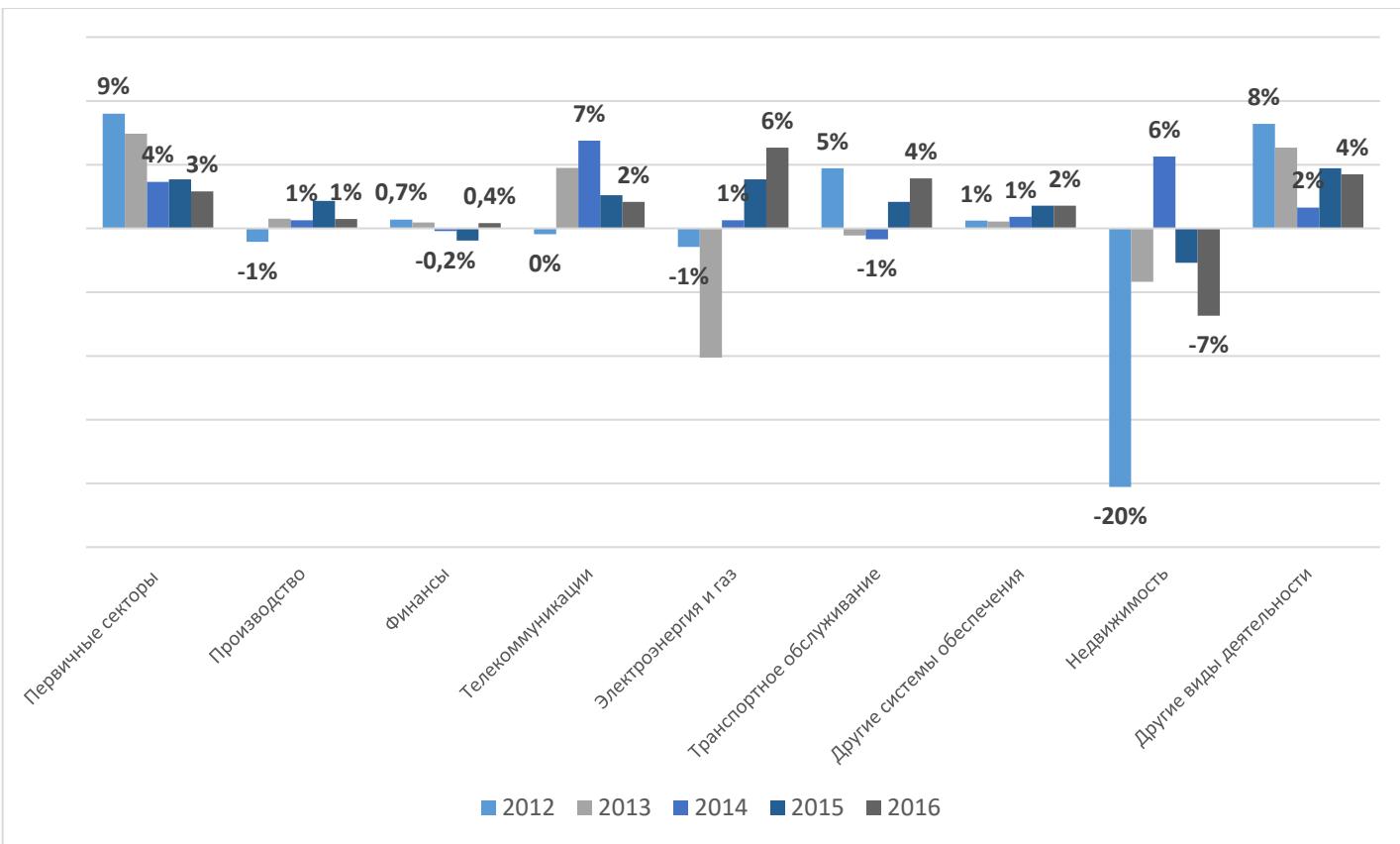


Рисунок 1.34 – Показатель ROA по отраслям, %

#### 1.4.10 Дивиденды

Дивидендные выплаты с 2012 года возросли на 33%. 3% компаний выплачивают дивиденды по МСФО, причем доля дивидендов, выплаченных по МСФО от общего количества в отчетном году, составляет более чем 90%. Стоит также отметить, что сумма дивидендов, выплачиваемая публичными обществами,ключенными в котировальный список, составляет 95,7% от совокупных дивидендов. Можно сделать вывод, что дивидендные выплаты более чем на 90% формируются за счет публичных обществ, выплачиваемых дивиденды по МСФО. По итогам 2015 года, доля от чистой прибыли выплаченных дивидендов составляет 26%, данный показатель имеет положительную динамику – с 2012г. доля увеличилась на 10%. 49% исследуемых компаний не выплачивали дивиденды или не раскрывали информацию о дивидендных выплатах. Наибольший объем выплаченных дивидендов приходится на первичную отрасль - 33% от совокупных выплаченных дивидендов.

При принятии решений по вопросу определения размера выплат по дивидендам государственные компании руководствуются распоряжением Правительства Российской Федерации от 18.04.2016 № 705-р<sup>4</sup> (далее – Распоряжение № 705-р), следующими положениями:

<sup>4</sup> Распоряжение № 705-р [URL: <http://government.ru/docs/22720/>]

- направляемая на выплату дивидендов сумма не может быть меньше большей из 2 величин – 50 % чистой прибыли АО (без учета доходов и расходов от переоценки обращающихся на рынке ценных бумаг акций дочерних обществ и относящегося к ним налога на прибыль), определенной по данным бухгалтерской (финансовой) отчетности АО, или 50 % чистой прибыли АО, определенной по данным консолидированной финансовой отчетности АО;
- направляемая на выплату дивидендов АО, являющимися субъектами естественных монополий, сумма не может быть меньше большей из 2 величин – не менее 50 % чистой прибыли АО, учтенной ФАС России при утверждении соответствующего тарифа, или суммы, определенной в соответствии с вышеизложенными положениями;
- направление чистой прибыли, перераспределённой на финансирование инвестиционных проектов и иные цели, на выплату дивидендов.

По итогам деятельности за 2015 год компании выплатили дивиденды в размере 420,6 млрд. руб. это на 36% больше по сравнению с предыдущим годом. Темп прироста показателя выплаченных дивидендов с 2012г. составляет 33% (рисунок 1.33). Дивиденды, выплачиваемые по итогам 2016 года, не рассматривались, так как в годовых отчетах за 2016 год, рассматриваемых в рамках настоящего исследования, раскрывается информация о выплаченных дивидендах за предыдущий год, т.е. за 2015. И только некоторые раскрывают информацию о рекомендованных выплатах за 2016 г., решение которого будет одобрено на годовом общем собрании акционеров в 2017 году, следовательно, информация будет отражена только в годовом отчете 2017 г.

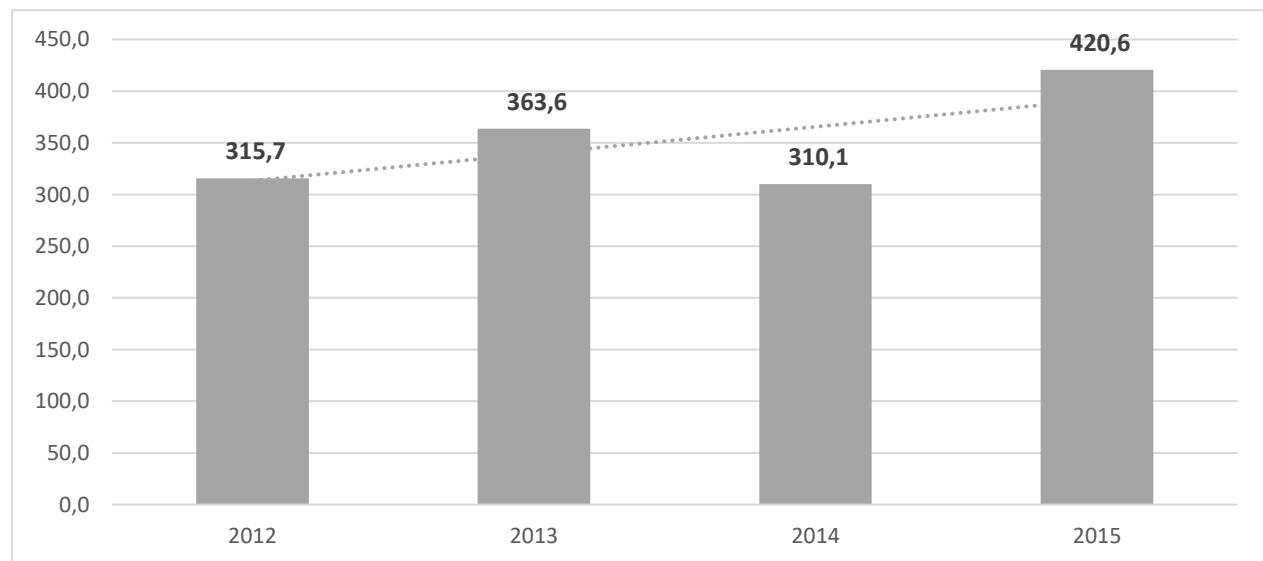


Рисунок 1.35 – Сумма выплаченных дивидендов по итогам года, млрд. руб.

Стоить также отметить, что 19,2% государственных компаний не выплачивали дивиденды за анализируемые периоды, а 29,7% не раскрывали информацию о дивидендных выплатах.

По итогам 2015 года, доля от чистой прибыли выплаченных дивидендов составляет 26%, это на 24% меньше рекомендованного распоряжением Правительства. Наблюдается положительная динамика данного показателя (рисунок 1.34). С 2012 года доля от чистой прибыли выплаченных дивидендов возросла на 10%.

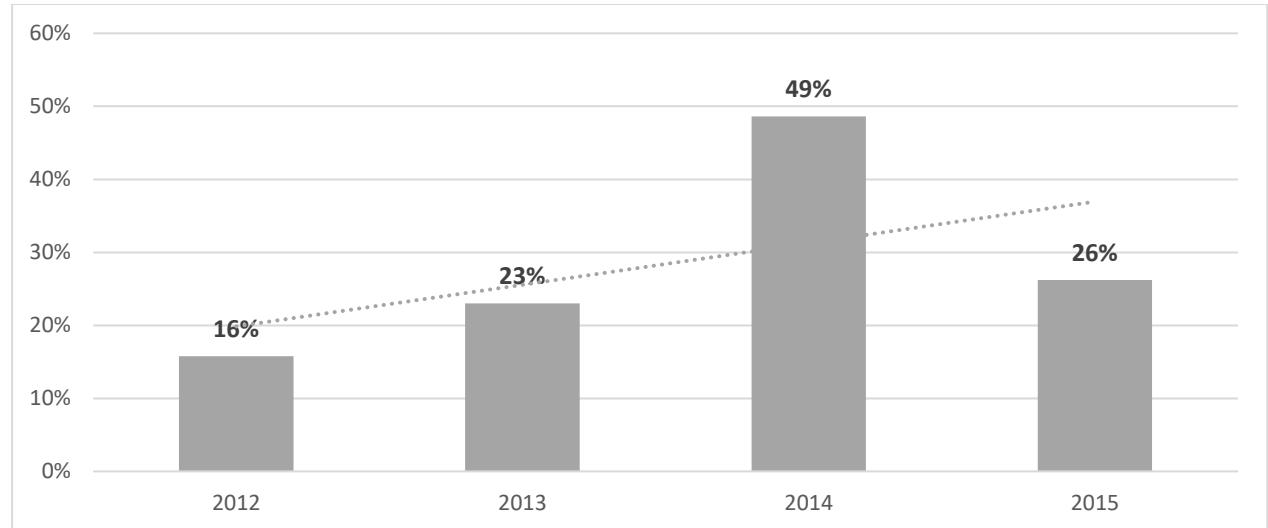


Рисунок 1.36 – Доля выплаченных дивидендов в чистой прибыли, %

По имеющимся данным только 10 компаний (3%) выплачивают дивиденды, исходя из консолидированной отчетности по МСФО. Сумма выплаченных дивидендов за рассматриваемый год по МСФО составила 380,62 млрд. руб., что составляет 90,5% от общей суммы дивидендов. Стоит также отметить, что сумма дивидендов, выплачиваемая публичными обществами,ключенными в котировальный список, составляет 402,5 млрд. руб. – 95,7% от совокупных дивидендов. Оба показателя имеют положительную динамику (рисунок 1.35). Можно отметить, что дивидендные выплаты более чем на 95% формируются за счет публичных обществ.

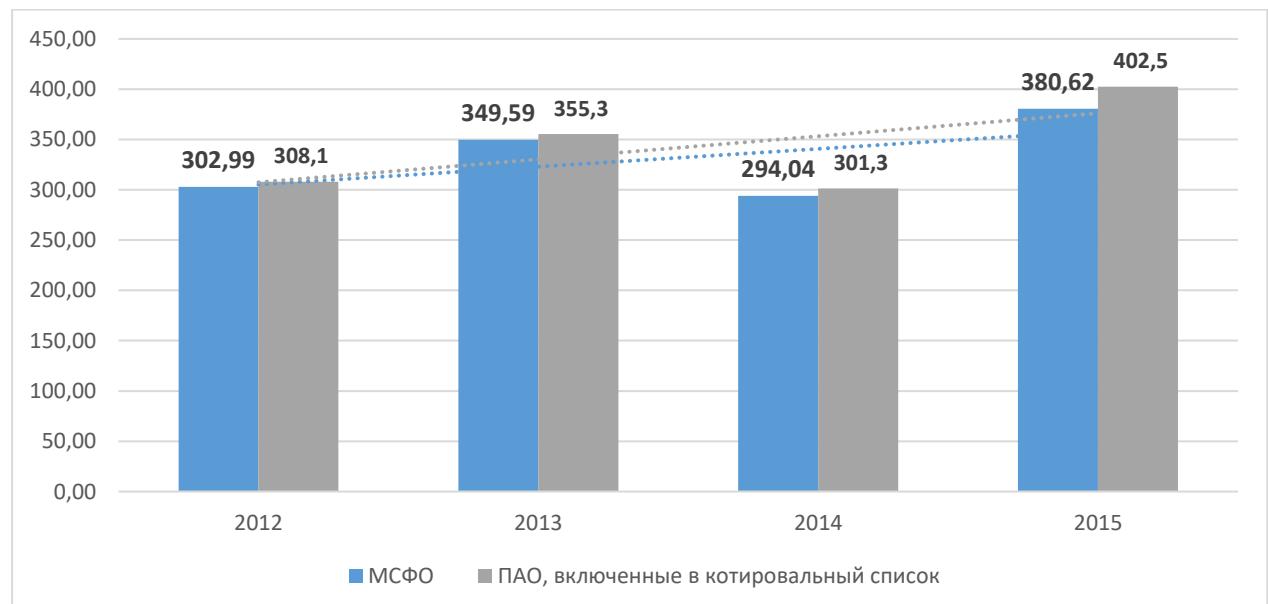


Рисунок 1.37 – Выплаченные дивиденды по МСФО и публичными компаниями, млрд. руб.

Наи크рупнейшей отраслью по выплаченным дивидендам является «Первичные секторы» - 140 млрд. руб. (рисунок 1.36). Доля от общего объема выплаченных дивидендов, в 2015 году, составляет 33%.

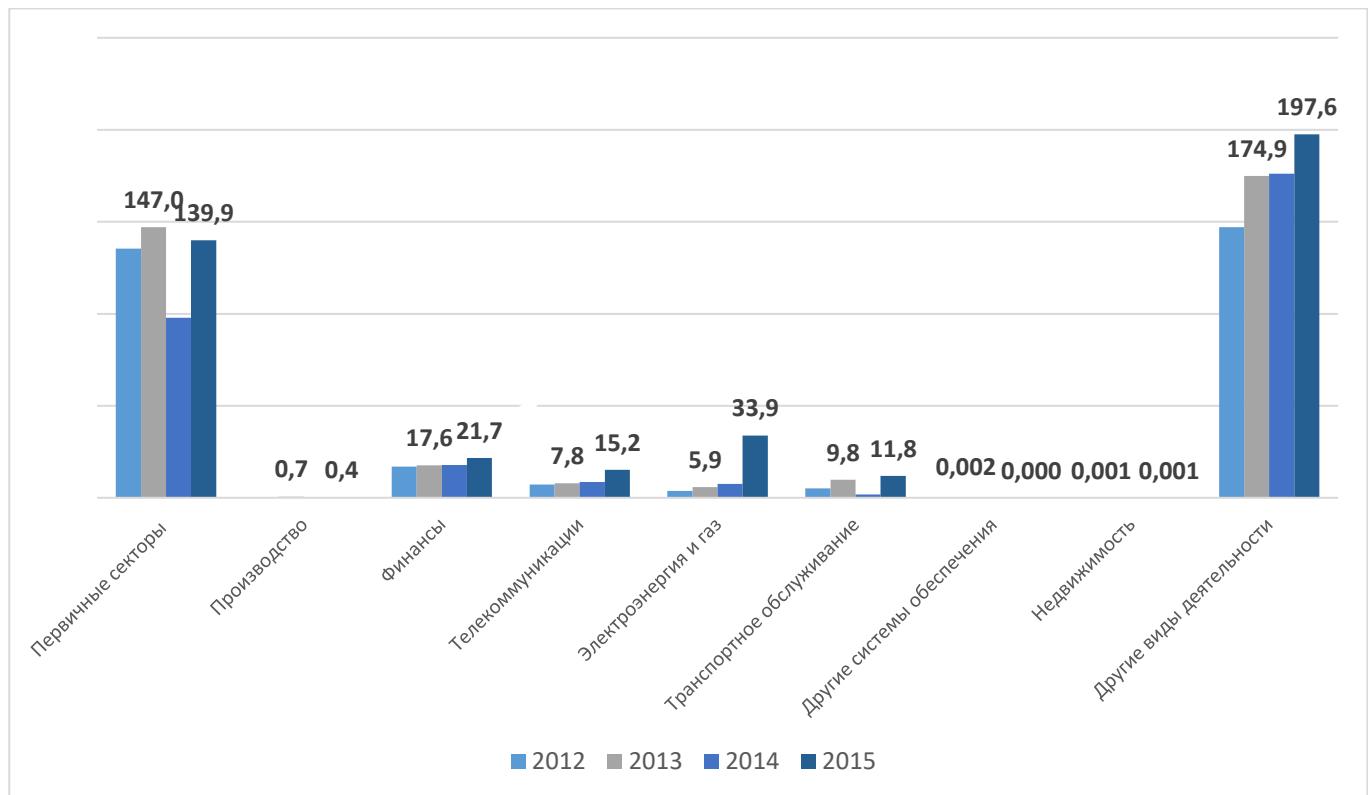


Рисунок 1.38 – Сумма выплаченных дивидендов по отрасли, млрд. руб.

Отрасли «Недвижимость» и «Другие системы обеспечения» показывают отрицательную динамику дивидендов – остальные отрасли демонстрируют положительную тенденцию роста показателя. Наибольший рост дивидендных выплат наблюдается у отрасли «Электроэнергия и газ» - показатель с 2012 года возрос более чем в 8 раз.

Самыми крупными компаниями-плательщиками дивидендов по итогам 2015 года, сумма дивидендов каждого из которых составила более 10 млрд. руб., стали 8 АО: ПАО «Газпром», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «ФСК ЕЭС», ПАО «АК «АЛРОСА», ПАО «Ростелеком», ПАО "Банк "ВТБ", ПАО «Транснефть», ПАО «РусГидро» (таблица 1.2).

Таблица 1.7 – Компании-лидеры по выплаченным дивидендам

Название компании	Сумма выплаченных дивидендов за 2015 г.	Доля от общей суммы дивидендов, %
ПАО «Газпром»	186,8 млрд. руб.	44,4%
ПАО «НК «Роснефть»	124,5 млрд. руб.	29,6%
ПАО «ФСК ЕЭС»	17 млрд. руб.	4%
ПАО «АК «АЛРОСА»	15,4 млрд. руб.	3,7%
ПАО «Ростелеком»	15,2 млрд. руб.	3,6%

Продолжение таблицы 2.2

ПАО "Банк "ВТБ"	15,2 млрд. руб.	3,6%
ПАО «РусГидро»	15 млрд. руб.	3,6%
ПАО «Транснефть»	11,5 млрд. руб.	2,7%
<b>ИТОГО</b>	<b>400,6 млрд. руб.</b>	<b>95,2%</b>

#### **1.4.11 Динамика индекса акций государственного сектора**

*Принятие государством системного решения о повышении уровня дивидендных выплат компаний с государственным участием повлияло на котировки индекса акций компаний с государственным участием позитивно. До решения компании с государственным участием торговались с дисконтом к рынку, однако, после стали торговаться с премией к рынку.*

Одним из показателей эффективности деятельности компаний государственного сектора является динамика капитализации компаний с государственным участием.

Индексы акций компаний с государственным участием и компаний с регулируемой деятельностью представляют собой классические индексы, расчет которых основан на изменении курсовой стоимости акций государственных компаний и компаний, деятельность которых регулируется государством. Инструменты, включенные в базы расчета индексов, взвешены по рыночной капитализации.

Индекс акций компаний с государственным участием – композитный индекс акций публичных акционерных обществ, в отношении которых определение позиции акционера - Российской Федерации осуществляется Правительством Российской Федерации, Председателем Правительства Российской Федерации или по его поручению Заместителем Председателя Правительства Российской Федерации, а также иными акциями, рекомендованными Минэкономразвития РФ и Росимуществом.

Индекс акций компаний с регулируемой деятельностью - композитный индекс акций, рассчитываемый Биржей на основе цен сделок, совершаемых с допущенными к обращению на Бирже акциями, включенными в Реестр субъектов естественных монополий, утверждаемый

Федеральной антимонопольной службой (до 21 июля 2015 г. - Федеральной службой по тарифам), а также иными акциями, рекомендованными на основании экспертного мнения Росимущества (далее - Акции компаний с регулируемой деятельностью)<sup>5</sup>. Динамика индекса с января 2015 года представлена на рисунке 1.37<sup>6</sup>.

Как видно из рисунка 1.37, до апреля 2016 г. компании с государственным участием торговались с дисконтом к рынку, однако, после принятия государством системного решения о повышении уровня дивидендных выплат компании с государственным участием стали торговаться с премией к рынку.

**Динамика индекса московской биржи компаний с государственным участием**



Рисунок 1.39 – Динамика индекса компаний с государственным участием

## 1.5 Корпоративное управление в компаниях с госучастием

«Портрет» совета директоров компаний с госучастием: среднее количество членов совета директоров составляет 6 человек, причем у 0,6% исследуемых компаний совет не создан. Доля независимых директоров в составе совета составляет 14%. Также необходимо отметить, что у 22,5% компаний нет независимых директоров в составе совета. Комитет по аудиту формировали 23,4% компаний, комитет по кадрам и вознаграждениям – 21,3%, а

<sup>5</sup> Московская биржа [URL: <https://www.moex.com/s75>]

<sup>6</sup> Росимущество [URL: <https://rosim.ru/addons/moex>]

комитет по стратегии – 21,9%. Среднее вознаграждение члена совета директоров, по результатам исследования, составляет 1 197,5 тыс. руб. Стоит отметить, что 40% компаний не выплачивают вознаграждение членам совета директоров. Среднее вознаграждение независимым членам совета составляет 4 883 тыс. руб., что в 4 раза больше, чем среднее вознаграждение всех директоров. Данную информацию раскрывают только 5% компаний.

В среднем компании с госучастием исполняют 11 из 13 директив (82% исполнения). 35% не раскрывают указанную информацию в годовых отчетах, а 24 компаний (7%) не исполняли/ не получали ни одной директивы в отчетном году.

В рамках исследования была поставлена важнейшая задача - проанализировать структуру корпоративного управления и уровень исполнения компаниями с государственным участием рекомендаций Кодекса корпоративного управления<sup>7</sup>.

### 1.5.1 Количественный состав совета директоров

По результатам исследования среднее число Совета директоров составляет 6 человек, причем у 0,6% компаний стратегический орган управления не был сформирован. Среднее число директоров в совете публичных обществ, включенных в котировальный список, составляет 11 человек. По данным, приведенным на рис.40, наибольший процент компаний насчитывает в совете директоров 5-8 человек. Более многочисленные советы директоров наблюдаются у 1,2% компаний (рисунок 1.38).

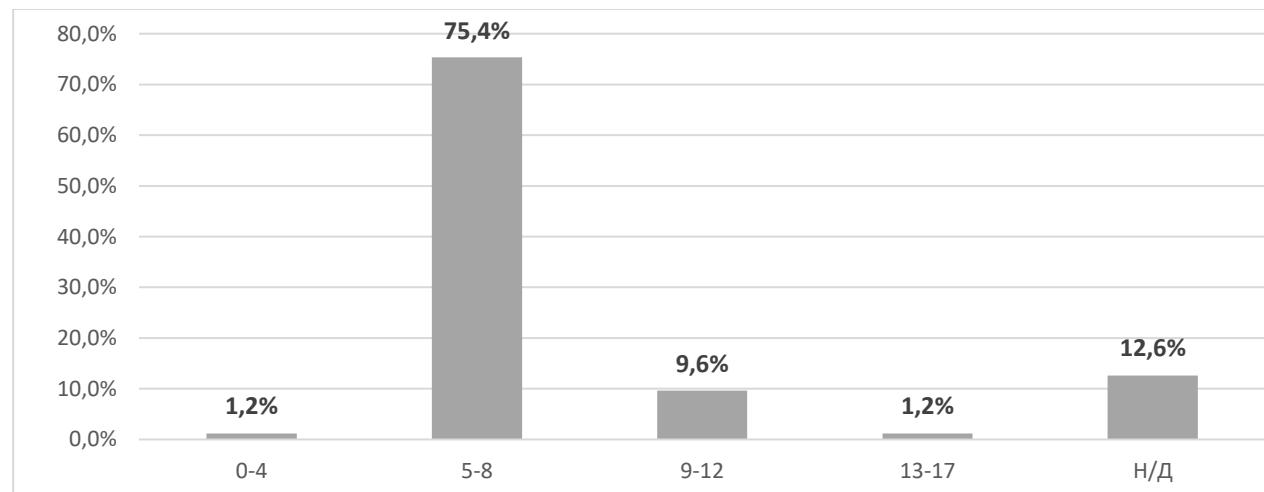


Рисунок 1.40 – Среднее количество членов совета директоров, %

<sup>7</sup> Кодекс корпоративного управления [URL: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf>]

### 1.5.2 Доля независимых директоров в составе совета

Один из важнейших показателей в структуре совета директоров – доля независимых директоров. Наличие независимых директоров в компании, как правило, направлено на вынесение независимых суждений, основанных на профессиональных знаниях и подкрепленных превосходной репутацией.

Так, по результатам исследования среднее количество независимых директоров в составе совета составляет 1,1 человек (рисунок 2.39), что составляет 14% от всего состава совета. В публичных компаниях среднее количество независимых директоров составляет 3,6 чел. – 31% от всего состава совета. По рекомендациям Кодекса КУ независимых директоров должно быть не менее 1/3 (33%). Полностью выполняют рекомендации в части независимых директоров только 13,2% компаний с госучастием. При этом у 21,9% компаний отсутствуют независимые директора в составе совета директоров.

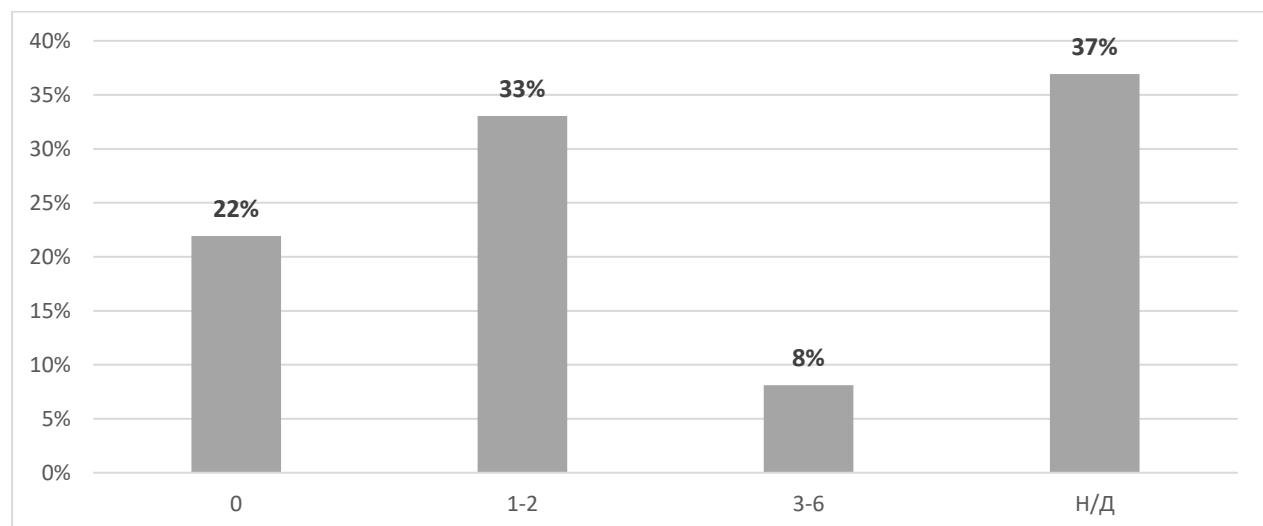


Рисунок 1.41 – Количество независимых директоров в составе Совета, %

Исходя из данных, приведенных на рисунке 1.40, следует, что практически все отрасли не соблюдают рекомендации Кодекса в части количества независимых директоров в составе Совета. Единственной отраслью, выполняющей рекомендации является «Электроэнергия и газ» - доля независимых директоров составляет 35%.

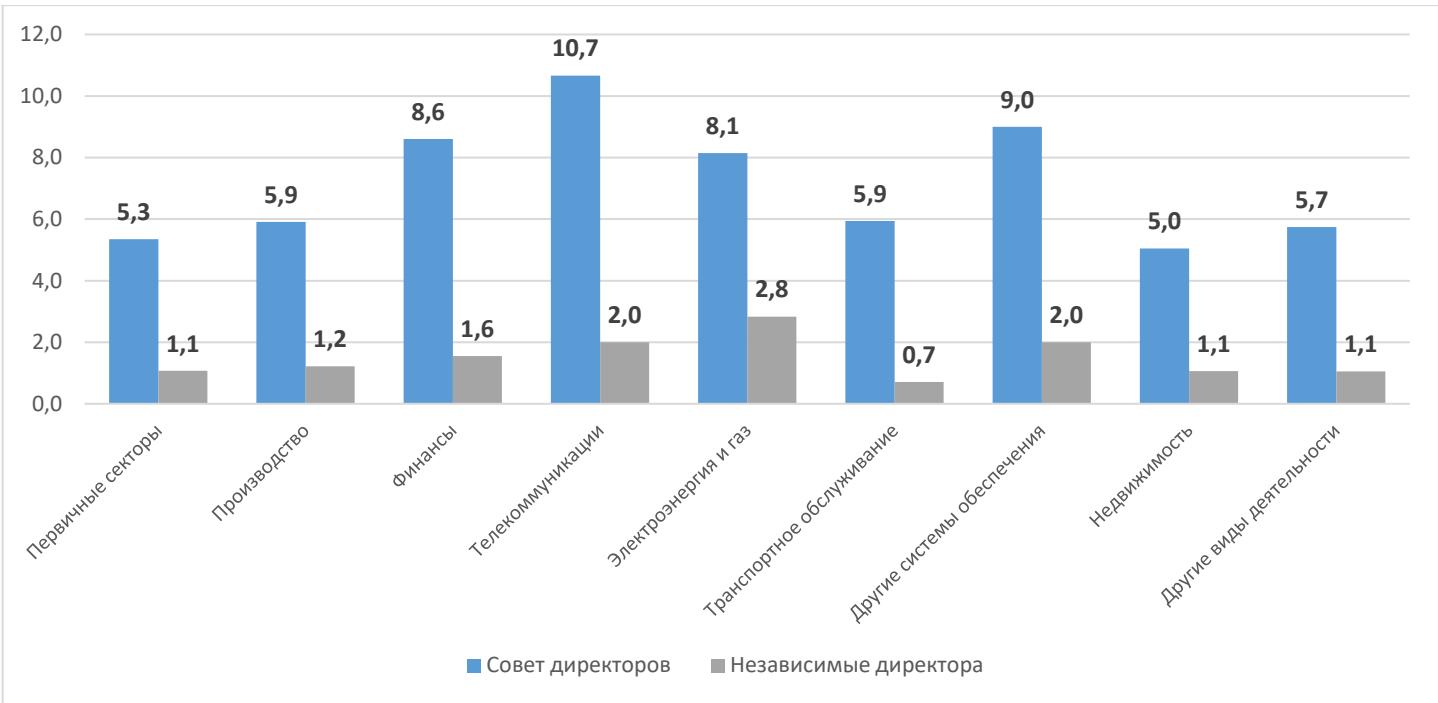


Рисунок 1.42 – Среднее количество членов совета и независимых директоров по отрасли, чел.

Наибольшее количество членов совета директоров наблюдается в отрасли «Телекоммуникации». Самой малочисленной отраслью в части независимых директоров является «Транспортное обслуживание» - доля независимых директоров составляет всего 12%.

### 1.5.3 Специализированные комитеты при совете директоров

В ходе исследования были также рассмотрены основные комитеты при совете директоров, согласно Кодексу корпоративного управления: по аудиту, по назначениям и вознаграждениям и по стратегии. Исходя из имеющихся данных, комитет по аудиту формировали 23,4% компаний, комитет по кадрам и вознаграждениям – 21,3%, а комитет по стратегии – 21,9% (рисунок 1.41). Стоит отметить, что у публичных обществ, котирующихся на бирже, комитет по аудиту и кадрам и вознаграждениям сформирован у 100%, а комитет по стратегии создан у 92% компаний (11 из 12).

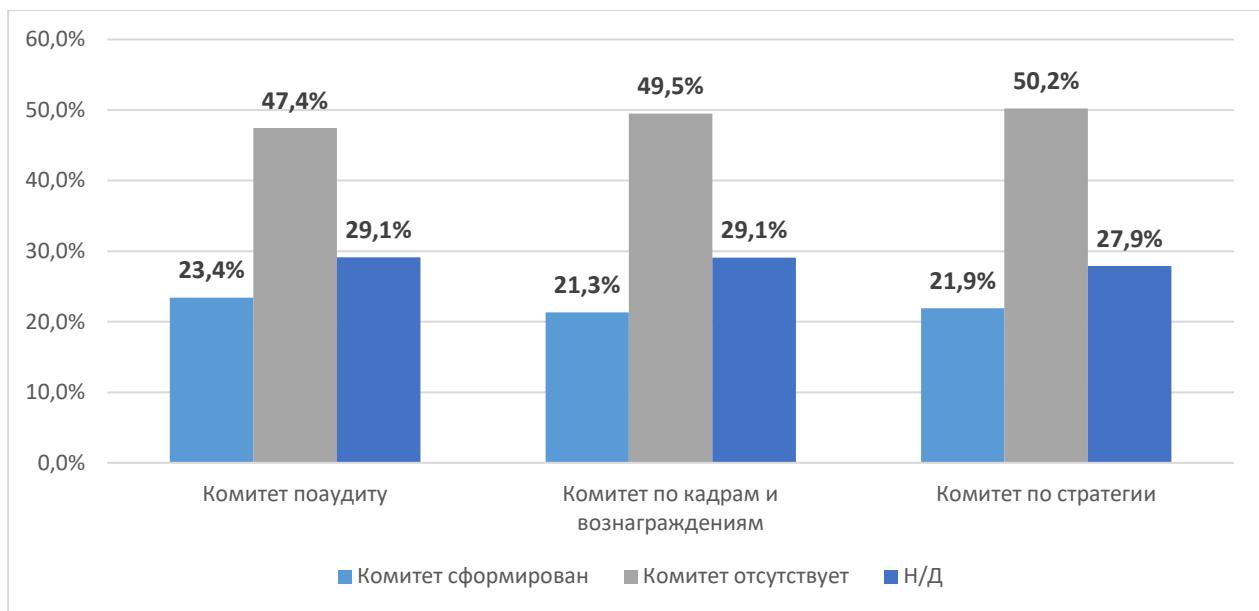


Рисунок 1.43 – Наличие специализированных комитетов при совете директоров, %

По данным исследования практически половина исследуемых компаний не формирует специализированные комитеты. Однако Кодекс рекомендует создавать комитеты для предварительного рассмотрения наиболее важных вопросов деятельности общества.

Распределение числа комитетов по отраслям показало, что в финансовой отрасли все комитеты сформированы у 80% компаний, в телекоммуникационной отрасли все компании формируют комитет по стратегии и только на 67% формируют остальные комитеты (рисунок 1.42).

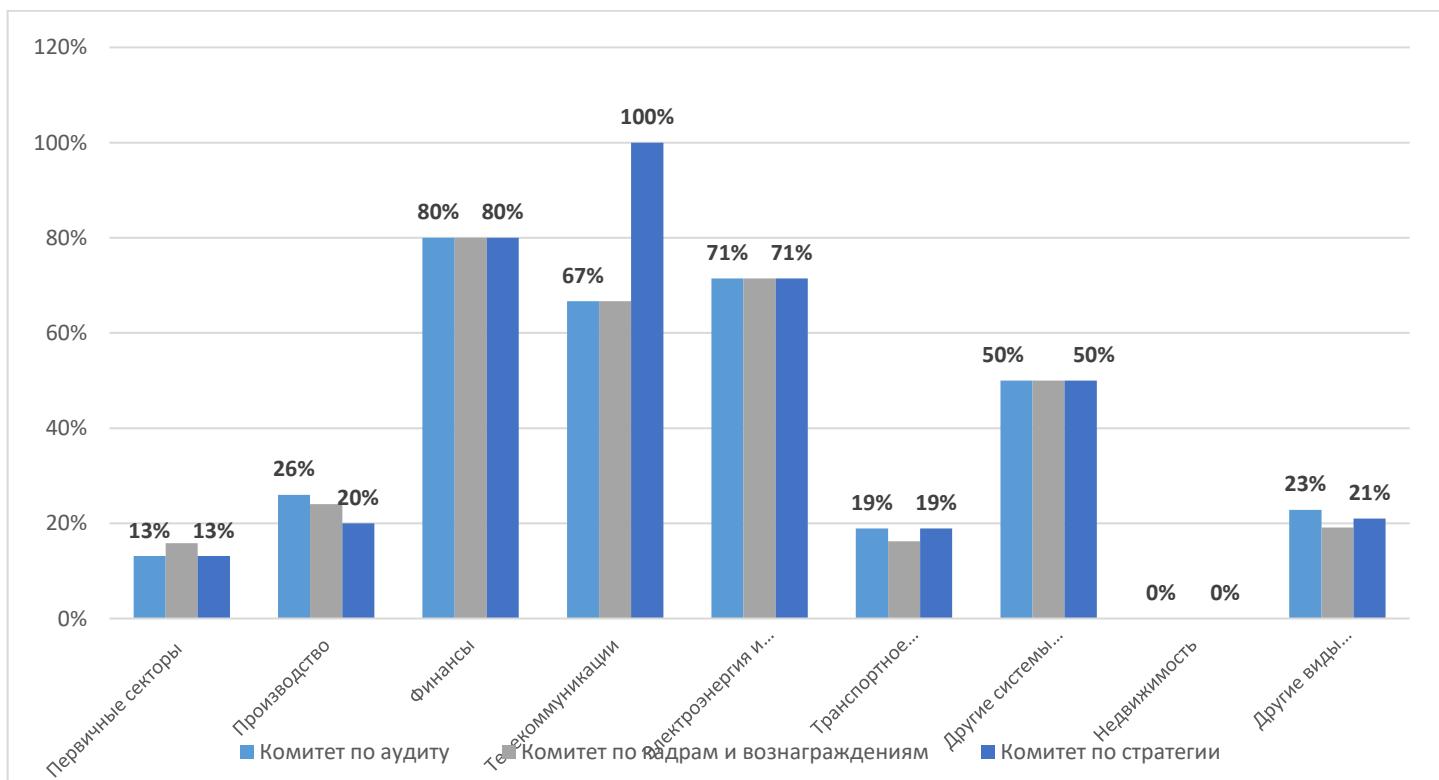


Рисунок 1.44 – Наличие специализированных комитетов при совете директоров по отраслям, %

Компании в отрасли недвижимости вообще не создают специализированные комитеты. Также низкие показатели у отрасли «Первичные секторы», комитеты по аудиту и стратегии созданы у 13% компаний, комитет по кадрам и вознаграждениям у 16%.

#### 1.5.4 Вознаграждение совета директоров

Последним рассматриваемым показателем является вознаграждение членов совета директоров. Вознаграждение – это поощрение за проделанную работу, связанную с большой ответственностью и риском принимаемых решений. Вознаграждение должно соответствовать ожиданиям членов совета директоров, что бы интересы директора были сопряжены с интересами общества. Достойное вознаграждение может привлечь в совет высококвалифицированных специалистов, обладающих профессиональными знаниями и опытом.

По результатам исследования, вознаграждение выплачивают только 28% компаний. Среднее вознаграждение члена совета директоров, по результатам исследования, составляет 1 197,5 тыс. руб. Стоит отметить, что 40% компаний не выплачивают вознаграждение совету директоров (рисунок 1.43). У публичных обществ, включенных в котировальный список, среднее вознаграждение составляет 9 034,7 тыс. руб.

Разброс вознаграждений очень велик, к примеру наибольшее вознаграждение за работу в 2016г. получили члены совета директоров ПАО «Роснефти», каждый директор получил вознаграждение в размере около 570 000 долл. (по средневзвешенному курсу – 38,2 млн. руб.). Наименьшее вознаграждение получили члены совета директоров АО "ЦНИИ "ЭЛЕКТРОН" - за свою работу каждый директор получил около 158 руб.

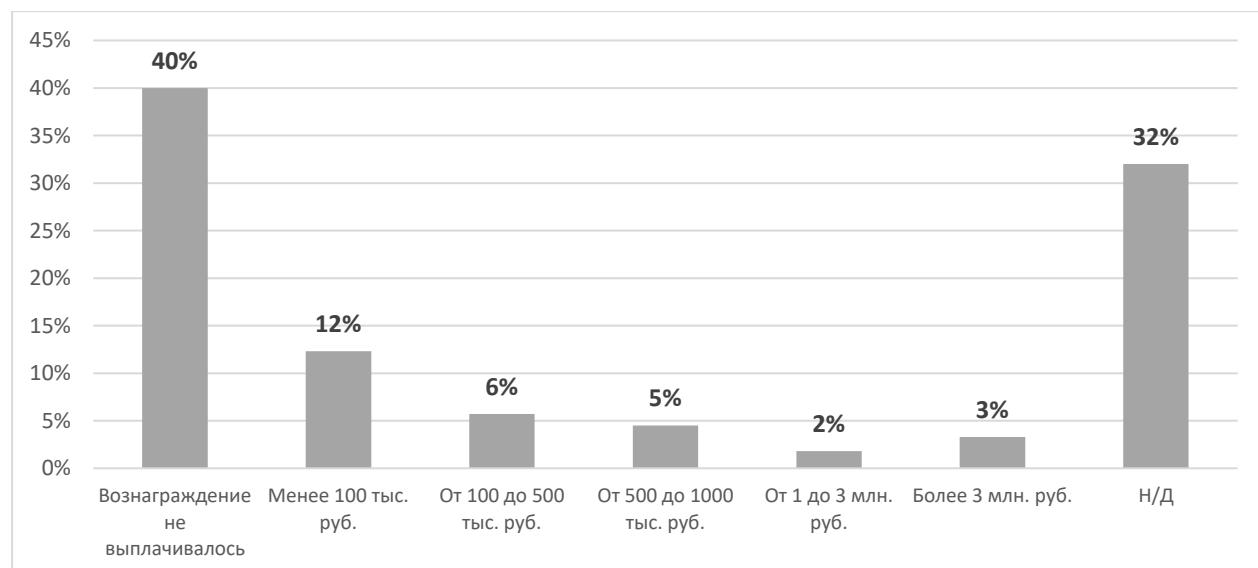


Рисунок 1.45 – Среднее вознаграждение членов совета директоров, %

Некоторые компании раскрывают не только общий размер вознаграждения, но и индивидуальный, таким образом можно рассчитать вознаграждение независимых директоров. Среднее вознаграждение независимым членам СД составляет 4 671,4 тыс. руб., что в 4 раза больше, чем среднее вознаграждение всех директоров. Данную информацию раскрывают только 5% компаний.

Наибольшее вознаграждение получают компании, входящие в отрасль «Первичные секторы» - 5 708 тыс. руб. и «Телекоммуникации» - 4 883 тыс. руб. (рисунок 1.44). Наименьшее вознаграждение выплачивают в отрасли «Недвижимость» - 4 тыс. руб. в год.

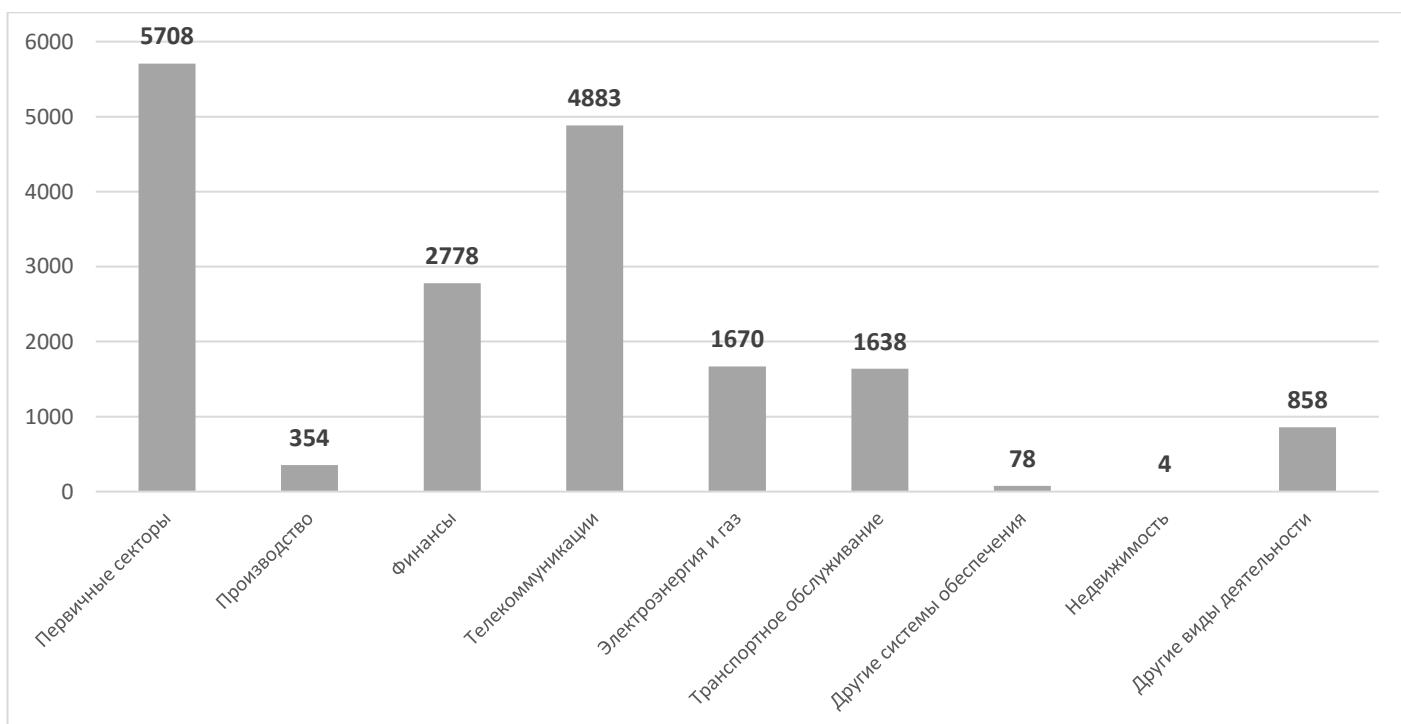


Рисунок 1.46– Среднее вознаграждение членов совета директоров по отрасли, тыс. руб.

Лидерами по вознаграждению директоров трех высоко оплачиваемых отраслей, согласно результатам исследования, являются: «Первичные секторы» - ПАО "НК "Роснефть" – 38,2 млн. руб., «Телекоммуникации» - ПАО "Ростелеком" – 4,9 млн. руб., «Финансы» - ПАО "БАНК "ВТБ" – 4,9 млн. руб.

### 1.5.5 Исполнение поручений Президента и Правительства РФ

В результате исследования также анализировались сведения о фактических результатах исполнения поручений и указаний Президента и поручений Правительства РФ. В среднем компании с госучастием исполняли 11 из 13 директив (82% исполнения). 35% не раскрывали

указанную информацию в годовых отчетах, а 24 компаний (7%) не исполняли/ не получали ни одной директивы в отчетном году. Публичные компании, включенные в котировальный список, исполняют 29 из 29 полученных директив на 100% (рисунок 1.45).

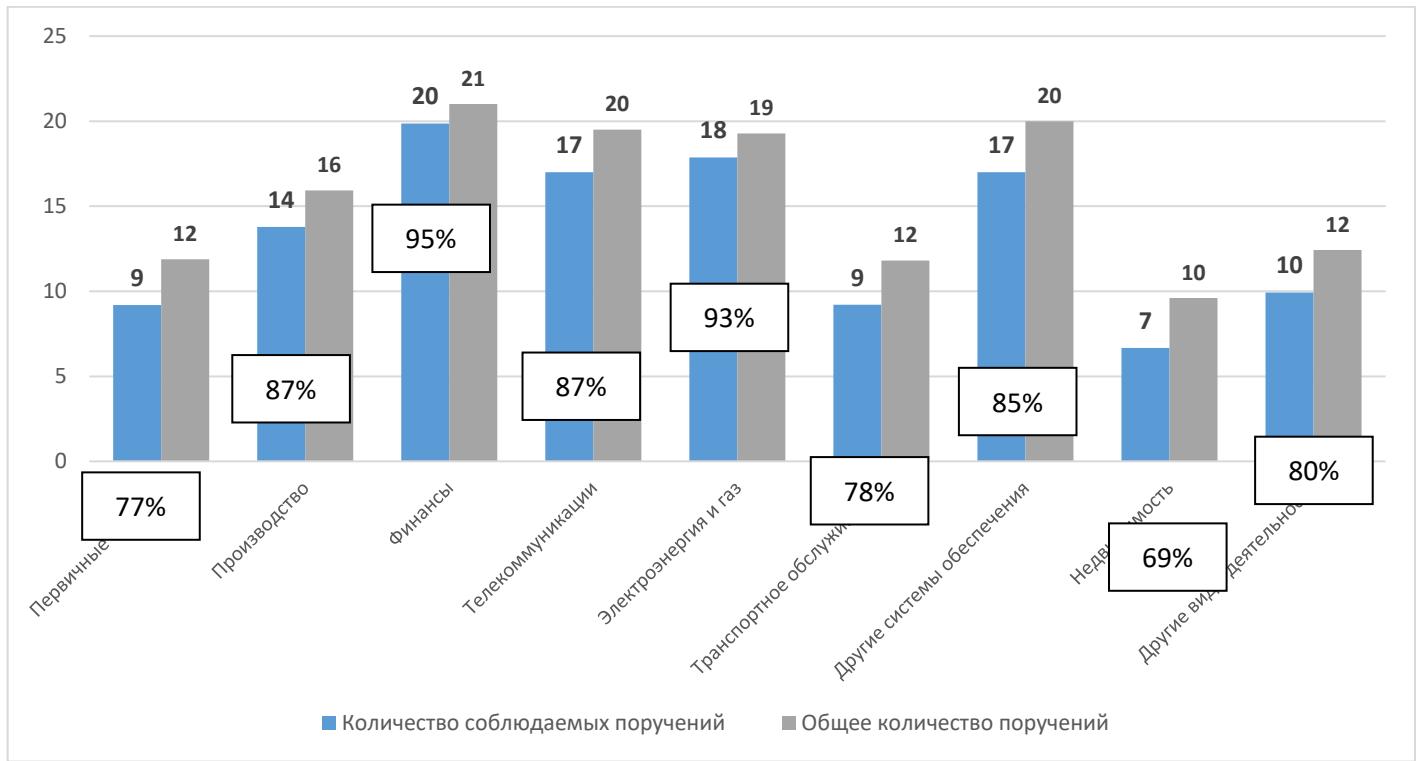


Рисунок 1.47 – Исполнение поручений и указаний Президента и Правительства РФ по отрасли, %

Наибольший процент исполнения директив демонстрирует финансовая отрасль, в среднем компании исполняют 23 из 25 порученных директив, к тому же, финансовая отрасль является наибольшей по общему количеству поручений. Наименьший процент у отрасли недвижимости – компании, в среднем, исполняют 7 из 10 поручений.

## 1.6 Взаимосвязь качества корпоративного управления и финансовых результатов

По итогам сбора показателей было проведено их попарное сопоставление с целью определения корреляции между показателями корпоративного управления и финансовой результативности. Сопоставление проводилось по отраслевым показателям.

Наибольший показатель детерминации  $R^2$  наблюдается между показателями чистых активов и раскрытием информации, это означает что между двумя рассматриваемыми переменными существует зависимость (рисунок 1.46).

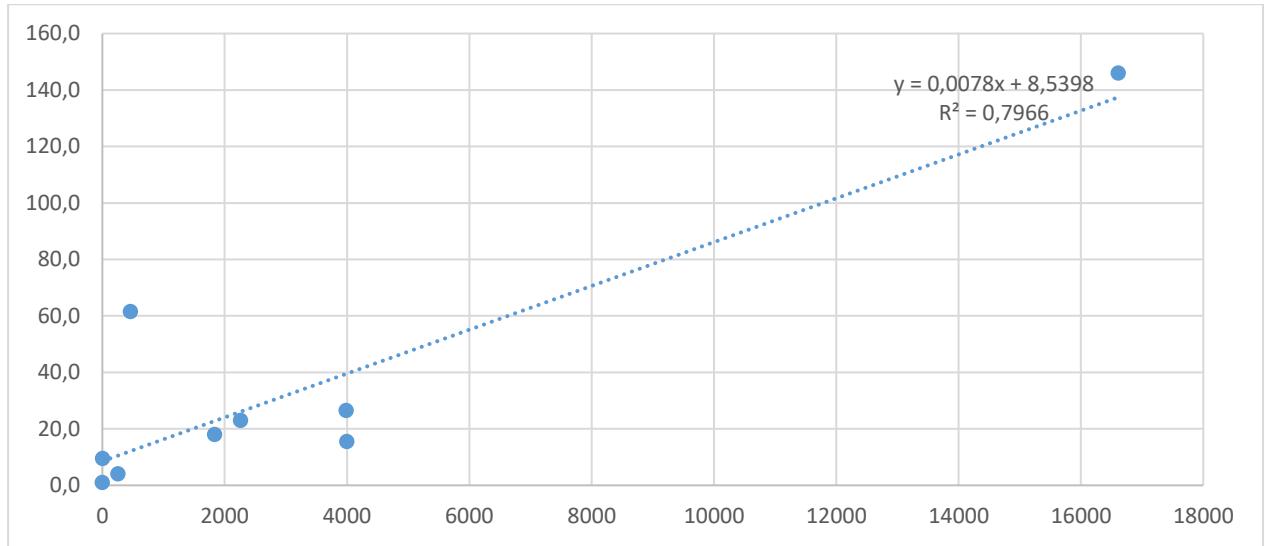


Рисунок 1.48 – Соотношение чистых активов и уровня раскрытия информации

Также сильная и прямая зависимость наблюдается у показателей чистых активов и суммой выплаченных дивидендов (рисунок 1.47).

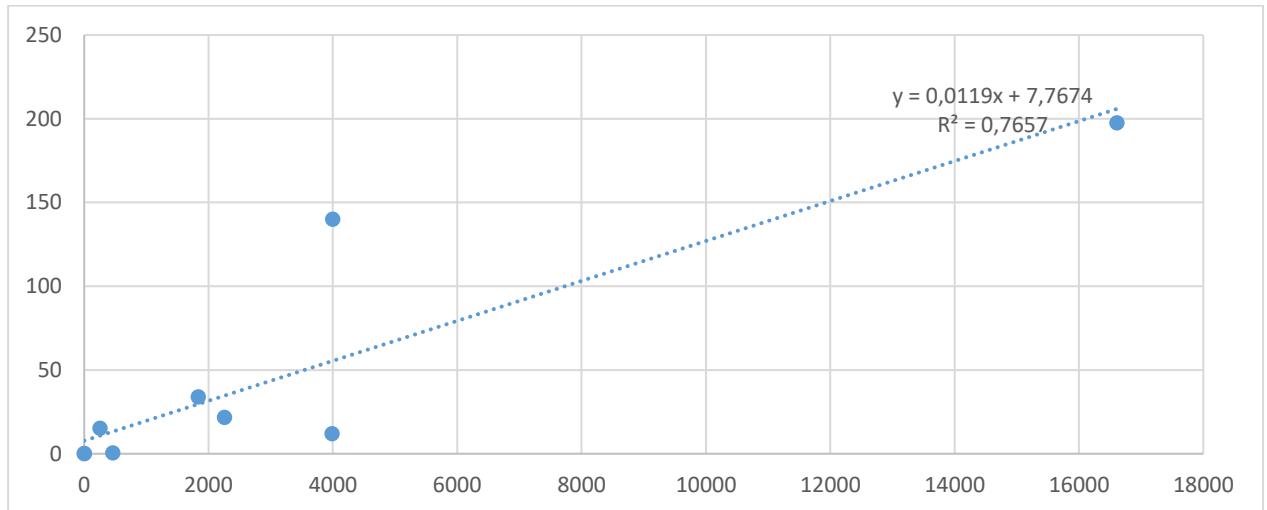


Рисунок 1.49 – Соотношение чистых активов и суммы выплаченных дивидендов

Сильная зависимость также прослеживается между уровнем раскрытия информации и чистой прибылью. Компании, раскрывающие полную и актуальную информацию, демонстрируют высокие показатели чистой прибыли и чистых активов (рисунок 1.48).

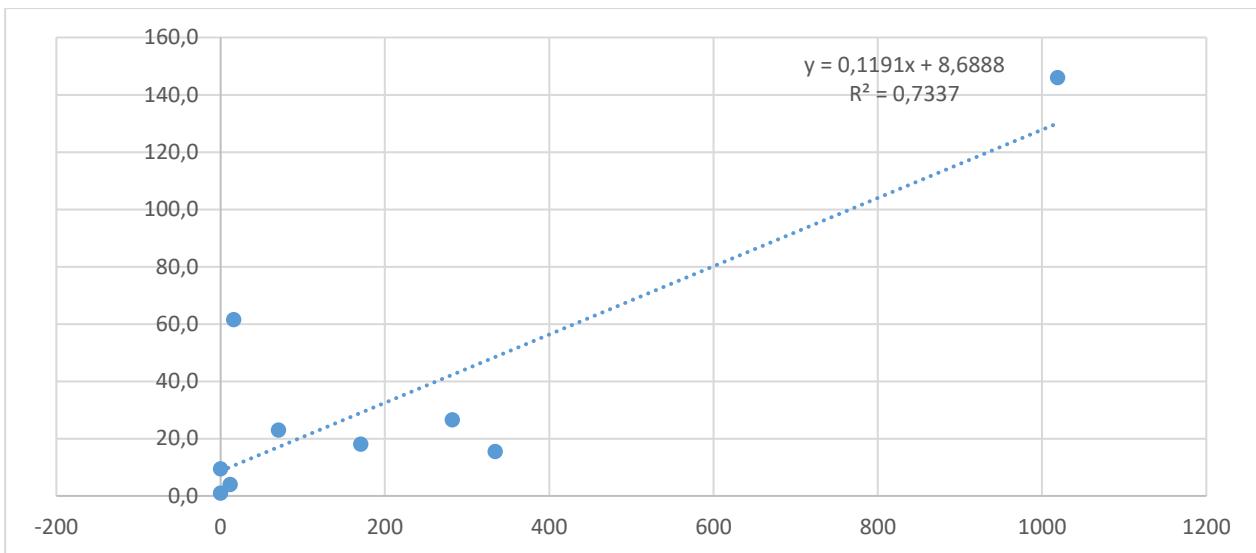


Рисунок 1.50 – Соотношение уровня раскрытия информации и чистой прибыли

Также прослеживается некоторая связь уровня производительности труда с финансовыми результатами (рисунки 1.49 – 1.50) и показателями корпоративного управления (рисунок 1.51).

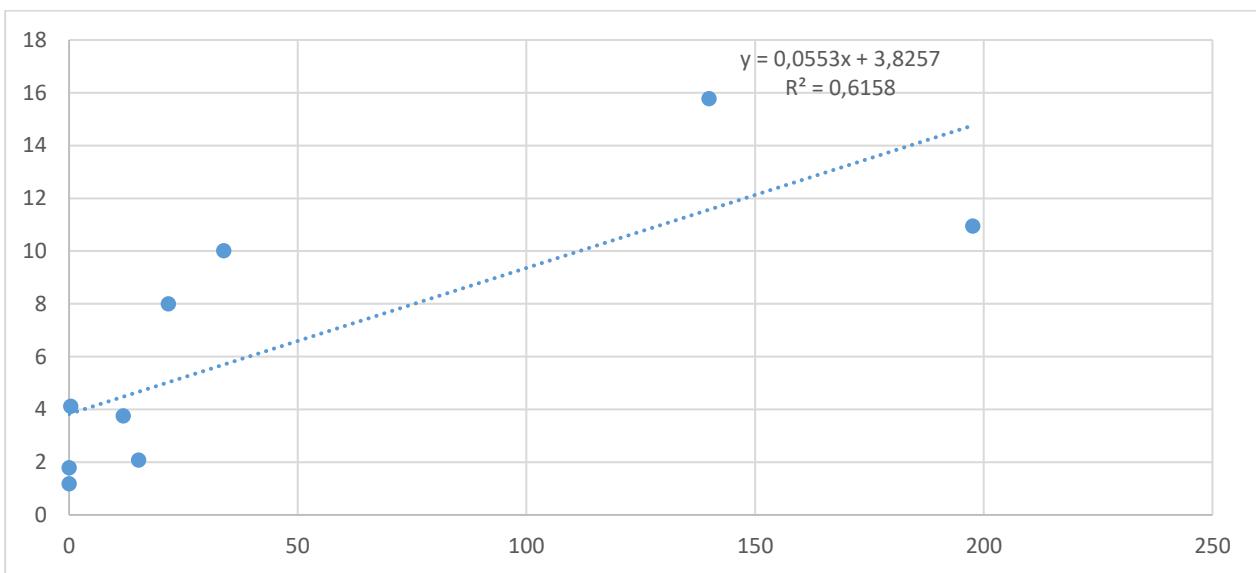


Рисунок 1.51 – Соотношение производительности труда и суммы выплаченных дивидендов

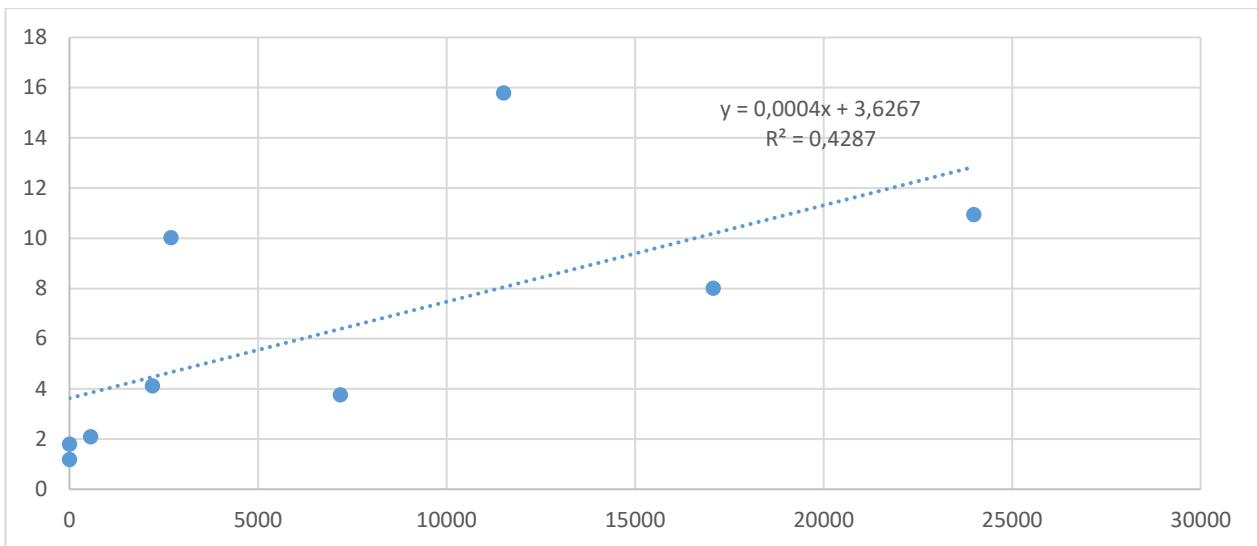


Рисунок 1.52 – Соотношение активов и производительности труда

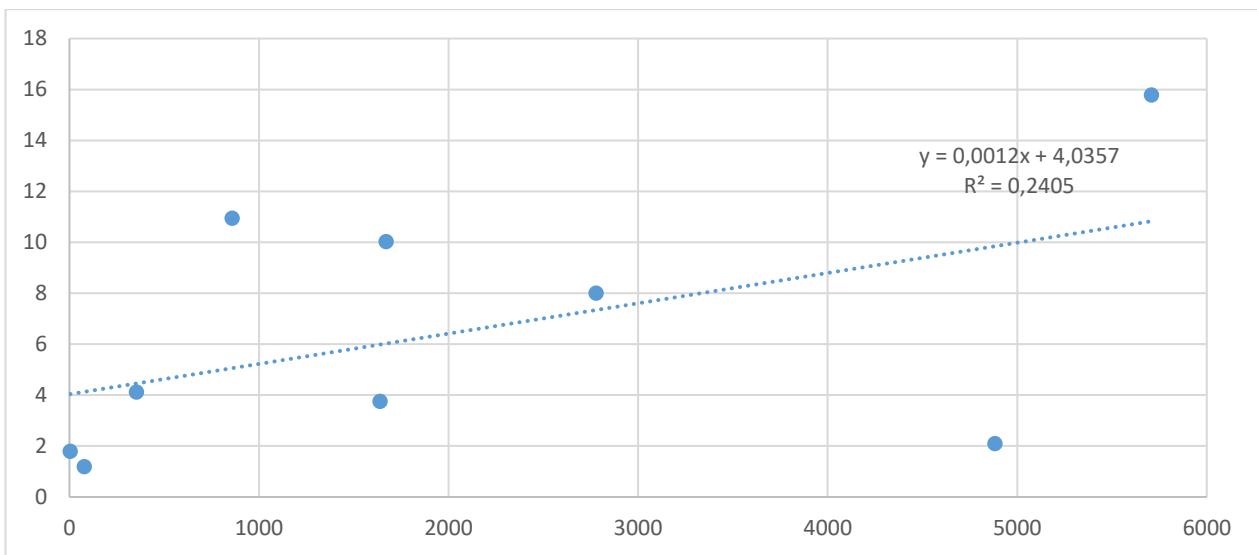


Рисунок 1.53 – Соотношение производительности труда и среднего вознаграждения членов совета директоров

Умеренная связь прослеживается между уровнем раскрытия информации, наличием и структурой комитетов. Компании, раскрывающие полную и актуальную информацию, формируют специализированные комитеты при совете директоров для детального рассмотрения вопросов повестки дня (рисунок 1.52).

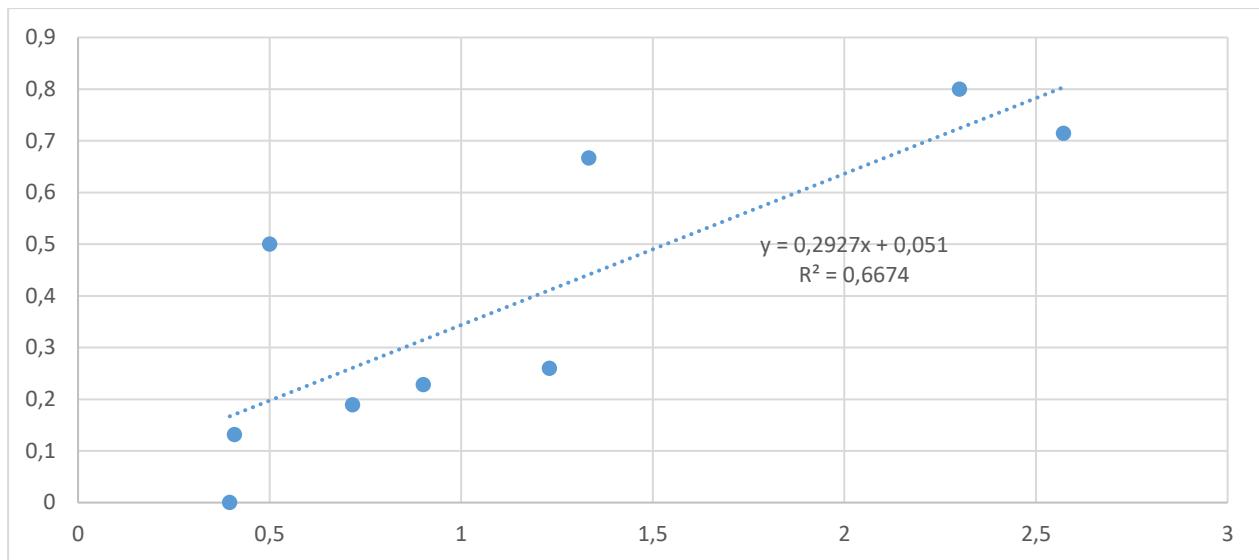


Рисунок 1.54 – Соотношение уровня раскрытия информации и наличия специализированных комитетов

Небольшая связь также наблюдается между показателями доли независимых директоров и уровнем раскрытия информации (рисунок 1.53), а также между выплачиваемым вознаграждением и показателем ROE. Вознаграждение членов совета директоров, в незначительной степени, но все же зависит от показателя рентабельности собственного капитала (рисунок 1.54).

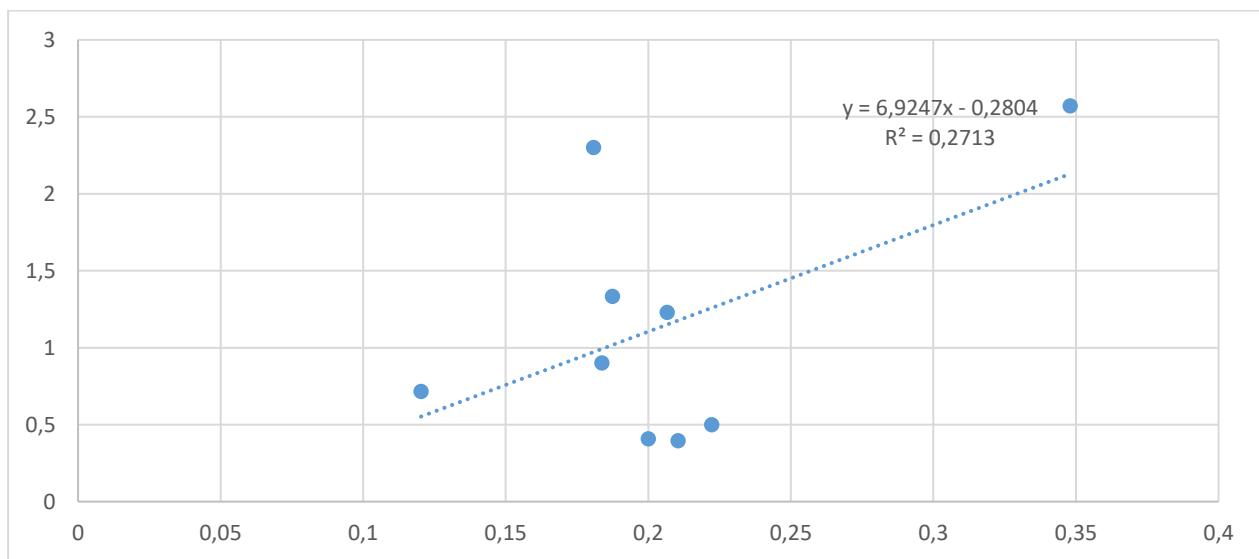


Рисунок 1.55 – Соотношение доли независимых директоров в составе совета и уровня раскрытия информации

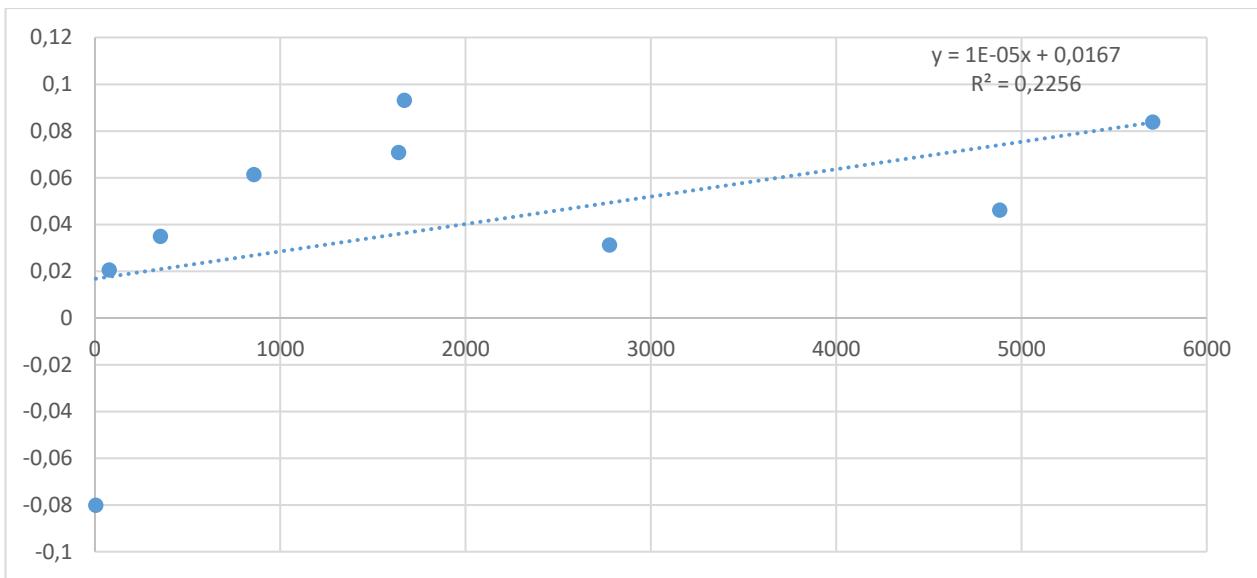


Рисунок 1.56 – Соотношение показателя ROE и среднего вознаграждения членов совета директоров

По всем остальным рассматриваемым показателям наблюдается незначительная зависимость  $R^2 < 0,2$ .

По результатам проведенного анализа можно отметить, что между показателями корпоративного управления и финансовыми результатами существует некоторая связь. Так, на результаты влияет уровень раскрытия информации и доля независимых директоров. Производительность соотносится как с финансовыми результатами, так и с показателями корпоративного управления. Вознаграждение членов совета директоров соотносится с показателями рентабельности и производительностью труда. В остальных случаях количественные показатели корпоративного управления имеют незначительную зависимость от финансовых результатов.

## 1.7 Рекомендации по повышению эффективности управления российскими компаниями с государственным участием

С целью дальнейшего совершенствования корпоративного управления и повышения эффективности деятельности компаний с государственным участием предлагается рассмотреть следующие рекомендации:

1) Постепенный отказ от использования директив:

- Первый шаг: вовлечение директоров в разработку директив, при разработке директив необходимо учитывать мнения независимых директоров, входящих в состав совета.

- Второй шаг: сокращение перечня директивных вопросов,
  - Третий шаг – отказ от использования директив и активизация работы с советами директоров компаний).
- 2) Внедрение лучшей международной практики подбора, номинирования и избрания членов советов директоров в российских акционерных обществах; в частности:
- повышение статуса комиссии Росимущества по номинированию директоров,
  - привлечение комитетов советов директоров по назначениям компаний (во главе с независимыми директорами) для поиска и предварительного отбора кандидатов с участием Председателей комитетов по назначениям крупнейших компаний в заседаниях комиссии Росимущества по номинированию директоров
  - Применение конкурсных процедур для предварительного отбора директоров.
  - Более глубокая предварительная оценка кандидатов в члены Совета директоров компаний с государственным участием – с привлечением профильных профессиональных организаций.
- 3) Расширение практики привлечения независимых директоров на крупнейшие дочерние компании компаний с государственным участием и госкорпораций.
- 4) Совершенствование механизмов контрактации генерального директора:
- Привязать условия продления контракта к динамике ключевых показателей развития Общества, росту капитализации, TSR и пр.
  - Обязательная ежегодная оценка деятельности генерального директора Советом директоров.
  - В трудовом договоре прописывать не только права и обязанности генерального директора, но и ответственность за исполнение директив.
- 5) Дальнейшее внедрение рекомендаций Кодекса корпоративного управления.
- 6) Регулярная самооценка качества корпоративного управления под руководством Советов директоров.
- 7) Совершенствование механизмов самооценки советов директоров, в том числе проведение регулярной (не менее, чем 1 раз в 3 года) оценки с привлечением внешнего консультанта.
- 8) Повышение уровня раскрытия информации в соответствии с общепринятыми стандартами раскрытия информации.

## **1.8 Итоговые замечания по корпоративному управлению российскими компаниями с государственным участием**

В качестве ключевых выводов обозначим следующие позиции.

1) Уровень раскрытия информации компаниями с государственным участием остается достаточно низким. Только 5% компаний имеют высший уровень раскрытия информации (соответствующий лучшей российской и международной практике). Эти компании раскрывают не только актуальные финансовые отчеты, но и все необходимые внутренние документы, рекомендованные Кодексом корпоративного управления, а также расширенный годовой отчет.

2) В специализированном МВ-портале Росимущества раскрывают информацию – 95% компаний. Актуальный годовой отчет за 2016г. раскрывают только 53,2% компаний, притом годовые отчеты полностью отсутствуют у 13,2% компаний с госучастием.

3) Наиболее полно в годовых отчетах в части корпоративного управления компании раскрывают информацию о количестве членов совета директоров – 87%. Наименее раскрываемой является информация о наличии и содержании программ инновационного развития – всего 39%.

4) Компании с государственным участием за последние пять лет продемонстрировали положительную динамику выручки, активов, собственного капитала, чистых активов, а также выплаченных дивидендов, однако отрицательные тенденции демонстрируют показатели прибыли до налогообложения и чистой прибыли.

5) Общая сумма выручки госкомпаний по итогам 2016 года составила 21 291,7 млрд. руб. Показатель возрос с 2012г. на 57%. При этом необходимо отметить, что накопленная инфляция за 5 лет составила 42,69%. Основную долю выручки (80%) формируют 3,6% компаний, включенных в котировальный список. Большая доля выручки за 2016г. приходится на три госкомпании: ПАО «Газпром», ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «РЖД», что суммарно составляет 62% от итогового показателя. Наибольшие результаты приходятся на отрасль «Первичные секторы». Общая производительность труда по всем исследуемым компаниям составила 7,9 млн. руб. /чел. в год. Наибольшую производительность труда демонстрирует отрасль «Первичные секторы» с показателем 15,8 млн. руб./чел.

6) Совокупная прибыль исследуемых компаний до налогообложения за 2016г. составила 2 537,6 млрд. руб. Показатель за 5 лет демонстрирует темп снижения со значением - 1,1%. Коэффициент общей рентабельности исследуемых компаний с государственным участием составляет 11,9% в отчетном году, однако наблюдается отрицательная динамика данного показателя – за 5 лет коэффициент снизился на 7%. 32% (105 компаний) имели убыток до налогообложения в 2016 г., в то время как в 2012г. убыточных компаний насчитывалось 27%, а совокупный убыток до налогов за пять лет увеличился на 34%. Наибольший показатель коэффициента общей рентабельности демонстрирует отрасль «Электроэнергия и газ».

7) Совокупный финансовый результат за отчетный год государственных компаний составляет 1 904 млрд. руб. Показатель за пять лет демонстрирует отрицательную динамику – темп снижения составил -4,8%. Доля чистой прибыли, приходящаяся на ПАО составляет 101,4% – это означает, что публичные общества формируют чистую прибыль, а остальные госкомпании, включенные в базу исследования, в совокупности формируют убыток. Основная доля чистой прибыли приходится на три ПАО: «Газпром», «Транснефть» и «НК «Роснефть», что суммарно составляет 75% от всей чистой прибыли, полученной компаниями с госучастием. Стоит учесть, что 32,7% (109 компаний) закончили финансовый год с убытком, процент убыточных компаний возрастает с каждым годом – за 5 лет убыточных компаний стало на 5,4% больше. Показатель рентабельности продаж также имеет тенденцию к снижению – в 2012г. рентабельность была на уровне 14,8%, а в 2016г. – 8,9%. Наибольшая рентабельность в отчетном году наблюдается в отрасли «Электроэнергия и газ» - 11,2%.

8) Совокупные активы за отчетный год составляют 65 209,9 млрд. руб. Показатель демонстрирует положительную динамику – за 5 лет активы возросли на 63%. Наибольший объем валюты баланса (около 78%) формируют 12 ПАО, включенных в котировальный список. Три крупнейшие компании по показателю являются: ПАО "Газпром", ПАО "НК "Роснефть", ПАО "Банк "ВТБ". Эти компании формируют 62% валюты баланса. По показателю активов финансовая отрасль является наикрупнейшей.

9) Общий показатель «Капитал и резервы» (собственный капитал) составляет 29 404,9 млрд. рублей. Показатель за 5 лет возрос на 36%. Совокупный капитал на 75,2% формирует 3,6% компаний, включенных в котировальный список. Необходимо отметить, что в 2016 году 21 компаний (6%) имели отрицательные собственные средства, при этом с каждым годом процент обществ с отрицательными собственными средствами возрастает. За пять лет количество таких обществ увеличилось на 2,5%, а совокупная отрицательная сумма собственного капитала на 58%. Коэффициент финансовой независимости, по всем исследуемым компаниям за отчетный год составляет 0,45 и имеет отрицательную тенденцию – за пять лет показатель снизился на 8,8%. Наибольшие собственные источники финансирования имеют «Первичные секторы» и «Транспортное обслуживание».

10) Сумма чистых активов за отчетный год составляет 29 401,1 млрд. руб. Чистые активы за 5 лет возросли на 36%. Публичные компании, включенные в котировальный список на 75,2% формируют общий показатель чистых активов. Следует отметить, что в 2016 г. 6% компаний показывали отрицательные значения чистых активов - данный показатель имеет отрицательную тенденцию. Так за 5 лет число отрицательных компаний возросло на 3,4%, а отрицательная сумма чистых активов увеличилась на 77%. Доля в общей валюте баланса чистых

активов за текущий год составила 45,1% - наблюдается отрицательная динамика показателя – за 5 лет доля чистых активов в балансе снизилась на 8,9%. В отчетном году показатель чистых активов меньше показателя собственного капитала на 0,01%, однако в предшествующих годах чистые активы преобладали над показателем собственных средств. Коэффициент оборачиваемости чистых активов возрос с 0,63 в 2012г. до 0,72 в 2016. Рентабельность чистых активов составляет в отчетном году 6,5% и имеет отрицательную тенденцию - за 5 лет показатель снизился на 2,8%. Это вызвано общим снижением чистой прибыли на -4,8% за пятилетний период.

11) Показатель ROE за 5 лет снизился на 2,8% и достиг уровня 6,5% за отчетный год, а показатель ROA снизился на 2,1% и в отчетном году составил 2,9%. Отрицательная динамика показателей рентабельности обусловлена снижением чистой прибыли в динамике за 5 лет (на -4,8%). Наибольшие показатели ROE – 9% и ROA – 6% показывает отрасль «Электроэнергия и газ».

12) По итогам деятельности за 2015 год компании выплатили дивиденды в размере 420,6 млрд. руб. Показатель с 2012 года возрос на 33%. 3% компаний выплачивают дивиденды по МСФО, причем доля дивидендов, выплаченных по МСФО от общего количества в отчетном году, составляет более чем 90%. Стоит отметить, что сумма дивидендов, выплачиваемая публичными обществами,ключенными в котировальный список, составляет 95,7% от совокупных дивидендов. Можно сделать вывод, что дивидендные выплаты более чем на 90% формируются за счет публичных обществ, выплачивающих дивиденды по МСФО. По итогам 2015 года, доля выплаченных дивидендов в чистой прибыли составляет 26%, данный показатель имеет положительную динамику – с 2012г. доля увеличилась на 10%. 49% исследуемых компаний не выплачивали дивиденды или не раскрывали информацию о дивидендных выплатах. Наибольший объем выплаченных дивидендов приходится на «Первичный сектор» - 33% от совокупных дивидендов.

13) Принятие государством системного решения о повышении уровня дивидендных выплат компаниями с государственным участием повлияло на котировки акций компаний с государственным участием позитивно. До принятия данного решения компании с государственным участием торговались с дисконтом к рынку, после - с премией к рынку.

14) «Портрет» совета директоров компаний с госучастием: среднее количество членов совета директоров составляет 6 человек, причем у 0,6% исследуемых компаний совет директоров не создан. В среднем доля независимых директоров в составе совета составляет 14%. Также необходимо отметить, что у 22,5% компаний нет независимых директоров в составе совета директоров. Комитет по аудиту сформировали 23,4% компаний, комитет по кадрам и

вознаграждениям – 21,3%, а комитет по стратегии – 21,9%. Среднее вознаграждение члена совета директоров, по результатам исследования, составляет 1 197,5 тыс. руб. Стоит отметить, что 40% компаний не выплачивают вознаграждение членам совета директоров. Среднее вознаграждение независимых членов СД составляет 4 883 тыс. руб., что в 4 раза больше, чем среднее вознаграждение всех директоров. Данную информацию раскрывают только 5% компаний.

15) В среднем компании с госучастием исполняют 11 из 13 директив (82% исполнения). 35% не раскрывают указанную информацию в годовых отчетах, а 24 компаний (7%) не исполняли/ не получали ни одной директивы в отчетном году.

16) «Портрет» компаний, включенных в котировальный список: среднее количество членов совета директоров составляет 11 человек, доля независимых директоров составляет 31%. Комитет по аудиту и по кадрам и вознаграждениям сформирован у 100%, а комитет по стратегии у 92%. Среднее вознаграждение члена совета директоров составляет 9 034,7 тыс. руб., что в 7 раз больше, чем среднее вознаграждение всех директоров.

Выводы в разрезе отдельных отраслей:

17) «Первичный сектор». Количество исследуемых компаний – 38. Общая численность персонала составляет 336,2 тыс. человек. Производительность труда в первичном секторе наибольшая среди всех отраслей – 15,8 млн. руб./чел. Отрасль показывает положительную динамику всех финансовых показателей, за исключением чистой прибыли (табл.1). Отрасль имеет отрицательную динамику всех показателей рентабельности (таблица 1.3) - это связано прежде всего со снижением чистой прибыли, а также с различными темпами роста финансовых показателей (таблица 1.3).

18) «Производство». Количество исследуемых компаний – 50. Общее количество персонала, занятого в отрасли - 180,7 тыс. чел. Производительность труда составляет 4,1 млн. руб./чел. Отрасль демонстрирует положительную динамику всех финансовых показателей (таблица 1.3) и показателей рентабельности (таблица 1.5), за исключением коэффициента финансовой независимости (автономии) – он показывает снижение на 4% поскольку темп роста активов превышает темп роста собственного капитала (таблица 1.3).

19) «Финансы». Количество исследуемых компаний – 10. Общая численность персонала в отрасли составляет 231,2 тыс. чел. Производительность труда – 8 млн. руб./чел. Отрасль демонстрирует отрицательную динамику прибыли до налогообложения и чистой прибыли (таблица 1.3). Негативная тенденция финансовых результатов привела к невысоким показателям рентабельности и их отрицательной динамике (таблица 1.5).

20) «Телекоммуникации». Количество исследуемых компаний – 3. Общая численность персонала – 142,6 тыс. чел. Производительность труда составляет 2,1 млн. руб./чел. Отрасль

демонстрирует положительную динамику всех финансовых показателей, за исключением показателя активов (таблица 1.3). Снижение отраслевых активов на 1% не существенно повлияло на рентабельность, поэтому отрасль демонстрирует положительную тенденцию роста всех показателей рентабельности (таблица 1.5).

21) «Электроэнергия и газ». Количество исследуемых компаний – 7. Общая численность персонала составляет 152 тыс. чел. Производительность труда – 10 млн. руб./чел. Отрасль демонстрирует положительную динамику всех финансовых показателей (табл.1). Компании отрасли показывают самые высокие показатели рентабельности среди всех сфер деятельности и имеют положительную динамику за исключением коэффициента финансовой независимости (таблица 1.3). Он показывает снижение на 0,2% поскольку темп роста активов превышает темп роста собственного капитала (таблица 2.3).

22) «Транспортное обслуживание». Количество исследуемых компаний – 37. Является самой многочисленной отраслью, общее количество работников составляет 928,1 тыс. чел. Производительность труда – 3,8 млн. /чел. Отрасль демонстрирует положительную динамику всех финансовых показателей (таблица 1.3), однако разные темпы роста привели к отрицательной динамике всех показателей рентабельности (таблица 1.5). К примеру, коэффициент общей рентабельности за 5 лет снизился на 3% - это обусловлено тем, что темп прироста показателя прибыли до налогообложения (6%) значительно превышает темп прироста выручки (38%). Это относится и к другим значениям рентабельности.

Таблица 1.8 – Темпы прироста отраслевых показателей за 5 лет («зеленый» - положительная динамика; «красный» - отрицательная)<sup>8</sup>

	Первичные секторы	Производство	Финансы	Телекоммуникации	Электроэнергия и газ	Транспорт. обслуж-е	Др. системы обесп-я	Недвижимость	Др. виды деят-ти
Выручка	64%	*4,3	*2	<b>*8,5</b>	50%	38%	6%	*3,4	43%
Прибыль до налога	1%	*3,3	8%	*5,5	<b>*6,7</b>	6%	*2,3	70%	20%
Чистая прибыль	11%	*2,5	0,5%	<b>*4,6</b>	*4,4	5%	*2,9	59%	24%
Активы	*2,8	<b>*3,6</b>	69%	1%	1%	26%	2%	22%	47%
Капитал	65%	<b>*3,1</b>	64%	5%	0,3%	17%	2%	33%	36%
Чистые активы	65%	<b>*3,1</b>	63%	6%	0,3%	17%	2%	33%	36%
Дивиденды	3%	53%	28%	*2,1	<b>*9,2</b>	*2,3	1%	18%	34%

Таблица 1.9 – Доля отрасли в совокупном показателе в отчетном году и динамика за 5 лет («зеленый» - положительная динамика показателя; «красный» - отрицательная)

	Первичные секторы	Производство	Финансы	Телекоммуникации	Электроэнергия и газ	Транспорт. обслуж-е	Др. системы обесп-я	Недвижимость	Др. виды деят-ти
Выручка	<b>25%</b>	3%	9%	1%	7%	16%	0,001%	0,008%	38%
Прибыль до налога	<b>19%</b>	1%	4%	1%	8%	15%	0,001%	-0,008%	52%
Чистая прибыль	<b>18%</b>	1%	4%	1%	9%	15%	0,0005%	-0,01%	54%
Активы	18%	3%	<b>26%</b>	1%	4%	11%	0,001%	0,006%	37%

<sup>8</sup> Звездочка обозначает умножение – прирост в несколько раз. К примеру, выручка в отрасли «Производство» возросла в 4,3 раза за 5 лет.

Продолжение таблицы 1.4

Капитал	<b>14%</b>	2%	8%	1%	6%	14%	0,002%	0,011%	57%
Чистые активы	<b>14%</b>	2%	8%	1%	6%	14%	0,002%	0,011%	56%
Дивиденды	<b>33%</b>	0,10%	5%	4%	8%	3%	0,0004%	0,0212%	47%

Таблица 1.10 – Показатели рентабельности в отчетном году и темп роста/падения за 5 лет (в скобках) («зеленый» - положительная динамика показателя; «красный» - отрицательная)

	Первичные секторы	Производство	Финансы	Телекоммуникации	Электроэнергия и газ	Транспорт обслуж-е	Др. системы обесп-я	Недвижимость	Др. виды деят-ти
Общая рентабельность	9% (6%)	3% (8%)	5% (6%)	5% (14%)	<b>13% (16%)</b>	11% (3%)	8% (5%)	-11% (117%)	16% (13%)
Рентабельность продаж	6% (5%)	2% (6%)	4% (4%)	4% (11%)	<b>11% (15%)</b>	8% (2%)	6% (4%)	-14% (105%)	13% (11%)
Коэф. автономии	0,35 (23%)	0,21 (4%)	0,13 (0,4%)	0,45 (3%)	0,68 (0,2%)	0,56 (5%)	<b>0,86 (1%)</b>	0,85 (7%)	0,69 (6%)
ROE	8% (7%)	3% (8%)	3% (2%)	5% (6%)	<b>9% (11%)</b>	7% (1%)	2% (1%)	-8% (18%)	6% (5%)
ROA	3% (6%)	1% (2%)	0,4% (0,3%)	2% (3%)	<b>6% (8%)</b>	4% (0,8%)	2% (1%)	-7% (13%)	4% (4%)

23) «*Другие системы обеспечения*». Количество исследуемых компаний -2. Самая малочисленная отрасль, в ней заняты только 134 чел. Таким образом, отрасль является наименьшей по уровню производительности труда – 1,2 млн. руб./чел. За пятилетний период компании отрасли демонстрирует отрицательную динамику выручки и выплаченных дивидендов (таблица 1.3). Однако это не повлияло на значения рентабельности и, тем самым, отрасль показывает положительную динамику всех рассматриваемых показателей рентабельности (таблица 1.5). Так как это самая маленькая отрасль, соответственно доля в совокупных финансовых показателях является наименьшей (таблица 1.4).

24) «*Недвижимость*». Количество исследуемых компаний -24. Общее количество занятых в отрасли составляет 954 чел. Производительность труда на уровне 1,8 млн. руб./чел. Единственная отрасль, которая имеет убыток в отчетном году, а также убыток до налогообложения. Ввиду этого все показатели рентабельности также являются отрицательными (таблица 1.5). Несмотря на это, отрасль демонстрирует высокие показатели темпов прироста финансовых показателей (таблица 1.1) и рентабельности (таблица 1.3). Отрасль имеет незначительную, а в некоторых случаях отрицательную долю в совокупных финансовых показателях (таблица 12.4).

25) «*Другие виды деятельности*». Данная классификация включает в себя все компании, не относящиеся к вышеупомянутым отраслям. Количество исследуемых компаний – 162. Общая численность работников составляет 738,1 тыс. чел. Производительность труда – 10,9 млн. руб./чел. С 2012 года отрасль демонстрирует отрицательную динамику показателей прибыли, в том числе прибыли до налогообложения (таблица 1.3). Негативная тенденция финансовых результатов привела к отрицательной динамике всех показателей рентабельности (таблица 1.3). Компании отрасли существенно влияют на общие результаты исследования, поскольку составляют наибольшую долю в совокупных финансовых показателях (таблица 1.42).

## **2 Рекомендации по отбору собственниками первых лиц корпорации**

Взаимоотношениям собственников компаний (принципалов) и нанимаемых ими высших руководителей (агентов) традиционно свойственен целый букет противоречий. В литературе такие отношения традиционно называются агентскими, а возникающие здесь противоречия – агентскими противоречиями. Проблемы и конфликты агентских отношений обусловлены объективно существующими обстоятельствами - информационной асимметрией между принципалом и агентом и неполными контрактами. Указанные особенности взаимоотношений создают потенциальную возможность выбора нанятым руководителем линии поведения, называемой оппортунистическим поведением. Такой вариант действий возникает, когда руководители при выборе решения учитывают, в первую очередь, свои экономические интересы, а не цели собственников.

Расходы собственников на компенсацию, исправление и страховку от возникающих агентских проблем называются агентскими затратами. Любой собственник (или собственники) бизнеса, нанимая высшего руководителя, должны учитывать возможность возникновения таких затрат.

Уменьшить агентские проблемы можно двумя основными путями. Первый вариант, - выстраивать организационный механизм контроля деятельности менеджеров, но с учетом существующих здесь объективных сложностей (информационной асимметрии и неполных контрактов) наладить эффективный механизм мониторинга довольно трудно и дорогостояще.

Другой путь – заранее подбирать менеджеров, которые буду придерживаться лояльной по отношению к собственнику линии поведения, т.е. руководителей, не желающих пользоваться агентскими противоречиями. Этого можно достичь, нанимая на руководящую должность человека известного собственнику по предыдущей работе, учебе, месту жительства, относящегося к его национальной группе и т.

С учетом сказанного, собственник, выбирая руководителя будет учитывать возможность достижения двух основных целей [15]:

- 1) Обеспечение приращение стоимости бизнеса за счет наличий у руководителя высоких управленческих и профессиональных компетенций;
- 2) Минимизация агентских затрат за счет высокой лояльности руководителя по отношению к собственнику.

Если первый путь достаточно хорошо исследован и описан, то второе направление является мало изученным, чаще всего собственник при ее решении пользуется интуицией или личным опытом.

В качестве механизма облегчающего такой выбор предлагается использовать взгляд на потенциальную полезность ( $U$ ) менеджера для собственника (возможность увеличить стоимость бизнеса и уменьшить агентские проблемы) как на функцию, зависящую от его квалификации ( $K$ ), лояльности ( $L$ ), а также прочих факторов ( $p$ ). Пусть в группу критериев, относящихся к категории «квалификация», входят:  $k_1, k_2, \dots, K_n$  элементов, а в группу «лояльность» -  $l_1, l_2, \dots, l_m$ , где  $N$  и  $M$  максимальное число элементов, составляющих каждую из групп.

$$U = U [K (k_n), L (l_m), p] \quad (1)$$

Предложено интерпретировать наем топ-менеджеров как выбор потребителем (доминирующим акционером) некоторого товара (в этом качестве выступает топ-менеджер), обладающего двумя указанными «благами» (квалификацией и лояльностью), взаимодополняющими качествами, определяющими его полезность.

Множество подходящих для найма руководителей можно представить, как совокупности групп работников, объединяющих менеджеров с близкой полезностью. Результативность таких групп интерпретирована в координатах лояльности и квалификации как кривая безразличия полезности менеджеров (изолиния), в каждой точке которой полезность будет одинаковой, при различном сочетании указанных качеств («благ»).

Изолиния является нисходящей, она будет иметь вогнутую форму исходя из уменьшения предельной нормы замещения, наклон кривой и степень ее вогнутости зависят от уровня взаимозаменяемости двух рассматриваемых параметров

Проведена группировка собственников (работодателей) в зависимости от важности для них того или иного выделенного свойства агента, в нее вошли следующие категории:

Категория А – собственники, которым, в первую очередь, важна квалификация кандидата, в основном это традиционный профессиональный отбор, фактор лояльности учитывается в небольшой степени (это компании, где важна проф. состоятельность руководителя, например, работающие в динамичном окружении, ведущие инновационное производство);

Категория В – владельцы, учитывающие оба фактора, им важны как квалификация, так и лояльное поведение топ-менеджера;

Категория С – данным акционерам значима лояльность, доверие, принадлежность к команде, четкое следование договоренностям, правилам, исполнительность, (это, например, семейный или национальный бизнес, компании скорее коммерческой сферы), либо здесь затруднен полноценный контроль. Требования к квалификации находятся на втором месте.

На отнесение собственников к выделенным категориям влияют:

- объективные факторы (произв. особенности компании, коммерческая и административная ситуация, стадия развития бизнеса, преобладающие аспекты выполняемой директором работы, состав принимаемых решений и т.д.);
- субъективные обстоятельства (внутренние предпочтения собственника, близость ему мотивов строгой рациональности либо большее внимание к слаборациональным приоритетам), дополнительно воздействующие на объективные факторы.

При доминировании строгой рациональности, возрастает роль для акционера более «обезличенных», традиционных факторов (профессионализма и компетентности агента, условий его работы), что более соответствует запросам работодателей категории «А».

При усилении роли слаборациональных предпочтений повышенное внимание уделяется уже ментальным, этическим, психологическим запросам принципала к поведенческим особенностям агента, наличию у последнего личных качеств, причисленных к категории лояльность. Именно такие акционеры (для которых существенна роль слаборациональных приоритетов) будут относиться к категории «В» и, в первую очередь, к категории «С».

Аналогичные варианты требований к набору личных качеств могут возникнуть и при найме заместителей первого лица, отвечающих за отдельные функциональные направления, например, к финансовому, коммерческому или производственному директорам.

Множество кривых в пространстве двух выделенных координат образует для рассматриваемого работодателя (бизнес-ситуации) своеобразную «карту безразличия» возможной результативности искомого руководителя, где каждая кривая будет представлять различный уровень полезности менеджера (см. рисунок 5.1).

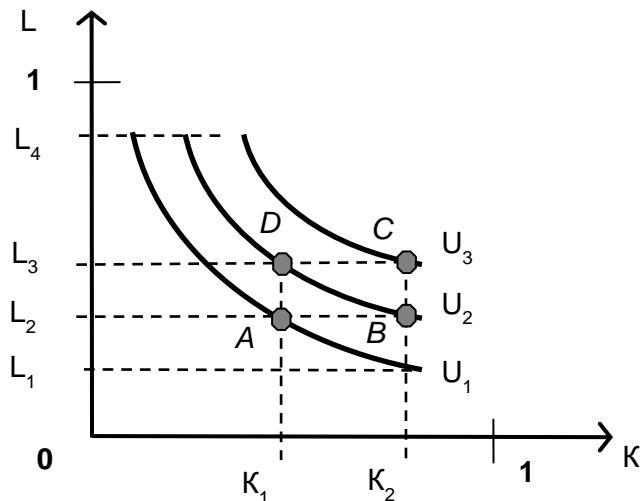


Рисунок 5.1 - Карта кривых безразличия полезности топ-менеджеров при изменении лояльности и квалификации

Любое изменение одного из параметров, при фиксации другого, приведет к трансформации полезности агента, его переходу на другую кривую. Для максимального увеличения полезности агента следует обеспечить усиление обоих факторов.

На базе введенного подхода сформированы рекомендации по отбору топ-менеджеров, дополняющие традиционный профессиональный отбор для ситуаций найма руководителей, когда важно наличие доверительных отношений, существует риск возникновения агентских проблем. Рекомендации ориентированы, в первую очередь, на акционеров, относящихся к введенным ранее категориям «В» и «С», на решения которых существенно влияют слаборациональные предпочтения и которые уделяют особое внимание поведенческим характеристикам нанимаемого менеджера. При подготовке рекомендаций использовался кардиналистский подход.

Рекомендации включают шесть основных этапов, определяющих действия по отбору.

1. Предварительный отбор кандидатов. Проверка на соответствие общим исходным требованиям к вакантной должности (образование, стаж, возраст и т.д.).

2. Описание «профиля должности». Формализация запросов к искомой должности. Данные действия осуществляются путем введения верbalной или числовой шкалы измерений параметров и указания диапазона возможных значений квалификации и лояльности для данной вакансии.

3. Определение сравнительной важности рассматриваемых параметров. Определяется предельная норма замещения параметров, тем самым задается форма кривой безразличия полезности рассматриваемой должности. Множество таких кривых можно представить, как

«карту кривых безразличия» полезности руководителей, претендующих на вакантную должность, и находящуюся в допустимом интервале изменения параметров (рисунок 5.2).

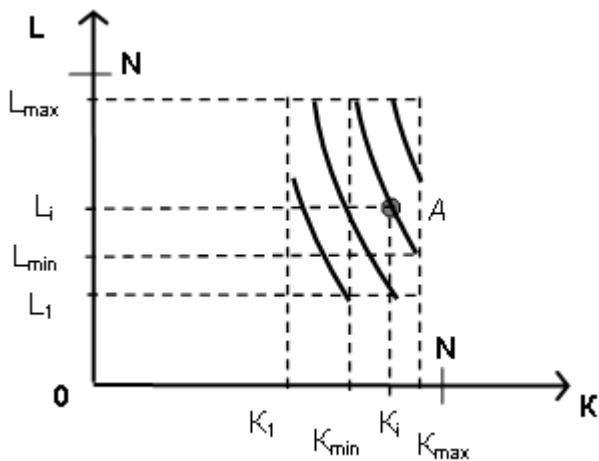


Рисунок 5.2 - Карта кривых безразличия полезности, находящихся в допустимом интервале изменения параметров

4. Оценка квалификации и лояльности претендентов. Кандидатам присваиваются значения их квалификации и лояльности. Это осуществляется, например, на основе профильных тестов, собеседований, оценки коллег, путем экспертной оценки. Она может иметь качественную или количественную форму. После этого проводится дальнейший отсев кандидатов, не обладающих данными качествами на требуемом уровне.

5. Определение полезности кандидатов и их итоговое ранжирование. Рассчитывается потенциальная полезность менеджеров, суммируются набранные ими баллы (с учетом их значимости) по каждому из критериев, после чего претенденты ранжируются, и определяется лучший кандидат.

6. Отбор кандидатов в случае если нескольких человек набрали близкие рекордные оценки. На практике часто сложно точно идентифицировать квалификацию и лояльность претендентов, а также форму кривой безразличия, поэтому в рекордную группу могут попасть несколько кандидатов с близкой полезностью. Обосновано, что в такой ситуации лучшим будет руководитель с большей лояльностью. Она относится к «специальному» человеческому капиталу, востребованному в конкретной компании, а квалификации к «общему» и, только частично, «специальному». Отсюда чем сильнее лояльность, тем менее руководитель ориентирован на смену места работы, руководителям с большей квалификацией свойственна и большая вероятность ухода из компании, у них существенное материальные запросы, поэтому они менее предпочтительны.

Традиционная методика отбора руководителей ориентирована на профессиональный отбор, учитывающий, в первую очередь, критерии полной рациональности. Но она не работает, когда важны качества агента, связанные с его лояльностью, запрос на которые формируется, в т.ч. на основе слаборациональных предпочтений собственника. Предложенный подход позволяют учесть такую, более комплексную постановку.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В настоящее время в российских публичных компаниях достигнут определенный прогресс в развитии практики корпоративного управления. Его обеспечило как введение Кодекса корпоративного управления, регуляторное закрепление лучших стандартов качества корпоративного управления, так и введение требования к раскрытию информации об их соблюдении. В то же время остаются многочисленные вопросы, связанные с совершенствованием сложившегося механизма управления.

В данной связи в работе, с одной стороны, была проанализирована практика корпоративного управления в российских корпорациях с государственным участием. Выявлена связь качества корпоративного управления и полученных финансовых результатов. Показано, что на финансовые результаты влияет уровень раскрытия информации и число независимых директоров. Производительность компании соотносится как с финансовыми результатами, так и показателями корпоративного управления. Вознаграждение членов совета директоров связано с рентабельностью и производительностью труда. В остальных случаях количественные показатели корпоративного управления имеют незначительную зависимость от финансовых результатов. На основании проведенного анализа сформированы развернутые рекомендации по повышению эффективности управления российскими предприятиями с государственным участием:

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Рейтинг корпоративного управления Национального рейтингового агентства ([www.ranational.ru](http://www.ranational.ru)) (дата обращения: 02.09.2018). ;
2. Письмо Банка России от 17.02.2016 № ИН-06-52/8 «О раскрытии в годовом отчёте публичного акционерного общества отчета о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления»;
3. Положение Банка России от 30.12.2014 № 454-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»;
4. Кодекс корпоративного управления (N 06-52/2463) // Вестник банка России – 2014. - № 40 (1518), [URL: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/yes140418040.pdf>] (дата обращения: 01.06.2018).
5. Официальный сайт Corporate Governance Development Framework ([www.cgdevelopmentframework.com](http://www.cgdevelopmentframework.com)) (дата обращения: 02.09.2018);
6. OECD, 2009. Corporate governance and the financial crisis. Key findings and main messages. OECD, June 2009. <http://www.oecd.org/dataoecd/3/10/43056196.pdf> (дата обращения: 02.09.2018).
7. Официальный сайт Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) ([www.issgovernance.com](http://www.issgovernance.com)) (дата обращения: 02.09.2018). ;
8. Принципы корпоративного управления Организация экономического сотрудничества и развития, G20/ОЭСР, OECD Publishing, Paris. 2016 [URL: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/32159669.pdf>] (дата обращения: 6.10.2018).
9. Правила листинга ПАО Московская Биржа (Утверждены решением Наблюдательного Совета ПАО Московская биржа 03.02.2017 г., Протокол №13, Зарегистрированы Банком России 21.03.2017);
10. Росимущество: URL: <https://www.rosim.ru/documents>. (дата обращения 02.09.2018)
11. Официальный сайт Европейского института корпоративного управления ([www.ecgi.com](http://www.ecgi.com)) (дата обращения: 02.09.2018);
12. Московская биржа [URL: <https://www.moex.com/s75>] (дата обращения: 02.09.2018).
13. Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 N 208-ФЗ, 2016;
14. Кузнецов М.Е., Чубрик Г.А., Трегубенко О.Л. Корпоративное управление нуждается в оценке: перспективы развития национального индекса корпоративного управления/ Журнал «Акционерное общество». -2016. - № 5. - С. 50- 57;
15. Жданов Д.В., Эффективность руководителя: какие качества ее определяют? // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2014, № 36 (273), с. 53-63;