

# **Российские корпорации на пути к антихрупкости. Финансовая архитектура компаний**

**Редакционный совет:**

**И.В. Ивашковская (ответственный редактор),  
Я.И. Кузьминов, Р.Б. Алиев**



**Издательский дом Высшей школы экономики**

**Москва, 2025**

УДК 336+658.14/.17  
ББК 65.05  
Р76



<https://elibrary.ru/pnylkc>

Книга подготовлена в ходе реализации стратегического проекта «Социальная политика устойчивого развития и инклюзивного экономического роста» Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» в рамках участия в программе Минобрнауки России «Приоритет 2030». Программа «Приоритет 2030» реализуется в рамках национального проекта «Наука и университеты».

#### Рецензенты:

Е.М. Рогова, докт. экон. наук, профессор кафедры финансов и учета, зав. кафедрой финансов и учета, директор Центра исследования рыночной эффективности и прикладных финансов СПбГУ;

Т.Н. Черкасова, канд. экон. наук, доцент кафедры «Финансы и кредит» экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

**Российские корпорации на пути к антихрупкости.** Финансовая архитектура компаний / ред. совет: И. В. Ивашковская (отв. ред.), Я. И. Кузьминов, Р. Б. Алиев ; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». — М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2025. — 272 с. — 500 экз. — ISBN 978-5-7598-4313-9 (в обл.). — ISBN 978-5-7598-4285-9 (e-book).

В книге представлено первое комплексное исследование процессов трансформации корпоративной финансовой архитектуры крупного российского бизнеса в условиях экономических и геополитических шоков 2022–2024 гг. Изучены внутренние механизмы адаптации в структуре собственности компаний, оценена роль изменений в составе и ответственности советов директоров, в интеллектуальном и социальном капитале советов директоров для достижения антихрупкости компаний. Исследованы внешние механизмы адаптации корпоративной архитектуры, правовые, налоговые и финансовые инструменты стратегических сделок покупки бизнесов в новых условиях, включая формирование нового порядка перехода контроля и практик due diligence, инструменты регулирования и деофшоризации для построения устойчивой модели корпоративного контроля. Особое внимание уделено изменениям в оценке качества корпоративного управления в контексте непрерывного развития практик перехода к целям устойчивого развития.

Книга создает комплексную картину изменений финансовой архитектуры крупного бизнеса как фундамента формирования новой национальной модели корпоративных финансов в России. Работа адресована руководителям и специалистам финансово-экономических служб компаний, преподавателям и студентам вузов и бизнес-школ, а также всем, кто интересуется проблематикой новых процессов и практик в корпоративных финансах для усиления устойчивости компаний.

УДК 336+658.14/.17  
ББК 65.05

Опубликовано Издательским домом Высшей школы экономики  
<http://id.hse.ru>

doi:10.17323/978-5-7598-4313-9

ISBN 978-5-7598-4313-9 (в обл.)  
ISBN 978-5-7598-4285-9 (e-book)

© Авторы, 2025

# Оглавление

<b>Список авторов</b>	<b>6</b>
<b>Введение. Дорожная карта на пути к антихрупкости. Особая роль корпоративной финансовой архитектуры</b>	<b>8</b>
<b>Раздел 1. Корпоративное управление: стратегии адаптации в новой реальности</b>	<b>15</b>
<b>Глава 1. Структура собственности и корпоративный контроль в России: новые тенденции</b>	<b>15</b>
1.1 Концентрация собственности, типы инвесторов и их влияние на компании	15
1.2 Структура собственности в России и мире в 2010-е годы	18
1.3 Новые процессы в структуре собственности в России в начале 2020-х годов	23
<b>Глава 2. Современный портрет совета директоров российских публичных компаний</b>	<b>27</b>
2.1 Качество корпоративного управления и характеристики советов директоров: теоретические подходы	27
2.2 Новые процессы в структуре советов директоров российских компаний	30
2.3 Портрет советов директоров и финансовая устойчивость российских компаний	45
2.4 Новое качество раскрытия информации о корпоративном управлении	57
<b>Глава 3. Практика вознаграждения членов совета директоров</b>	<b>70</b>
3.1 Практики вознаграждения членов совета директоров к 2022 г.	70
3.2 Вознаграждение члена совета директоров в 2023–2024 гг.	78
<b>Глава 4. Трансформация социального капитала членов совета директоров</b>	<b>84</b>
4.1 Социальный капитал членов совета директоров: типы связей и их оценка	84
4.2 Анализ социального капитала членов советов директоров в разрезе отраслей	95

<b>Глава 5. Трансформация подходов к оценке качества корпоративного управления на примерах стандартов для электроэнергетики, горно-металлургической и нефтегазовой отраслей</b>		<b>100</b>
5.1	Особенности представления информации о корпоративном управлении в области устойчивого развития	<b>101</b>
5.2	Оценка корпоративного управления международными и российскими рейтинговыми агентствами: сравнительный анализ методологий	<b>117</b>
5.3	Изменения в раскрытии информации о корпоративном управлении: вызовы и возможности	<b>127</b>
<b>Глава 6. Практики корпоративного управления в новой экономической и геополитической реальности: статус и ответственность члена совета директоров</b>		<b>136</b>
6.1	Современные тенденции развития корпоративных практик в формировании и функционировании совета директоров. Ключевые нормативные изменения	<b>137</b>
6.2	Институт ответственности директора в публичных корпорациях: теоретические и практические аспекты	<b>141</b>
6.3	Вопросы ответственности членов совета директоров в частных корпорациях	<b>156</b>
<b>Глава 7. Фактический контроль в корпоративных группах</b>		<b>160</b>
7.1	Ответственность контролирующих лиц в законодательстве и судебной практике	<b>160</b>
7.2	Риски для участников корпоративных групп	<b>163</b>
<b>Раздел 2. Стратегические сделки и создание антихрупкой финансовой архитектуры компании</b>		<b>174</b>
<b>Глава 8. Российский рынок слияний и поглощений. Новая реальность или вынужденная активность?</b>		<b>174</b>
8.1	Волны на рынке корпоративного контроля в России	<b>174</b>
8.2	Что определяет количество и объемы сделок слияний и поглощений в России?	<b>178</b>
8.3	Являются ли сделки слияний и поглощений эффективными для объединяющихся компаний?	<b>183</b>

<b>Глава 9. Сделки покупки корпоративного контроля в новой экономической и геополитической реальности. Взгляд консультантов и инвестиционных банкиров</b>	<b>190</b>
9.1 Влияние санкций 2022–2024 гг. на российский рынок корпоративного контроля: тренды и особенности	190
9.2 Сделки М&А по продаже иностранного бизнеса в период санкций. Новые правила игры	206
9.3 Как финансировать сделки М&А в новых условиях?	216
<b>Глава 10. Новые юридические технологии для сделок слияний и поглощений в России: миграция бизнеса и капитала с разрешения правительства</b>	<b>224</b>
10.1 Санкционный комплаенс для всех инвесторов: дружественный и недружественный юридические периметры сделок слияний и поглощений	224
10.2 Выбор идеального права для сделок слияний и поглощений: вызовы перед российской судебной практикой	230
10.3 Юридические средства преодоления санкционного недоверия в сделках	239
10.4 Последствия российских контрсанкционных мер для сделок слияний и поглощений и прав инвесторов	244
<b>Глава 11. Актуальные налоговые вопросы реструктурирования бизнеса</b>	<b>252</b>
11.1 Налог на продажу бизнеса для резидентов недружественных стран	252
11.2 Риски, связанные с контролируруемыми иностранными компаниями (КИК)	254
11.3 Регулирование сделок в части получения налогоплательщиком необоснованной налоговой выгоды	260
<b>Заключение. Формирование устойчивой модели корпоративной финансовой архитектуры</b>	<b>267</b>

# Список авторов

Редакционный совет:

**И.В. Ивашковская,**

ответственный редактор,

**Я.И. Кузьминов, Р.Б. Алиев**

**Алиев Ровшан Бейлярович,**

Президент ООО «Экосистема МТС» (Введение, Заключение)

**Григорьева Светлана Александровна,**

кандидат экономических наук, доцент Школы финансов НИУ ВШЭ (глава 8)

**Жукова Юлия Дмитриевна,**

кандидат юридических наук, доцент, факультет права, департамент правового регулирования бизнеса НИУ ВШЭ (глава 6)

**Завертеева Марина Александровна,**

кандидат экономических наук, PhD, доцент, департамент экономики и финансов, старший научный сотрудник, Международная лаборатория экономики нематериальных активов НИУ ВШЭ в Перми (глава 4)

**Ивашковская Ирина Васильевна,**

доктор экономических наук, ординарный профессор, руководитель Школы финансов НИУ ВШЭ (Введение, Заключение)

**Касаткина Александра Сергеевна,**

кандидат юридических наук, доцент, заместитель декана, факультет права, департамент правового регулирования бизнеса НИУ ВШЭ (глава 10)

**Кирпищиков Дмитрий Андреевич,**

младший научный сотрудник, Международная лаборатория экономики нематериальных активов НИУ ВШЭ в Перми (глава 4)

**Кузнецов Иван Андреевич,**

кандидат экономических наук, практикующий инвестиционный банкир с 16-летним опытом работы в сфере корпоративных финансов и со сделками слияний и поглощений (глава 9)

**Кузьминов Ярослав Иванович,**

научный руководитель НИУ ВШЭ (Введение, Заключение)

**Макеева Елена Юрьевна,**

кандидат экономических наук, доцент, заместитель руководителя Школы финансов НИУ ВШЭ (глава 2)

**Максимов Дмитрий Михайлович,**

заместитель руководителя департамента, старший преподаватель, факультет права, департамент правового регулирования бизнеса НИУ ВШЭ (глава 10)

**Новикова Ольга Владимировна,**

кандидат юридических наук, PhD, LL.M, доцент, факультет права, департамент правового регулирования бизнеса НИУ ВШЭ (глава 7)

**Павлова Елена Олеговна,**

партнер LegaLitica, эксперт НОКС (глава 3)

**Попов Константин Александрович,**

стажер-исследователь, научно-учебная лаборатория корпоративных финансов НИУ ВШЭ (глава 2)

**Скворцова Ирина Вячеславовна,**

кандидат филологических наук, доцент Школы финансов НИУ ВШЭ (глава 8)

**Соловей Татьяна Николаевна,**

кандидат экономических наук, научный сотрудник ИЦ ЭНЕРПО, ЕУСПб (глава 5)

**Степанова Анастасия Николаевна,**

кандидат экономических наук, заместитель проректора, доцент Школы финансов НИУ ВШЭ (глава 1)

**Стороженко Антон Владимирович,**

со-основатель и глава практики «Генеральные директора» S|Q|N (глава 3)

**Сердюкова Наталья Владимировна,**

кандидат экономических наук, ведущий специалист ПАО «Лукойл» (глава 11)

**Теплова Ольга Александровна,**

кандидат экономических наук, руководитель направления по устойчивому развитию, научный сотрудник ИЦ ЭНЕРПО, ЕУСПб (глава 5)

**Титов Максим Алексеевич,**

исследователь ИЦ ЭНЕРПО, ЕУСПб (глава 5)

**Федорова Юлия Олеговна,**

партнер, руководитель корпоративной практики LegaLitica, эксперт НОКС (глава 3)

**Чуркин Игорь Михайлович,**

партнер, заместитель руководителя департамента оценки и консультационных услуг по сделкам, CFA (глава 9)

**Шумов Илья Владимирович,**

начальник управления инвестиционного бизнеса (IB) департамента крупного бизнеса АО «Россельхозбанк» (глава 9)

**Яковлева Наталья Александровна,**

кандидат экономических наук, старший менеджер департамента оценки и консультационных услуг по сделкам, ООО «ФБК» (глава 9)

**Яценко Борис Николаевич,**

кандидат физико-математических наук, кандидат экономических наук, управляющий партнер, руководитель департамента оценки и консультационных услуг по сделкам (глава 9)

## Введение

# Дорожная карта на пути к антихрупкости. Особая роль корпоративной финансовой архитектуры

Уважаемый читатель,

наш авторский коллектив предлагает Вашему вниманию необычную работу. Эта книга прежде всего специфична тем, что полностью сконцентрирована на ключевых процессах в российских компаниях, вызванных масштабными сдвигами в экономике и геополитике последних лет. Мы исследуем решения руководства компаний, принятые для адаптации к цепочке глобальных и внутриэкономических шоков, поставивших даже крупный российский бизнес перед проблемой уязвимости и устойчивости от серии санкций и их последствий. Авторский коллектив Школы финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» реализует масштабный проект, исследуя финансовые стратегии российских компаний как главное направление *ответа на шоки*. Таким образом, наш проект представляет собой важный шаг в исследовании становления *новой национальной модели корпоративных финансов*. Первая книга с результатами анализа финансовых стратегий «Российские корпорации в новой реальности. Финансовые стратегии на пути к антихрупкости» уже опубликована [1]. В ней на основе анализа выборки более 4 тысяч компаний и с помощью интервью с руководством крупных компаний мы изучили и систематизировали совокупность финансовых политик, направленных на снижение уязвимости от шоков и на достижение состояния антихрупкости бизнеса. На примере выборки были построены паттерны устойчивости компаний и оценены факторы, способствующие переходу компаний в менее уязвимые паттерны. Изучены и оценены такие традиционные составляющие корпоративных финансовых решений, как инвестиции и финансирование на базе рыночных инструментов и с использованием господдержки, политика дивидендных выплат инвесторам и выкуп акций.

В рамках целостного проекта, составляющего основу для исследования новой национальной модели корпоративных финансов, осуществлен анализ корпоративной финансовой архитектуры. Этот архитектурный аспект — неотъемлемый этап осмысления новой модели российских корпоративных финансов, и он обуславливает особенность данной книги. Акцент на финансовой архитектуре — это развитие *нового* подхода к изучению корпоративных финансовых решений через призму построения внутренних механизмов компании. Такой акцент представляет собой способ интеграции в финансовый анализ именно конструктивных, стержневых характеристик компании для интерпретирования результатов ее деятельности. Без изучения изменений в финансовой архитектуре и их влияния на устойчивость компаний в условиях выраженных шоков картина формирования новой национальной модели корпоративных финансов была бы неполной.

Сама концепция финансовой архитектуры компании введена в академический оборот С. Майерсом. Финансовая архитектура, согласно С. Майерсу, означает весь «финансовый дизайн бизнеса, охватывающий собственность (концентрированную или распыленную), организационно-правовую форму, стимулы, способы финансирования и распределения рисков между инвесторами» [2]. Термин «архитектура» использован для подчеркивания основополагающей роли взаимосвязи ключевых структур, сформированных в собственности, в корпоративном управлении, реализуемом через структуру и действия советов директоров. В отличие от широко распространенного понятия «организационная структура бизнеса», архитектура компании названа финансовой исходя из нескольких аргументов.

Во-первых, потому, что в нем объединены три ключевые структуры компании: собственности, корпоративного управления и капитала как способа финансирования. Все три структуры оказывают существенное влияние на инвестиционные риски компании, ее чувствительность к изменениям на рынках капитала и товарных рынках, формируя как ее уникальные риски, так и ее восприимчивость к систематическим (рыночным) рискам.

Во-вторых, структуры собственности, корпоративного управления и капитала, привлеченного для финансирования, определяют сходство и различия интересов собственников. Более того, эта комбинация структур влияет на методы согласования интересов собственников, регулирования конфликтов интересов как внутри состава собственников, так и между собственниками и исполнительным менеджментом.

В-третьих, составляющие финансовой архитектуры задают процедуры согласования и принятия в компании решений стратегической направленности, формирования стратегической программы и траекторий ее реализации. Эти стержневые характеристики влияют на выбор бизнес-модели компании, способы генерирования потоков денежных средств и определяют характер распределения потоков свободных денежных средств в компании.

Таким образом, финансовая архитектура компании не может не влиять на процессы создания ее *фундаментальной стоимости*, сохранения стоимости и, напротив, снижения. Процессы создания стоимости российских компаний имеют принципиальное значение в ответах на вопросы о будущем российского бизнеса, о снижении уязвимости и усилении его антихрупкости как в национальном измерении, так и в глобальном масштабе, поскольку формируют устойчивую тенденцию *роста финансовой силы компаний*. Невозможно не учитывать архитектурную конструкцию каждой компании, чтобы судить о состоянии ее фундаментальной стоимости. Невозможно решать задачи наращивания финансовой силы конкретной компании, не видя изменений в архитектурной группе драйверов ее стоимости. Более того, невозможно решить национальную задачу существенного роста доли рыночной капитализации российского бизнеса в валовом национальном продукте без оценки всего разностороннего комплекса драйверов создания и драйверов разрушения фундамента стоимости бизнеса в конкретной системе координат.

Указанные структурные характеристики постепенно изменяются под влиянием сдвигов в бизнес-среде компании, поэтому в периоды шоков с целью выравнивания ее положения и далее усиления неустойчивости к новым экономическим и геополитическим вызовам архитектура компании тем более не остается неизменной. Финансовая архитектура компании,

несомненно, трансформируется, когда принимаются решения о стратегических сделках, прежде всего о слияниях или поглощениях. В связи с этим на данном этапе нашего исследования стратегий движения к состоянию антихрупкости российских компаний были рассмотрены изменения в отмеченных ключевых характеристиках, связанные с так называемыми способами «органического роста» компании — роста изнутри, который не сопровождается участием в стратегических сделках. Этому посвящен первый раздел книги. Во втором разделе, напротив, рассматриваются стратегические сделки, ведущие к переходу контроля над бизнесом к другим собственникам, а также специфика организации такого перехода в условиях новой геополитической реальности.

С учетом важности оценки изменений в структуре собственности для формирования всей конфигурации финансовой архитектуры книга начинается именно с описания новых процессов в системе отношений собственности. В главе 1 рассмотрены изменения в структуре собственности в России и мире после 2010-х годов, включая волну санкций с 2014 г., и дана оценка новым процессам в структуре собственности российских компаний в начале 2020-х годов. Можно ли исходя из наблюдаемых изменений сделать вывод о сформированной новой, устойчивой модели собственности? На этот вопрос предлагается ответ в главе 1.

В главе 2 представлен детальный анализ изменений в составе советов директоров в разных ракурсах: от численности советов директоров, количества комитетов до личностных характеристик членов советов директоров. Уникальность данного аспекта исследования состоит в акценте на так называемый *капитал совета директоров* (board capital) [3], который представляет собой совокупность характеристик интеллектуального капитала всех его членов, включая человеческий и социальный капитал директоров. Финансовая архитектура поддерживает динамический характер процессов в компании, способность к приспособлению к переменам в бизнес-ландшафте [4]. В соответствии с концепцией С. Майерса корпоративная финансовая архитектура влияет на систему мотивации и стимулов для высокопрофессионального персонала, создает определенную среду для развития в компании интеллектуального капитала [2].

В интеллектуальном капитале выделяют неформализованное знание, полученное из опыта и имеющее аналоговый характер, опирающееся на практику, осуществляемую здесь и сейчас, а также формализованное знание. Понятие интеллектуального капитала предполагает не просто запас формализованного и неформализованного типов знаний в компании, но и создание новых знаний и их распространение в компании [5]. Поэтому неотъемлемое свойство интеллектуального капитала — наличие трансформационных компетенций [6] у соответствующих носителей ресурса — от персонала до членов советов директоров, что позволяет достигать приращения двух типов знаний. Таким образом, интеллектуальный капитал, в том числе членов совета директоров, включает *накопленные знания и связи и способность их трансформации*.

Авторы данного исследования исходят из того, что в условиях резких изменений в деловой среде и возрастания ее неопределенности именно интеллектуальный капитал директоров приобретает особое значение для выбора алгоритма правильного движения компаний к состоянию антихрупкости. И в нашем исследовании этому уделено большое внимание. В главе 2 приводятся оригинальные данные об изменениях в составе советов директоров в период

шоков в аспекте отдельных элементов человеческого капитала (образование, опыт в отрасли, профессиональная зрелость) в целом и даже в ракурсе конкретных комитетов совета. Глава 4 существенно дополняет ресурсную картину работы советов директоров в этот сложный период исследованием тесноты и характера их социальных связей.

Эффективность механизмов корпоративного управления и работы корпоративного директора зависит от его интеллектуального капитала. С целью повышения эффекта инвестирования «капитала совета директоров» в компанию собственники утверждают определенные системы вознаграждения. В главе 3, подготовленной нашими коллегами — экспертами KFR Group, приведены анализ данных о системах вознаграждения за работу в составе советов директоров в российских компаниях, сравнительный анализ изменений в этих системах в течение периода экономических и геополитических шоков.

Вопросы оценки качества такого элемента финансовой архитектуры, как корпоративное управление, традиционно решались с помощью рейтингов корпоративного управления. Однако еще со времен глобального финансового кризиса 2008 г. такие специальные рейтинги перестали публиковаться, тем не менее продолжает развиваться практика оценки корпоративного управления в составе ESG-рейтингов при переходе компаний к принципам устойчивого развития. Несмотря на снижение степени раскрытия информации об элементах корпоративной финансовой архитектуры, рейтинговые процедуры для оценивания практик перехода к принципам устойчивого развития, принятых ООН, не только сохранены, но и продолжают развиваться. В главе 5 эксперты Исследовательского центра энергетической политики и международных отношений (ИЦ ЭНЕРПО) Европейского университета в Санкт-Петербурге рассмотрели трансформацию подходов к оценке качества корпоративного управления и сравнили практики международных и российских агентств на примере группы ресурсных отраслей.

Эффективность и качество корпоративного управления как компонента финансовой архитектуры анализируются в первом разделе книги, в том числе на примере *правовых рамок практик работы* советов директоров. Особое значение приобретают вопросы ответственности и статуса директоров, определяющие в значительной мере рамки для выполнения их функций. Ключевой вопрос корпоративных практик в период резких изменений в бизнес-среде, когда требуются неординарные и быстрые решения, — наличие ясных правил, непротиворечивых трактовок не только порядка реализации самих функций, но и последствий их осуществления. Поэтому в первом разделе особое внимание уделено последовательности, содержательности трактовок вопросов ответственности членов совета директоров в корпорациях как открытого, так и закрытого типа, а также их изменениям (глава 6). Наиболее сложные вопросы в реализации механизмов корпоративного контроля возникают, как правило, в корпоративных группах. Их анализу посвящена глава 7, где рассматриваются ответственность контролирующих лиц, риски для участников корпоративных групп и обсуждаются способы их снижения для советов директоров — участников корпоративных групп.

Неординарные процессы развернулись в период шоков и на рынке корпоративного контроля, где происходят сделки слияний и поглощений. Стратегические сделки изменяют корпоративную финансовую архитектуру, поэтому важно отследить специфику сделок, вызванных стратегиями адаптации и необходимостью решения задач по достижению состояния антихрупкости.

Такие решения могут как усилить, так и ослабить устойчивость компании в условиях высокой неопределенности. Конечный эффект зависит от многих факторов — таких как мотивы сделки, ее структурирование, новая конфигурация в собственности и корпоративном управлении, изменения в управленческой команде. В условиях масштабной санкционной программы все эти аспекты приобретают ярко выраженную специфику.

Пока преждевременно давать оценку эффективности приобретений бизнесов в этой турбулентной полосе. Для такого анализа надо накопить большой массив данных. Однако авторский коллектив данного исследования смог исследовать сделки покупки контроля комплексно, и эти результаты представлены во втором разделе. В главе 8 показан сравнительный анализ этапов развития в России рынка корпоративного контроля в целом и его отличия в условиях шоков, вызванных серией санкций. На этом сравнительном фоне детальная оценка специфики именно текущего этапа дана в уникальном материале главы 9, где представлены мнения экспертов из инвестиционно-банковских подразделений Газпромбанка, Россельхозбанка и консалтинговой компании ФБК, осуществляющих эти сделки в повседневной профессиональной работе. Наши коллеги-практики, с которыми Школа финансов сотрудничает много лет, систематизировали тренды и особенности сделок за 2022–2024 гг., поделились своими оценками новых правил игры в сделках, вызванных выходом иностранных инвесторов, и показали специфику практики финансирования сделок слияний и поглощений в новых условиях.

Оценка нормативно-правовых рамок сделок дополняет картину инвестиционной аналитики нового вида сделок и в целом текущего этапа развития рынка корпоративного контроля. В главе 10 представлен анализ новых юридических технологий для сделок миграции капитала с разрешения правительства РФ в условиях новой геополитической реальности. Как формируются дружественный и недружественный периметры сделок слияний и поглощений в текущих сложных условиях? Какую роль играет выбор права для проработки договора о таких сделках? Какими могут быть инструменты для преодоления «санкционного недоверия» при структурировании данных сделок? На эти новые, неординарные вопросы даются ответы, а также предлагаются рекомендации в главе 10, написанной нашими коллегами-юристами. Естественно, что на выбор алгоритма движения к состоянию антихрупкости с помощью стратегических сделок могут влиять и налоговые инструменты. Ведь важно не просто рассчитывать налоговые оттоки, но и предвидеть налоговые риски. Анализу таких последствий сделок передачи контроля посвящена глава 11, подготовленная нашим коллегой — экспертом ПАО «Лукойл».

Таким образом, выполненный нами очередной этап исследовательского проекта позволяет предложить читателям *цельную картину* неординарных изменений финансовой архитектуры в компаниях в условиях шоков. В данной книге представлена совокупность новых результатов, которые раскрывают комбинацию инструментов, использованных российскими компаниями для укрепления устойчивости и движения к антихрупкому состоянию в беспрецедентных условиях.

Мы надеемся, что результаты нашего проекта будут интересны и академическим специалистам, изучающим и преподающим проблематику финансов компаний, и практикам в области корпоративных финансов и корпоративного управления.

## Источники

- [1] Российские корпорации в новой реальности. Финансовые стратегии на пути к антихрупкости (2024) / ред. совет. И.В. Ивашковская (отв. ред.), Я.И. Кузьминов, Р.Б. Алиев; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». М.: Изд. дом ВШЭ.
- [2] Myers S. (1999). Financial Architecture // *European Financial Management*. Vol. 5. P. 133–141.
- [3] Hillman A.J., Dalziel T. (2003). Board of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspective // *Academy of Management Review*. No. 28 (3). P. 383–396;
- Haynes K.T., Hillman A. (2010). The Effect of Board Capital and CEO Power on Strategic Change // *Strategic Management Journal*. No. 31 (11). P. 1145–1163.
- [4] Ивашковская И.В. (2009). Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М.: ИНФРА-М. С. 143–144.
- [5] Ивашковская И.В., Степанова А.Н., Кокорева М.С. (2014). Финансовая архитектура компаний. Сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках. М.: ИНФРА-М.
- [6] Нонака И., Такеучи Х. (2003). Компания — создатель знания / пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес. С. 86.

## Благодарности

Наша проектная команда выражает искреннюю признательность Президенту ООО «Экосистема МТС» Алиеву Ровшану, его экспертная поддержка и организационная помощь сыграли неоценимую роль в подготовке книги, а профессиональное мнение помогло увидеть многие детали цикла корпоративных финансовых решений в сложных условиях культуры отмены.

Мы благодарим лидеров компаний разных отраслей за возможность обсуждения отраслевых аспектов стратегий движения к антихрупкости бизнесов:

Алексеенкова Дениса — заместителя генерального директора по финансам и экономике, члена правления энергетической компании; Бабенко Михаила — к.э.н., независимого эксперта по устойчивому развитию; Басхелваджи Елену — директора методологического отдела «Эксперт РА»; Блинова Алексея — вице-президента по финансам региона Восточная Европа ООО «Мон’дэлис Русь»; Блинову Оксану — директора по экономике и финансам Группы «Восток — Запад»; Врубель Ярославу — руководителя по устойчивому развитию и связям с инвесторами ММК; Высоких-Альясире Алену — директора по устойчивому развитию ПАО «Сегежа Групп»; Горчакова Владимира — руководителя группы оценки рисков устойчивого развития АКРА; Григорьеву Дарью — директора департамента устойчивого развития ООО «УК Полюс»; Загородних Полину — старшего аналитика группы оценки рисков устойчивого развития АКРА; Ипполитову Александру — руководителя направления группы по продвижению эмитентов акций и облигаций (департамент по работе с эмитентами) Группы «Московская биржа»; Каменского Андрея — вице-президента по финансам АФК «Система»; Катасонову Юлию — директора-руководителя группы рейтингов устойчивого развития «Эксперт РА»; Комолова Олега — старшего менеджера блока по внешним коммуникациям ПАО «Лукойл»; Косолапова Илью — вице-президента по экономике и финансам АО «ГК “Эталон”»; Краевого Александра — начальника Управления производственного инжиниринга и устойчивого развития

ПАО «РусГидро»; Лапину Киру — генерального директора ООО «Северсталь — Центр Единого Сервиса»; Логинову Наталью — директора департамента по работе с эмитентами Группы «Московская биржа»; Лося Алексея — руководителя департамента управления проектами и инвестициями холдинга СДМ; Лыкова Кирилла — заместителя генерального директора по экономике и финансам ПАО «Т Плюс»; Моисеенкову Ольгу — директора по инвестиционной методологии ТМН Group; Напольнова Андрея — к.э.н., заместителя директора департамента корпоративных финансов, директора по связям с инвесторами ПАО «Аэрофлот»; Нестерова Анатолия — генерального директора Торговой сети «ТехноНИКОЛЬ»; Оюн Солу — руководителя направления Управления по работе с эмитентами акций (департамент по работе с эмитентами) Группы «Московская биржа»; Попова Александра — директора по финансам АО «Русский Алюминий Менеджмент», компания «Русал»; Рубанова Ивана — заместителя начальника Управления углеродного рынка и инновационных проектов АО «Санкт-Петербургская международная товарно-сырьевая биржа»; Свиринову Елену — заместителя генерального директора по финансам и устойчивому развитию Группы компаний «Дело», Российский транспортно-логистический холдинг; Солдатову Илью — заместителя начальника Управления маркетинга АО «Санкт-Петербургская международная товарно-сырьевая биржа»; Тимофеева Александра — заместителя директора по финансам «Россети Центр»; Устименко Виталия — финансового директора Skillbox; Урусова Алексея — начальника департамента экономики и корпоративного планирования ПАО «Газпром нефть»; Чернышева Дмитрия — вице-президента АО «Санкт-Петербургская международная товарно-сырьевая биржа»; Шагуринову Наталью — финансового директора ООО «Союз-Вино»; Шарабайко Александра — заместителя генерального директора по финансам и международным проектам ПАО «ФосАгро»; Швецову Андрея — члена правления по операционным вопросам ООО «ДРТ Консалтинг», а также команду АО «Росатом Возобновляемая энергия».

## Раздел 1

# Корпоративное управление: стратегии адаптации в новой реальности

---

## Глава 1

# Структура собственности и корпоративный контроль в России: новые тенденции

Структура собственности как элемент финансовой архитектуры может оказывать разнонаправленное влияние на корпоративные решения и результаты деятельности компаний. Оценка происходящих в ней процессов необходима не только для понимания политики оперативной адаптации компании к новым вызовам, но и для формирования новых устойчивых конфигураций финансовой архитектуры. Каковы новые процессы в структуре собственности в российских компаниях начала 2020-х годов в сравнении с тенденциями прошлого периода? В поиске ответа рассмотрим ситуацию в России и в мире 10 лет назад и покажем теории, ее объясняющие. Обсудим возможные сценарии изменения структуры собственности и контроля в России и подтвердим или опровергнем наши гипотезы на краткосрочном периоде с помощью данных 2022 г.

### 1.1. Концентрация собственности, типы инвесторов и их влияние на компании

Понимание детерминант различных типов структуры собственности и корпоративного контроля и их влияния на компанию имеет первостепенное значение в корпоративных финансах [1; 2]. В развивающихся странах изучение структуры собственности и ее динамики является особенно важным по нескольким причинам.

Во-первых, развивающиеся страны часто характеризуются слабой формой эффективности рынков капитала (*weak market efficiency*), это означает, что рыночные механизмы не функционируют должным образом [3]. Этому способствуют такие факторы, как недостаточная прозрачность и открытость, ограниченные конкуренция и доступ компаний к капиталу. Рынки со слабой эффективностью могут привести к неравномерному распределению ресурсов, ограниченным возможностям инвестиций, неоптимальным корпоративным решениям и, как результат, к низкой эффективности производства. Изучение структуры собственности позволяет понять причины и последствия этих проблем.

Во-вторых, изучение структуры собственности в развивающихся странах помогает лучше понять влияние этой структуры на корпоративное управление и финансовую стабильность компаний. Это позволяет исследователям разрабатывать более эффективные модели и рекомендации для регулирования в развивающихся странах. Особенную значимость этот мотив приобретает в условиях повышенной неопределенности. Наконец, структура собственности является одним из основных механизмов корпоративного управления [4–6], поэтому важно учитывать ее влияние на инновации, которые, в свою очередь, обеспечивают рост экономики страны [7].

Несмотря на важность данной тематики, о структуре собственности и корпоративного контроля в России мы знаем не так много. Ряд статей и пара книг 2000-х годов не позволяют нам составить полное представление о процессах принятия решений в российских корпорациях в 2020-е годы. Несмотря на ограниченный доступ к данным, мы решились на их ручной сбор и, отталкиваясь от высокоцитируемого исследования [2], провели анализ на современных данных, отражающих динамику последних лет. С учетом невысокой степени прозрачности современного российского рынка важно сделать максимум наблюдений из доступных данных. Таким образом, в этой главе мы остановимся на двух классических аспектах, которые определяют процесс принятия решений и связанные с этим издержки: на концентрации собственности и личности конечных бенефициаров.

Большинство авторов подразделяют компании на те, где собственность расплывлена между многими инвесторами, и компании с концентрированной собственностью и явным мажоритарным инвестором (или инвесторами) [4]. Однако эмпирически на развивающихся рынках капитала наблюдается более сложная картина, где все взаимосвязано и практически не существуют экстремальные виды собственности — полностью расплывленная и полностью концентрированная. Корпоративные структуры являются сложными, а их элементы — взаимозависимыми [8; 9]. Так, например, высокая концентрация собственности в руках одного индивидуального инвестора плохо сочетается с полностью независимым советом директоров и высоким уровнем долга. Еще одним классическим примером из развивающихся стран может служить пирамидальная собственность, позволяющая акционерам влиять на решения, и перекрестное владение акциями [10]. Кроме того, корпоративный контроль может маскироваться офшорными структурами.

В мире давно обсуждаются вопросы концентрации собственности и корпоративного контроля, но пока не удалось достичь консенсуса даже в отношении основных корреляций между показателями собственности и финансовыми показателями компаний, поскольку исследователи сталкиваются с рядом методологических проблем [2].

Последствия высокой концентрации собственности волнуют инвесторов уже несколько десятилетий. После многих попыток доказать отрицательное влияние концентрации собственности на результаты компании в 1997 г. Шляйфер и Вишни подтвердили, что концентрированная собственность может оказывать как положительное, так и отрицательное влияние на снижение агентских издержек и, следовательно, на эффективность деятельности компании [4]. Гипотеза *совместных выгод* (shared benefits) предполагает, что концентрированная собственность рассматривается как положительный фактор, разделяемый всеми акционерами, поскольку

инвесторам легче сотрудничать, контролировать и достигать свои цели, когда права контроля не распределены между многими из них. Согласно гипотезе *частных выгод* (private benefits) концентрированная собственность может привести к экспроприации у миноритарных акционеров и других заинтересованных сторон компании, когда интересы крупного инвестора не совпадают с их интересами [11].

В корпоративных финансах сформировалась традиция рассматривать значимость структуры собственности для компании и рынка через призму агентской теории. Насколько глубоки конфликты между собственниками и топ-менеджментом, между разными крупными собственниками, между семьей основателя и миноритариями, между государством и другими стейкхолдерами? Эти вопросы поднимаются в классической литературе по структуре собственности и ее влиянию на компании [12].

Однако в последние 20 лет мы стали шире смотреть на то, как структура собственности влияет на компании. Какие еще теории вовлекаются в академические дискуссии о влиянии структуры собственности на процессы в компаниях?

Помимо *агентской теории*, стоит назвать такие, как:

- старая, но все еще популярная *ресурсная теория* (resource dependence), делающая акцент на человеческий капитал [13];
- *теория стейкхолдеров*, заставляющая шире смотреть на максимизацию стоимости компании [14];
- *социоэмоциональная теория* (socioemotional), которая позволяет объяснить связи для семейных компаний [15];
- так называемая «теория служения управляющих» (stewardship theory), предполагающая, что топ-менеджеры придерживаются высшей цели в отношении своего положения и роли — они действуют не как жадные индивиды, а альтруистически ради выгоды компании и ее акционеров [16];
- чаще переводимая как «теория обстоятельств» (contingency theory), предполагающая, что среда определяет корпоративное управление, поэтому в отраслях с высокой конкуренцией фирмы, как правило, имеют слабое корпоративное управление, поскольку конкуренция может уменьшить проблемы ведомств, а корпоративное управление окажется дорогим удовольствием [17];
- *поведенческие корпоративные финансы и встроенная в них гипотеза ограниченного корпоративного управления* (bounded corporate governance) [18];
- и наконец, самая новая из тех, что стоит упомянуть, — *экономика сложности* (economics of complexity), которая предлагает еще один взгляд на процессы принятия решения в компании [19].

Для развивающихся рынков капитала характерна слабая форма эффективности рынков, приводящая к высокому уровню информационной асимметрии [3]. Инвесторы, осознавая наличие внутренней информации, пытаются выбрать не только компанию, но и доверенное

лицо, т.е. инвестиционные решения во многом зависят от личности основного акционера или группы основных акционеров (например, популярной в России команды соучредителей или популярной в Турции семьи). Внешние инвесторы ценят личные гарантии, а не веру в совет директоров, который периодически ротируется. Учитывая оба аргумента, мы склонны полагать, что в условиях слабой эффективности рынка концентрация собственности может оказывать позитивное или незначимое влияние на результаты деятельности компании, несмотря на агентские конфликты между крупными и мелкими акционерами.

Теоретические объяснения эффекта семейного контроля не дают однозначного вывода о том, улучшает ли участие семьи результаты деятельности компании или нет. Отталкиваясь от агентской теории, мы можем предположить, что активное участие семьи помогает снизить агентские издержки и предотвратить экспроприацию денежных потоков менеджментом. В то же время может возникнуть другая агентская проблема: конфликт между самими принципалами. Семейные владельцы, как правило, не только владеют значительной долей акций компаний, но и занимают должности генеральных директоров, председателей советов директоров и могут использовать свои полномочия и влияние для извлечения частной ренты за счет миноритарных акционеров [20].

## 1.2. Структура собственности в России и мире в 2010-е годы

Не останавливаясь подробно на истории собственности в мире, для понимания общей картины динамики собственности в мире отметим следующее.

Несколько волн кризисов и смена взгляда власти на капитализм привели к тому, что к концу XX века существенная доля акций крупнейших компаний мира принадлежала банкам, пенсионным и инвестиционным фондам, страховым компаниям — другими словами, институциональным инвесторам<sup>1</sup>. К концу 1995 года 80% крупных американских компаний принадлежали миноритарным акционерам и около 20% были семейными компаниями [21]. Этот период пика распыленной собственности иногда называют *периодом рыночного капитализма* (money market capitalism) [22]. Структурная перестройка экономики первой декады XXI века привела к тому, что лидеры сектора информационных технологий — Apple, Google, Facebook<sup>2</sup>, Microsoft, Amazon — стали крупнейшими компаниями мира, потеснив банковский и нефтегазовый секторы. Появление большого количества технологических стартапов привело к новому витку развития предпринимательской собственности. Снова проявилась тенденция к сохранению контроля над ключевыми решениями основателями компаний с помощью концентрированной собственности и возрождения разных классов обыкновенных акций с неравными правами голоса [22].

Концентрация собственности, снижавшаяся в XX в., снова начала возрастать в XXI в., но на этот раз в руках двух типов акционеров: институциональных инвесторов и — особенно в секторе высоких технологий — предпринимателей. Согласно последним исследованиям, около 89% компаний, входящих в индекс S&P 500, имеют в этот период блокирующие пакеты акций [23].

<sup>1</sup> Более подробно этот вопрос освещен в работе [22].

<sup>2</sup> Деятельность организации запрещена на территории РФ.

Кроме того, резко возросла доля акций, принадлежащих институциональным инвесторам, таким как паевые инвестиционные фонды и другие так называемые «пассивные» инвесторы [24]. Под вопросом оказалась устойчивость института распыленной собственности как элемента англосаксонской модели корпоративного управления. В академической и бизнес-прессе начинает употребляться понятие «entrepreneurial capitalism» («предпринимательский капитализм»). Именно этот момент мы и возьмем за точку отсчета в данной главе.

На конец 2012 г. в мире преобладали компании с распыленной собственностью (менее 20% в одних руках) при наличии блокхолдеров, т.е. акционеров с долей более 5% (рисунки 1.1, 1.2). Второе и третье места занимают компании с семейным контролем и контролем частной компании (20% и более) соответственно. При этом необходимо учитывать высокую гетерогенность использованных данных [2]. Англосаксонская модель корпоративного управления подразумевает распыленную собственность, а континентальная — концентрированную. Поэтому общая картина довольно размыта, и исходя из contingency theory (которая переводится иногда как «теория обстоятельств») можно сказать, что результаты не похожи на генерализуемые, т.е. на такие, которые можно смело использовать для отдельных компаний или рынков. Поэтому необходимо разделить выборку на страновые подвыборки.

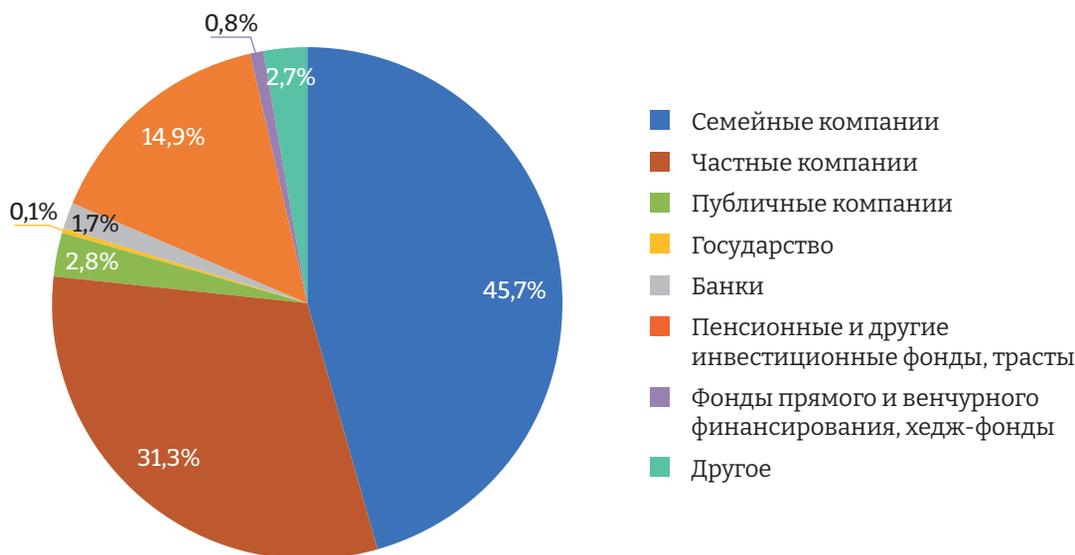
**Рисунок 1.1.** Распределение компаний по типам контроля в мире на конец 2012 г. (26 843 компании из 85 стран)



Источник: [2, Fig. 2A].

Если обратиться к страновому анализу, то увидим понятные цифры по развитым странам, например, 52% компаний в Нидерландах имеют распыленную собственность и блокхолдера. Что же касается развивающихся стран, особенно России, картина выглядит размытой.

**Рисунок 1.2.** Распределение контролирующего собственника по типам в мире на конец 2012 г. (26 843 компании из 85 стран)

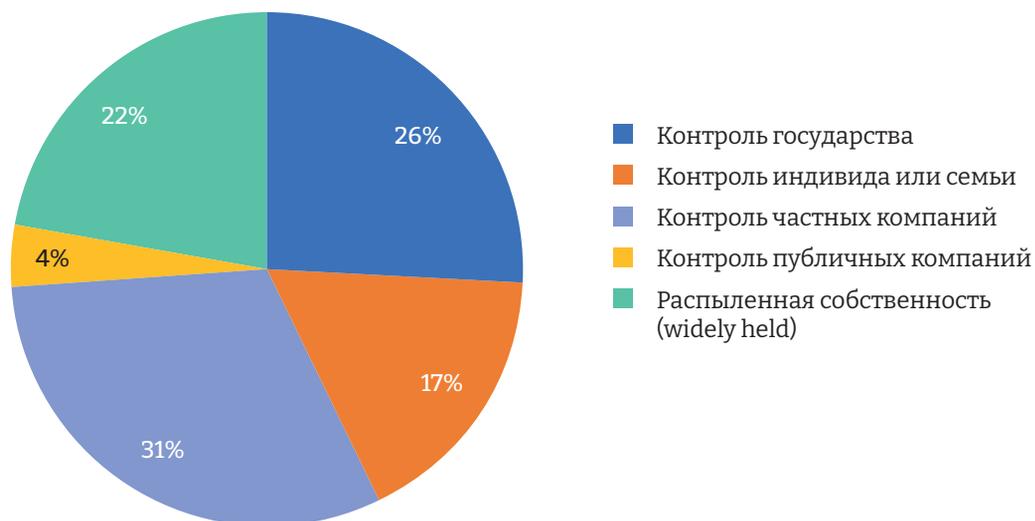


Источник: [2, Fig. 1].

Согласно данным [2], полученным из базы Bureau van Dijk и проверенным авторами, на конец 2012 г. в российской экономике всего 17% компаний контролировались индивидами или семьей, тогда как 22% являлись компаниями с распыленной собственностью. Еще 26% компаний контролирует государство. И наконец, самым распространенным типом корпоративного контроля является контроль частных компаний (рисунок 1.3).

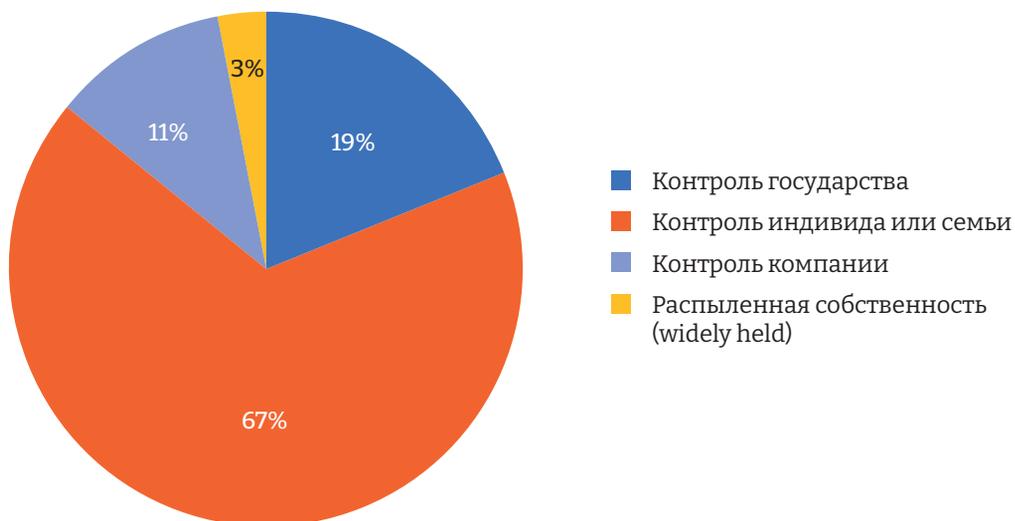
Чтобы приблизиться к российским реалиям последних десятилетий и убрать сильное влияние гетерогенности выборки на результаты, мы адаптировали методологию авторов с учетом особенностей развивающегося рынка. Во-первых, поднята нижняя планка контроля до типичных 25%, а также сделана проверка робастности по самой жесткой шкале в 40%. Во-вторых, учтено мнение бизнес-прессы о принадлежности офшорных компаний. Пользуясь платформой Google, сделали одинаковый поиск для всех компаний-инвесторов с использованием слов: «принадлежит», «владеет», «бенефициар», «купил пакет», «купил долю», «продал пакет», «продал долю». Мы использовали первые 20 полученных результатов и делали вывод о принадлежности офшора только в том случае, если в прессе не было противоречивых мнений. С этой целью использована традиционная бизнес-пресса в Российской Федерации (в том числе «Ведомости», «Коммерсант», «Эксперт», РБК, Lenta.ru) и не использована пресса с незнакомыми для финансистов названиями платформ. С помощью этих процедур оценен тип контроля компаний, хотя бы однажды входивших в индекс BROEX (широкий индекс Московской биржи) с момента его создания в 2011 г. и до конца 2021 г. Случайным образом выбрав 25% выборки, мы сделали для них проверку всех данных ручным способом. Дальнейшие результаты приведены именно по этой подвыборке.

**Рисунок 1.3.** Распределение типов корпоративного контроля в России на конец 2012 г. (436 компаний)



Источник: Расчеты автора.

**Рисунок 1.4.** Распределение типов корпоративного контроля в России на конец 2012 г. с учетом информации о конечном бенефициаре по выборке из 40 компаний



Источник: Расчеты автора.

На рисунке 1.4 приведено распределение компаний по типу корпоративного контроля с учетом информации о конечном бенефициаре. Большая часть компаний-инвесторов имеет контролирующего собственника, т.е. сталкиваемся с пирамидальной структурой собственности. Если контроль является полным, т.е. более 50%, считаем такую компанию представителем инвестора-индивида или семьи. В результате такого анализа можно сделать вывод о том, что на конец 2012 г. более  $\frac{2}{3}$  крупных публичных компаний в России контролировалось семьями или индивидуальными инвесторами и менее 20% — государством. А 11% компаний были под контролем корпоративных стратегических инвесторов, являющихся публичными компаниями без полного контроля одним индивидом или семьей. Необходимо отметить, что одним из ограничений анализа является тот факт, что учитывается только количество компаний, но не их рыночная стоимость. Второе ограничение — отсутствие разделения на контроль индивида и семьи.

Зададимся вопросом: стоит ли различать семейные компании и компании с одним бенефициаром? Эмпирические исследования показывают, что институциональные характеристики стран определяют характер взаимосвязи между семейным контролем и финансовыми результатами компании. Недавнее исследование семейных компаний в России показало, что в целом семейный контроль не влияет на финансовые результаты российских компаний [20]. Однако если один из членов семьи готов взять на себя ответственность и занять пост генерального директора, то рыночные и финансовые показатели значительно улучшаются. Семейный менеджер демонстрирует рынку свою приверженность бизнесу, заинтересованность в развитии фирмы и долгосрочную инвестиционную стратегию. Кроме того, сочетание владения и управления снижает агентский конфликт. Наличие председателя совета директоров из состава семьи, напротив, снижает рыночные показатели, повышая вероятность конфликта между мажоритарными и миноритарными акционерами.

В большинстве исследований утверждается, что после наследования участие семьи перестает влиять на эффективность, однако российский пример показывает, что контроль потомка приводит к более высокой рентабельности активов. Новое поколение обладает достаточными знаниями о специфике компании и правилах ведения бизнеса. Кроме того, негативный рыночный сигнал о семейном председателе может быть снижен за счет привлечения в совет директоров большего числа независимых директоров [20]. Таким образом, мы не видим однонаправленного влияния семейной собственности на эффективность компаний в России.

Суммируя сказанное выше, стоит отметить, что собранные данные вполне соответствуют предположениям, сделанным исходя из гипотезы эффективного рынка. В результате слабой эффективности рынка [3] миноритарные и потенциальные инвесторы заинтересованы в гарантиях от государства или от человека/семьи, которым инвестор готов поверить вследствие исторических наблюдений и сложившейся репутации. Собственность, сконцентрированная у мажоритария с хорошей деловой репутацией или в руках семьи, выглядит эффективной для таких случаев, когда права миноритарных инвесторов слабо защищены законом. При этом семейная собственность создает ряд дополнительных факторов, усугубляющих или смягчающих остроту агентского конфликта, поэтому в семейных компаниях значимо участие семьи в корпоративном управлении.

### 1.3. Новые процессы в структуре собственности в России в начале 2020-х годов

Самая любопытная часть этой главы, которая, вероятно, покажется читателю неожиданной, связана с изменениями в корпоративном контроле в годы специальной военной операции (СВО). Пока рано говорить о результатах, однако российские компании испытывают серьезное санкционное давление, как и многие их владельцы. В условиях таких экономических и геополитических шоков важно найти ответы на следующие вопросы:

- изменилась ли структура собственности в разрезе контролирующих акционеров за 2022 г.;
- повлияли ли индивидуальные санкции на эти изменения в *краткосрочном периоде*;
- в случае изменения структуры собственности наблюдаются ли изменения в корпоративном управлении;
- какова реакция рынка на изменения корпоративного контроля.

Для анализа были собраны данные по трети российского рынка, исходя из индекса BROEX, за 2021, 2022 гг. и первую половину 2023 г. Основное внимание уделено таким моментам, как:

- изменение корпоративного контроля;
- изменение типа крупнейшего акционера;
- заявления в новостях об изменении в структуре собственности компаний;
- наличие офшорных зон среди основных институциональных собственников, или компаний-инвесторов, в 2022 г.;
- смена генерального директора (CEO) в период 2022–2023 гг.;
- выход крупнейшего акционера из правления и/или совета директоров компании.

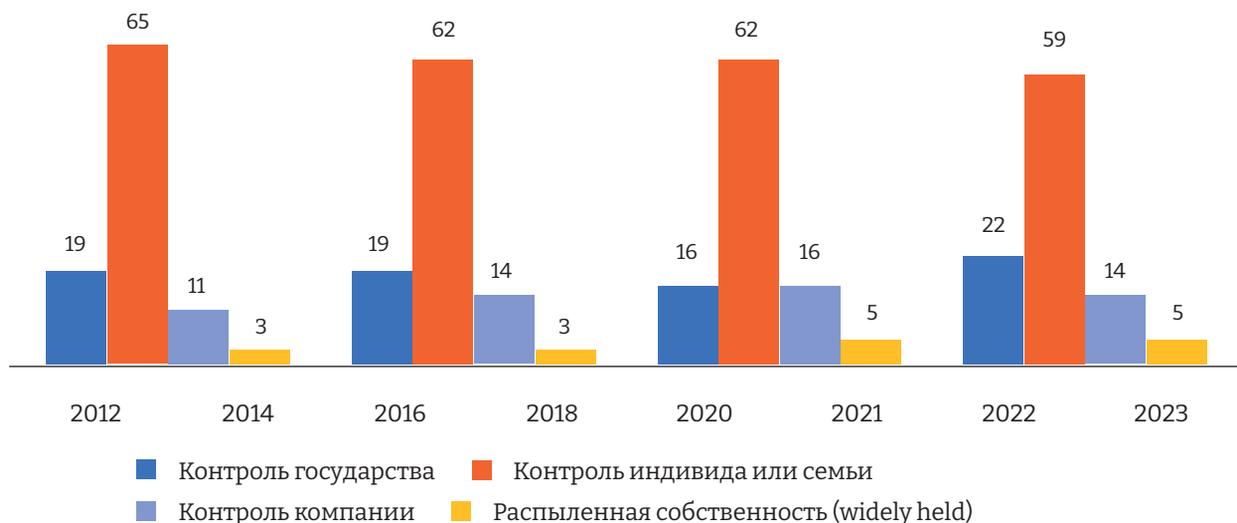
На рисунке 1.5 приведены типы корпоративного контроля в динамике с 2012 по 2022 г. Отметим, что доля компаний, контролируемых индивидом или семьей, снижается с 65 до 59%. Также наблюдается рост государственной собственности в 2022 г., но называть это тенденцией рано, поскольку пока нет устойчивого тренда. Остальные изменения, касающиеся доли контроля компанией и распыленной собственности, стоит рассматривать, скорее, как колебания, поскольку тоже нет заметного тренда.

Судя по пресс-релизам и новостям, в 10 компаниях из рассмотренных нами в 40 произошли изменения в собственности крупнейших акционеров после начала СВО. При этом нам удалось выявить всего 4 компании, где изменился контролирующий акционер за 2022–2023 гг. В то время как за предыдущие 10 лет — с 2012 по 2021 г. — хотя бы одно изменение крупнейшего акционера произошло, по нашим оценкам, в 30% компаний.

Более чем для 40% компаний из выборки были введены санкции ЕС, США или Канады. Более чем в 45% компаний крупнейшие акционеры попали под индивидуальные санкции с 2018 по 2023 г. Корреляция между попаданием акционера в список Forbes 200 и попаданием под индивидуальные санкции достигает 67%. При этом следует отметить, что если в 2022 г. кор-

реляция между санкциями против компании и индивидуальными санкциями против крупнейшего инвестора была высокой (около 50%), то к лету 2023 г., т.е. после нескольких раундов санкций, эта зависимость стала гораздо менее выраженной (менее 18%).

**Рисунок 1.5.** Распределение типов корпоративного контроля в России с учетом информации о конечном бенефициаре в динамике (%) (40 компаний)



Источник: Данные собраны автором из открытых источников.

Что касается наличия офшорных структур в структуре собственности, то этот показатель существенно снизился — с 43% в 2012 г. до 27% в 2022 г., что вполне соответствует общим экономическим трендам. Отметим также, что офшоризация не очень влияет на введение санкций: корреляция не поднималась выше 30%.

На последние вопросы — о влиянии смены контролирующего акционера на корпоративное управление и о реакции на это рынка — ответить на сегодняшний день не представляется возможным. По оценкам автора, всего в четырех компаниях произошла смена крупнейшего инвестора, в двух компаниях инвестор вышел из состава правления, в трех случаях — из совета директоров. Однако надо принять во внимание, что контролирующий инвестор и до СВО редко входил в правление и совет директоров, передавая операционное управление профессиональным менеджерам (11% и 16% соответственно).

Подводя итоги, отметим, что методологически наш подход основан на высокоцитируемой работе [2], в которой представлен дескриптивный анализ корпоративного контроля в 127 странах. Однако показатели концентрации собственности и точки отсчета в данном проекте адаптированы к условиям развивающегося рынка с высококонцентрированной собственностью.

Во-первых, к 2020-м годам контролирующие акционеры перестали участвовать в менеджменте, т.е. оставили роли CEO и членов правления, следовательно, появилось четкое разделение

собственности и менеджмента. С этого момента российские компании напрямую столкнулись с классическим агентским конфликтом между собственником и менеджером, принципалом и агентом. Исходя из агентской теории, можно говорить о действии свойственных ей гипотез: объединения интересов (interest alignment) и окапывания менеджеров (entrenchment) [25; 26]. Произошло разделение собственности и менеджмента, или агентов и принципалов, что является классической характеристикой рыночной экономики [12]. Пожалуй, впервые за новейшую историю в России мы наблюдаем картину не переходной, а рыночной экономики.

Во-вторых, в 2022 г. многие крупные акционеры вышли из состава совета директоров, что привело к изменению структуры совета и схемы принятия решений. Отразится ли это на результатах принятия решений — вопрос открытый. Ответ на него мы сможем получить в ближайшие годы.

В-третьих, мы увидели, что крупные инвесторы в российских компаниях хорошо адаптируются к быстрому изменению условий и высоким рискам. Они готовы вносить изменения в корпоративное управление и даже в структуру собственности. Однако контролирующие акционеры не готовы к реальной потере контроля над компанией, а также к переключению на англосаксонскую модель управления, где основные решения принимает независимый совет директоров. Судя по ранее опубликованным работам, не готовы к этому и миноритарные инвесторы, поскольку рынок выше оценивает компании с высокой концентрацией собственности [27].

Открытых вопросов остается много. Как собственники влияют на корпоративное управление? Какие агентские конфликты характерны для разных типов блокхолдеров? Есть ли оптимальное решение при выборе модели корпоративного управления в российских компаниях? На эти вопросы мы постараемся дать ответы в дальнейших главах этой книги, а также в других работах Лаборатории корпоративных финансов НИУ ВШЭ.

## Источники

- [1] LaPorta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. (1999). Corporate Ownership Around the World // *The Journal of Finance*. No. 54 (2). P. 471–831.
- [2] Aminadav G., Papaioannou E. (2020). Corporate Control Around the World // *The Journal of Finance*. No. 75 (3). P. 1191–1246.
- [3] Fama E.F. (1970). Efficient Capital Markets // *Journal of Finance*. No. 25 (2). P. 383–417.
- [4] Shleifer A., Vishny R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance // *The Journal of Finance*. No. 52 (2). P. 737–783.
- [5] Porta R.L., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1998). Law and Finance // *Journal of Political Economy*. No. 106 (6). P. 1113–1155.
- [6] La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance // *Journal of Financial Economics*. No. 58 (1–2). P. 3–27.
- [7] Asensio-López D., Cabeza-García L., González-Álvarez N. (2019). Corporate Governance and Innovation: A theoretical Review // *European Journal of Management and Business Economics*. No. 28 (3). P. 266–284.
- [8] Laeven L., Levine R. (2008). Complex Ownership Structures and Corporate Valuations // *The Review of Financial Studies*. No. 21 (2). P. 579–604.

- [9] Myers S.C. (1999). Financial Architecture // *European Financial Management*. No. 5 (2).
- [10] Dyck A., Zingales L. (2004). Private benefits of Control: An International Comparison // *The Journal of Finance*. No. 59 (2). P. 537–600.
- [11] Barclay M.J., Holderness C.G. (1989). Private Benefits from Control of Public Corporations // *Journal of Financial Economics*. Vol. 25. No. 2. P. 371–395.
- [12] Berle A., Means G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. N.Y.: Macmillan.
- [13] Pfeffer J., Salancik G.R. (1978). *The External Control of Organizations: a Resource Dependence Perspective*. California: Stanford Business Press.
- [14] Donaldson T., Preston L.E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications // *Academy of Management Review*. No. 20. P. 65–91.
- [15] Berrone P., Cruz C., Gomez-Mejia L.R., Larraza-Kintana M. (2010). Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less? // *Administrative Science Quarterly*. No. 55 (1). P. 82–113.
- [16] Davis J.H., Schoorman F.D., Donaldson L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management // *The Academy of Management Review*. No. 22 (1). P. 20–47.
- [17] Ghofar A., Sardar I. (2015). *Corporate Governance and Contingency Theory*. Cham : Springer.
- [18] Baker M., Ruback R.S., Wurgler J. (2007). Behavioral Corporate Finance. In *Handbook of Empirical Corporate Finance*. P. 145–186. Elsevier.
- [19] Arthur W.B. (2021). Foundations of Complexity Economics // *Nature Reviews Physics*. No. 3 (2). P. 136–145.
- [20] Stepanova A., Subbotkina A., Timofeyev Y. (2021). Development and Predicaments of Entrepreneurship and Family Businesses in Russia // *The Routledge Companion to Asian Family Business*. Routledge. P. 215–233.
- [21] Stepanova A., Subbotkina A., Timofeyev Y. (2021). Development and Predicaments of Entrepreneurship and Family Businesses in Russia // *The Routledge Companion to Asian Family Business*. Routledge. P. 215–233.
- [22] Kokoreva M., Stepanova A. (2016). What We Do not Know about the Ownership Structure of the Largest US Companies? // *Ekonomicheskaya Politika = Economic Policy*. No. 6. P. 36–59.
- [23] Holderness C.G. (2009). The Myth of Diffuse Ownership in the United States // *The Review of Financial Studies*. No. 22 (4). P. 1377–1408.
- [24] Appel I.R., Gormley T.A., Keim D.B. (2016). Passive Investors, Not Passive Owners // *Journal of Financial Economics*. No. 121 (1). P. 111–141.
- [25] Jensen M., Meckling W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. No. 3 (4). P. 305–360.
- [26] Morck R., Shleifer A., Vishny R. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis // *Journal of Financial Economics*. Vol. 20. No. 1–2. P. 293–315.
- [27] Ivashkovskaya I., Stepanova A. (2011). Does Strategic Corporate Performance Depend on Corporate Financial Architecture? Empirical Study of European, Russian and Other Emerging Market's Firms // *Journal of Management & Governance*. No. 15. P. 603–616.

**Научное издание**

**Российские корпорации на пути к антихрупкости.  
Финансовая архитектура компаний**

Ответственный редактор И.В. Ивашковская

Зав. книжной редакцией Е.А. Бережнова  
Редактор Н.В. Андрианова  
Компьютерная верстка и графика: О.А. Быстрова  
Корректор Е.Е. Андреева  
Макет блока и дизайн обложки: В.И. Кремлёв  
Художественный редактор В.П. Коршунов

Иллюстрация на обложке: Gajus / iStock 1501456985  
(<https://www.istockphoto.com/ru/photo/gm1177647462-328849043>)

Подписано в печать 23.05.2025. Формат 84×108/16  
Гарнитура Bitter. Усл. печ. л. 28,6. Уч.-изд. л. 18,0  
Тираж 500 экз. Изд. № 2980

Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»

101000, Москва, ул. Мясницкая, д. 20  
Тел.: +7 495 772-95-90 доб. 15285

Отпечатано ООО «Фотоэксперт»  
109316, Москва, Волгоградский проспект, д. 42