

# Зачем «Газпрому» рыночная капитализация?

**А.А. БАЛАБИН**, кандидат экономических наук, Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН, Новосибирский государственный технический университет. E-mail: bal\_kon@mail.ru

*«Если на клетке слона прочтешь надпись: буйвол, –  
не верь глазам своим»  
Козьма Прутков*

В статье рассмотрены проблемы формирования и развития акционерного капитала одной из самых крупных добывающих компаний мира – ОАО «Газпром». Приватизация компании привела к формированию широкого круга владельцев ее акций и повлияла на развитие всего фондового рынка России. Вместе с тем она мало что дала самому «Газпрому». До настоящего времени не созданы условия для привлечения капитала в акционерное общество. Оценки рыночной капитализации ОАО «Газпром» носят спекулятивный характер и по большей части не связаны с характером и масштабами его деятельности.

*Ключевые слова:* «Газпром», рыночная капитализация, управление открытым акционерным обществом

Казалось бы, вопрос, вынесенный в заголовок статьи, не требует разъяснений. В современной экономике значительная часть крупных компаний организована в форме открытых акционерных обществ, их акции свободно обращаются на фондовом рынке, который обеспечивает мобилизацию и концентрацию свободных денежных средств для развития бизнеса, гибкое и быстрое их перераспределение в наиболее эффективные сектора экономики, диверсификацию рисков для инвесторов, повышение прозрачности деятельности компаний. А наличие рыночной капитализации свидетельствует, что компания-эмитент имеет возможность проводить полный объем операций со своими акциями как на биржевом, так и на внебиржевом секторах фондового рынка. Так написано в учебниках по рынку ценных бумаг.

Но эти утверждения не избавляют нас от ответа на вопрос – что дает фондовый рынок конкретному акционерному обществу? Попробуем ответить на него применительно к ОАО «Газпром». Тем более что сама компания считает котировки акций и капитализацию одним из ключевых показателей своей деятельности (если судить по заглавной странице официального сайта<sup>1</sup>).

---

<sup>1</sup> Официальный сайт ОАО «Газпром», URL: <http://www.gazprom.ru/> (дата обращения: 27.01.2015).

## Итоги приватизации

Напомним историю формирования уставного капитала этого акционерного общества. В 1993 г. государственный газовый концерн «Газпром» был преобразован в РАО «Газпром». Первоначальный состав имущества включал объекты Единой системы газоснабжения и незавершенного строительства, запасы, денежные средства и прочие краткосрочные и долгосрочные финансовые активы Министерства газовой промышленности СССР. Бывшее «газовое хозяйство» России тогда оценивалось в 236,7 млрд руб. Министерство финансов РФ зарегистрировало выпуск 236 735 129 обыкновенных акций РАО «Газпром» с номинальной стоимостью по 1000 руб. Первоначальным собственником акций являлась Российская Федерация.

После приватизации «Газпрома» (1993–1995 гг.) 41% акций остался в собственности государства, 10% за приватизационные чеки приобрел сам «Газпром», 15% за приватизационные чеки (не менее 50% оплаты) и денежные средства купили работники компании (в том числе бывшие), 32,9% за чеки – жители 60 регионов России, 1,1% акций был передан ОАО «Росгазификация». В оплату за акции «Газпрома» в федеральный бюджет поступило 8,3 млн приватизационных чеков и около 17 млрд руб., а акционерами стали 1,03 млн граждан России<sup>2</sup>.

В связи с деноминацией рубля (1000:1) в 1998 г. номинальная стоимость обыкновенных именных акций «Газпрома» составила 0,01 руб. В декабре того же года акции первого выпуска (номиналом 1 коп.) были конвертированы в пропорции 1:1 в акции второго выпуска (номиналом 5 руб.). В результате уставный капитал вырос в 500 раз, но увеличение было формальным: просто в течение 1997 г. была проведена бухгалтерская переоценка линейной части магистральных газопроводов «Газпрома» путем прямого пересчета ее стоимости по рыночным ценам на 01.01.1997 г. Эта сумма и была включена в уставный капитал. Таким образом, при обмене акций первого выпуска на акции второго акционеры ничего дополнительно не платили (а «Газпром», соответственно, ничего не получил).

---

<sup>2</sup> «Газпром» в вопросах и ответах. URL: <http://www.gazpromquestions.ru/about/#c29> (дата обращения: 22.12.2014).

Так сложился имеющийся на сегодня уставный капитал «Газпрома» – 118,4 млрд руб. (23 673 512 900 акций номинальной стоимостью 5 руб.).

Вопросы о торговле акциями «Газпрома» не могли быть решены без участия государства<sup>3</sup>, однако содержание тех или иных законодательных документов лоббировалось в то время группами заинтересованных лиц и зачастую становилось плодом компромисса между противоборствующими группировками<sup>4</sup>.

Второй по величине после Росимущества пакет акций принадлежал самому «Газпрому», формально – в собственности его четырех дочерних обществ (АБ «Газпромбанк», ООО «Газпром-инвестхолдинг», НПФ «Газфонд» и АО «Газпромфинанс Б.В.»), а фактически им распоряжался высший менеджмент «Газпрома».

С 2001 г. федеральная власть предпринимала попытки получить контрольный пакет акций «Газпрома» в федеральную собственность. Решение этой задачи «в лоб» и (или) «за бесплатно» означало бы национализацию компании. Для консолидации акций было использовано созданное в 2004 г. акционерное общество – ОАО «Роснефтегаз» – фирма-«прокладка», собственником которой является Росимущество, а назначением стало приобретение и держание акций ОАО «Роснефть» и «Газпрома». 16 июня 2005 г. совет директоров «Газпрома» единогласно одобрил продажу его «дочками» 10,74% акций «Роснефтегазу» за 203,5 млрд руб. Источником средств стал полученный «Роснефтегазом» зарубежный кредит<sup>5</sup>.

Таким образом, чуть более 50% акций «Газпрома» теперь принадлежит прямо (или через подконтрольных лиц) Российской Федерации.

---

<sup>3</sup> Указ Президента Российской Федерации № 529 от 28.04.1997 г. «О порядке обращения акций Российского акционерного общества «Газпром» на период закрепления в федеральной собственности акций ПАО «Газпром»».

<sup>4</sup> Малкова И., Игуменов В. История «отца» Газпрома. URL: <http://www.forbes.ru/sobytiya/lyudi/116519-istoriya-ottsa-gazproma-rem-a-vyahireva-ot-bezgranicnoi-vlasti-do-zabveniia-na> (дата обращения: 22.12.2014).

<sup>5</sup> Кредит был выдан синдикатом банков ABN AMRO Bank, Dresdner Kleinwort Wasserstein, J. P. Morgan и Morgan Stanley сроком на 1 год с возможностью пролонгации. Ставка составила Libor+1,55%. Обеспечением по кредиту выступали 49% акций ОАО «Роснефть», а также денежный поток от внешнеэкономических контрактов ОАО «Роснефть». См.: Дербилова Е., Беккер А., Резник И. «Роснефть» разместится в Нью-Йорке // Ведомости. – № 167 (1448) . – 2005. – 8 сент.

## Нерезиденты идут!

Под давлением бюджетных проблем в 1996 г. было принято исключительное решение о продаже 1,15% акций иностранным инвесторам. При этом предполагалось, что нерезиденты не будут иметь доступа к «отечественным» акциям и смогут покупать только то, что им «выделит» российское государство. Такой подход положил начало формированию двух изолированных рынков – внешнего и внутреннего. После начала торгов в 1996 г. за рубежом акции шли в среднем по 1,6 долл., тогда как на внутреннем – по 0,35 долл.

Принятое в 1997 г. законодательство закрепило разделение рынка акций «Газпрома» на внутренний и внешний. Нерезиденты не могли владеть более чем 9% акций и должны были получать специальное разрешение на сделки с акциями «Газпрома» у ФКЦБ. Однако появились различные «серые схемы» – когда российские компании скупали акции на внутреннем рынке в интересах нерезидентов<sup>6</sup>.

В 1999 г. требования были смягчены: не менее 35% от общего количества обыкновенных акций «Газпрома» должно было находиться в собственности Российской Федерации, а максимально возможная доля нерезидентов в уставном капитале увеличена до 20%<sup>7</sup>.

Но это не изменило фрагментарности рынка акций «Газпрома»: функционирование нескольких изолированных центров для торговли одной и той же ценной бумагой порождало и несколько цен на бумагу одного эмитента. Очевидно, что в условиях разделения рынка акций на несколько слабо пересекающихся сегментов ставить вопрос о рыночной стоимости всей компании некорректно.

Новая страница в истории торговли акциями была открыта в июне 2005 г., когда дочерние компании «Газпрома» продали свои доли государственной компании ОАО «Роснефтегаз». Консолидация более 50% акций в руках государства позволила

---

<sup>6</sup> Следует вспомнить хотя бы немецкую компанию E.ON Ruhrgas AG, которая договорилась с «Газпромом» создать в 2002 г. совместное предприятие ЗАО «Геросгаз», специально для приобретения на российском рынке 4% акций «Газпрома».

<sup>7</sup> ФЗ № 69 от 31.03.1999 г. «О газоснабжении в Российской Федерации» в первоначальной редакции.

перейти к «либерализации» рынка акций «Газпрома». Согласно изменениям в законодательстве<sup>8</sup>, за государством был закреплен контрольный пакет (50% + одна акция), снято 20%-е ограничение на владение акциями со стороны нерезидентов<sup>9</sup>, а также отменены ограничения на торговлю акциями на российских биржах.

Отметим, что в ходе всех преобразований речь шла не о получении «Газпромом» дополнительного капитала с помощью размещения новых выпусков акций. Происходило перераспределение первоначального капитала между различными группами держателей (от физических лиц – к юридическим, от отечественных акционеров – к зарубежным, и от «Газпрома» – к федеральным органам власти).

По последним доступным данным<sup>10</sup>, акциями владеют 492543 лица, распределение долей между основными группами акционеров представлено в таблице 1.

Таблица 1. Структура акционерного капитала  
ОАО «Газпром» в 2014 г., %

Акционер	Доля в уставном капитале
Российская Федерация в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом (Росимущество)	38,37
ОАО «Роснефтегаз» (принадлежит на 100% Росимуществу)	10,97
ОАО «Росгазификация» (принадлежит на 74,55% ОАО «Роснефтегаз»)	0,89

<sup>8</sup> ФЗ № 182 от 23.12.2005 г. «О внесении изменения в ст. 15 федерального закона «О газоснабжении в Российской Федерации»».

<sup>9</sup> На сегодня утвержденный лимит программы выпуска *ADR* «Газпрома» составляет 35% уставного капитала. См.: URL: <http://www.gazprom.ru/investors/stock/> (дата обращения: 23.12.2014). Интересно, что по действующим в настоящее время для всех российских акционерных обществ правилам, общее число акций, размещенных за рубежом, не должно превышать 25% от всего объема акций одного типа и не более 50% от всего объема размещаемых акций (см. Приказ ФСФР от 10.06.2009 г. № 09–21/пз-н «Об утверждении Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации»). Таким образом, «Газпром» фактически в данную законодательную норму не «укладывается».

<sup>10</sup> Ежеквартальный отчет Открытого акционерного общества ОАО «Газпром» за III кв. 2014 г. – С. 356–357. URL: <http://www.gazprom.ru/f/posts/16/616270/gazprom-emitent-report-3q-2014.pdf> (дата обращения: 23.12.2014); Структура капитала ОАО «Газпром». URL: <http://www.gazprom.ru/investors/stock/structure/> (дата обращения: 23.12.2014); Список аффилированных лиц Открытого акционерного общества «Росгазификация». – С.3. URL: <http://rgaz.ru/company/files/afil30092014.pdf> (дата обращения: 23.12.2014) .

Акционер	Доля в уставном капитале, %
Владельцы американских депозитарных расписок (ADR)	26,23
В том числе*:	
Government Investment Corporation of Singapore	1,2–2,0
Dimensional Fund Advisors LP	1,04
BlackRock, Inc.	0,82
Vanguard Group, Inc.	0,65–0,67
Orbis Investment Management Ltd.	0,44–0,59
Lazard Asset Management LLC	0,56
Прочие юридические и физические лица	23,54

\* Данные являются неофициальными, приведены со ссылкой на информагентства «Интерфакс» и Bloomberg в статье: *Киселева М.* Сингапур вложился в «Газпром» // Ведомости. – № 185 (3689) . – 2014. – 6 окт.

### «Газпром» на фондовых биржах

Развитие биржевой торговли акциями «Газпрома» шло параллельно с изменениями в составе его собственников.

На «зарубежной» части рынка биржевые торги акциями «Газпрома» были организованы в 1996 г. Организаторами размещения выступили инвестиционные банки Morgan Stanley и Dresdner Kleinwort. Часть акций «Газпрома» (1,15% от капитала) была депонирована в отечественном «Газпромбанке», а ее номинальным держателем назначен американский Bank of New-York. В свою очередь последний выпустил американские депозитарные расписки (ADR), которые и были предложены зарубежным инвесторам (1 ADR=10 акций «Газпрома»). С 2006 г. это соотношение было снижено путем дробления ADR до 1:4, а с 2011 г. – до 1:2. В настоящее время ежедневные торги ADR «Газпрома» проходят на Лондонской, Берлинской и Франкфуртской фондовых биржах.

В «отечественной» части биржевого рынка все обстояло не так гладко. 1990-е годы характеризовались становлением бирж России, развитием отечественного законодательства. Этим объясняется, что отдельные биржи, взявшиеся за торговлю акциями «Газпрома», периодически (или даже навсегда) выбывали из состава организаторов торгов по формальным причинам, в связи с изменениями требований действующего законодательства.

Отметим также, что с самого начала торговли заключение сделок с акциями «Газпрома» было весьма затруднено наличием многих мест учета прав собственности на них (реестр

акционеров, депозитарий Газпромбанка со множеством отделений и филиалов, Депозитарно-расчетный союз, Расчетно-депозитарная компания). Сложность, высокая стоимость и длительные сроки междепозитарных переводов фактически не позволяли акциям свободно перемещаться с биржевого на внебиржевой рынок и между различными площадками российского биржевого рынка. Все это существенно усложняло и без того громоздкую систему учета перехода прав собственности на акции.

Впервые организованная торговля акциями «Газпрома» началась весной 1996 г. в рамках Российской торговой системы и электронной торговой системы ОАО «ФФК».

В связи с изменениями законодательства с июля 1997 г. торги акциями «Газпрома» были разрешены исключительно на Московской фондовой бирже, Фондовой бирже С.-Петербурга, Екатеринбургской фондовой бирже и Сибирской фондовой бирже (г. Новосибирск)<sup>11</sup>. По иронии судьбы, ни одна из названных бирж нынче торговлей акциями не занимается. А самые крупные и авторитетные торговые площадки, такие как Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) и Российская торговая система (РТС), из-за формально-юридических и бюрократических причин в список «допущенных» тогда не попали.

Однако уже к концу 2004 г. торговля акциями «Газпрома» почти полностью велась через торговые терминалы РТС.

По итогам либерализации рынка акций «Газпрома» в январе 2006 г. РТС и ММВБ<sup>12</sup> смогли приступить к торгам по новым, более свободным, правилам. В результате спрэд (разрыв в ценах) между ADR на зарубежных биржах и соответствующим количеством акций «Газпрома» на биржах внутри страны за четыре месяца 2006 г. снизился практически до нуля<sup>13</sup>.

Логическим итогом развития отечественного фондового рынка стало слияние в 2011 г. ММВБ и РТС в единую биржу, ОАО

---

<sup>11</sup> Постановление Правительства РФ № 654 от 30.05.1997 г. «О мерах по выполнению Указа Президента Российской Федерации», № 529 от 28.04.1997 г. «О порядке обращения акций Российского акционерного общества «Газпром» на период закрепления в федеральной собственности акций РАО «Газпром»».

<sup>12</sup> Торги проводились как в режиме внебиржевых сделок (так называемый классический рынок РТС), так и биржевых сделок (организаторы торгов – ОАО «Фондовая биржа РТС» и ЗАО «Фондовая биржа ММВБ»).

<sup>13</sup> Кокшаров А. О депозитарных расписках «Газпрома» // Рынок ценных бумаг. – 2006. – № 12 (315) . – С.12–15.

«Московская Биржа ММВБ-РТС» (Московская биржа). Параллельно формировался единый центральный депозитарий – им стала с 01.01.2013 г. небанковская кредитная организация ЗАО «Национальный расчетный депозитарий» (НРД). Счет номинального держателя НРД в реестре акций «Газпрома» был открыт 02.09.2013 г.<sup>14</sup>

### Чего же не хватает для справедливости?

Почему сегодня, когда препятствия для определения рыночной стоимости акций «Газпрома» преодолены, они (как и акции многих других наших компаний) остаются систематически и существенно недооцененными? Чего же теперь не хватает? Может, таковы свойства российского фондового рынка? Или же так «несправедливо» устроены мировые рынки? Или «Газпром» что-то делает неправильно?

На наш взгляд, ответ на все поставленные вопросы должен быть утвердительным.

Если говорить о российском рынке акций, то он весьма мал по сравнению с другими фондовыми рынками (табл. 2).

Таблица 2. Крупнейшие биржевые рынки акций (на начало 2014 г.)

Биржа	Рыночная капитализация, трлн долл.
Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE Euronext (США)	17,950
Фондовая биржа NASDAQ OMX (США)	6,085
Японская фондовая биржа	4,543
Лондонская фондовая биржа LME (Великобритания)	4,429
Фондовая биржа NYSE Euronext (Европа)	3,101
Гонконгская фондовая биржа	2,958
Шанхайская фондовая биржа (Китай)	2,497
Фондовая биржа TMX Group (Канада, США)	2,114
Фондовая биржа Deutsche Börse (Германия)	1,936
Швейцарская фондовая биржа SIX Swiss Exchange	1,541
...	
Московская биржа (Россия)	0,771

Источник: WFE FOCUS. – № 251-January 2014. – P. 7.

Лондонская фондовая биржа, на которой также торгуются акции «Газпрома», приблизительно в шесть раз превосходит Московскую по суммарной капитализации, а также по числу участников.

<sup>14</sup> Астанин Э. Мы заинтересованы, чтобы рынок был в России // Коммерсантъ. – 2013. – 21 нояб. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2345406> (дата обращения: 23.12.2014).



В декабре 2014 г. активными пользователями фондовой секции Московской биржи были 2274 юридических и 83,3 тыс. физических лица<sup>15</sup>. Круг акций, которыми торгуют эти немногочисленные инвесторы, довольно ограничен. На 1 января 2015 г. общее количество торгуемых акций, выпущенных 254 эмитентами<sup>16</sup>, составляло 314, в основном это – компании нефтегазового и банковского секторов. Нефтегазодобывающие компании дают 51% рыночной капитализации биржи, в том числе «Газпром» – около 15% (табл. 3).

**Таблица 3. Капитализация российского рынка акций на Московской бирже на конец III кв. 2014 г.**

Эмитенты	Совокупная рыночная капитализация, трлн руб.	Доля в капитализации, %	Доля обыкновенных акций в свободном обращении, % *
Всего	22,27	100,00	...
В том числе:			
<b>нефтегазодобывающие компании</b>		50,94	...
Из них ОАО:			
«Газпром»	3,25	14,60	46,00
НК «Роснефть»	2,45	11,01	12,00
«ЛУКОЙЛ»	1,72	7,72	46,00
«НОВАТЭК»	1,23	5,54	27,00
«Сургутнефтегаз»	1,15	5,17	25,00
«Газпром нефть»	0,68	3,05	...
«Татнефть»	0,53	2,38	32,00
АНК «Башнефть»	0,21	0,95	12,00
«Славнефть – Мегийоннефтегаз»	0,10	0,45	...
«Варьеганнефтегаз»	0,02	0,07	...

**Источник:** составлено на основе данных Московской биржи. URL: <http://moex.com/a2813>, URL: <http://moex.com/ru/listing/free-float.aspx> (дата обращения: 07.01.2015).

\* Доля акций в свободном обращении (коэффициент free-float) указана на 03.01.2015 г.

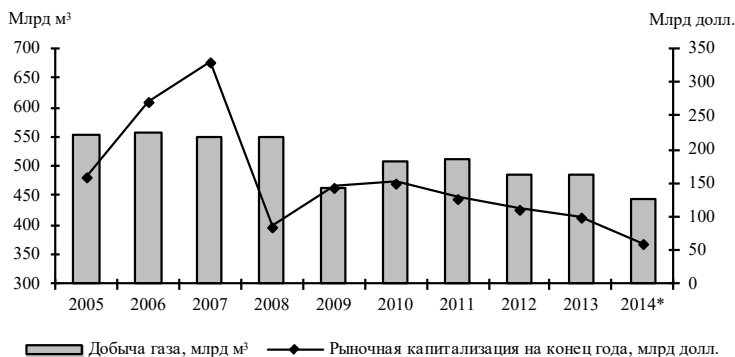
<sup>15</sup> Данные официального сайта Московской биржи. URL: <http://moex.com/s1182> (дата обращения: 27.01.2015) .

<sup>16</sup> Там же. URL: <http://moex.com/ru/listing/securities.aspx> (дата обращения: 27.01.2015).

Для сравнения: на основном рынке Лондонской фондовой биржи представлены более 1400 компаний из разных стран и разного масштаба из примерно 40 секторов экономики. URL: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/brochures/gudetolisting.pdf> (дата обращения: 27.01.2015) .

К тому же далеко не все акции этих компаний могут быть вовлечены в биржевой оборот, о чем, в частности, говорит доля акций в свободном обращении. Доля сделок с акциями «Газпрома» в ежедневном объеме торгов на Московской бирже составляет приблизительно 20%<sup>17</sup>.

Из рисунка видно, что при относительно стабильном объеме добычи «Газпромом» природного и попутного газа (480–550 млрд м<sup>3</sup>) рыночная капитализация изменяется в значительно более широких границах (разброс составляет более шести раз). Особенно сильные колебания вызываются фазами экономического цикла.



Динамика добычи газа (левая шкала)  
и рыночной капитализации ОАО «Газпром»  
в 2005–2014 гг.

**Источники:** показатели 2005–2013 гг. – данные ОАО «Газпром». URL: <http://www.gazprom.ru/investors/stock/> (дата обращения: 28.12.2014); добыча газа в 2014 г. – прогнозные данные. URL: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/818671/gazprom-opustitsya-na-dno> (дата обращения: 28.12.2014), рыночная капитализация в 2014 г. рассчитана по данным Московской биржи на 28.12.2014 г.

Зададимся риторическим вопросом: может ли быть дана сколько-нибудь справедливая оценка товара на небольшом сельском рынке, где присутствуют 2–3 продавца, которые к тому же являются и покупателями друг для друга? Представим себе, что они стараются перепродать друг другу изо дня в день один

<sup>17</sup> Данные официального сайта «Газпрома». URL: <http://www.gazprom.ru/investors/stock/> (дата обращения: 27.01.2015) .

и тот же мешок картошки и при этом еще и «выжать» из этой операции прибыль. Довольно затруднительно при таком «товарообороте» определить настоящую цену картофеля.

Цены акций на «сильно спекулятивном» рынке мало зависят от фундаментальных характеристик добывающих компаний (используемых технологий, динамики объемов и эффективности добычи и сбыта, освоения месторождений, наличия и изменения доказанных запасов, величины прибыли, выплаты дивидендов и т.п.). Ценовая динамика по большей части определяется притоком/оттоком «горячих» денег вслед за текущими политическими событиями, появлением инсайдерской информации или просто сплетен на форумах в Интернете. Без притока новых денежных средств спекулятивный рынок, как правило, «проседает» сам по себе.

Характерны в связи с этим высказывания некоторых профессиональных деятелей российского фондового рынка, весьма обеспокоенных объявлением в 2013 г. моратория на перечисление пенсионных накоплений в негосударственные пенсионные фонды (а потом и его продлением на 2014–2015 гг.). НПФ до недавнего времени обеспечивали более-менее постоянный приток капитала на фондовый рынок<sup>18</sup>. «Российский фондовый рынок в случае принятия решений о приостановке перечисления средств в накопительную пенсионную систему может лишиться... дополнительной “подушки безопасности”, роль которой традиционно играют пенсионные средства». «Если бы была дополнительная ликвидность в виде пенсионных накоплений, то в случае просадки рынка это снижение могло бы быть компенсировано за счет этих средств»<sup>19</sup>. Оказывается, цель инвестирования – не дополнительные доходы будущих пенсионеров и не долгосрочные инвестиции в экономику страны, а создание «подушки безопасности» для фондового рынка.

---

<sup>18</sup> Строго говоря, российские НПФ в силу ряда причин мало инвестируют на рынке акций. Основная сфера размещения – государственные и корпоративные облигации. Но поскольку рынки акций и облигаций тесно связаны друг с другом (в том числе и через участников торгов на Московской бирже), приток (отток) денежных средств на одной торговой площадке влияет на цены на другой торговой площадке.

<sup>19</sup> URL: <http://www.investor.ru/blog/33446/12664/> (дата обращения: 25.12.2014).

## Заграница нам не поможет

Как и прежде, акции «Газпрома» торгуются на зарубежных биржах. Правда, инвесторы включают эти акции в группу ценных бумаг развивающихся стран. Такие вложения носят, как правило, жестко лимитированный и спекулятивный характер.

Во-первых, это происходит потому, что отношение к акциям на внешнем рынке не может быть лучше, чем на внутреннем. Нестабильность (волатильность) цен акций «Газпрома» на зарубежных биржах будет всегда сопоставима или выше, чем на отечественной.

Во-вторых, как бы ни были хороши финансовые показатели «Газпрома», его международные рейтинги никогда не смогут превысить рейтинга России. Более того, на современном этапе развития экономики рейтинг «Газпрома» в представлении зарубежных аналитиков – это и есть рейтинг России. Таковы установленные не нами правила игры. А в ней рейтинг Испании (при всех ее долговых проблемах) выше, чем у России.

И, в-третьих, играют свою роль и различные программы монетарного стимулирования экономик развитых стран (например, недавно завершенная серия программ «количественного смягчения» ФРС США, проводившихся с сентября 2012 г. по октябрь 2014 г., аналогичные программы в Великобритании, Японии и, начиная с 2015 г., – в странах еврозоны). Все они направлены на стимулирование деловой активности путем увеличения денежного предложения. Высвобождаемые денежные средства «разогревают» рынки, в том числе и рынок акций.

В частности, объем государственных и квазигосударственных активов, выкупленных ФРС США в конце 2014 г., достиг рекордной величины в 4,5 трлн долл.<sup>20</sup> В сочетании с неустойчивой международной экономической и политической обстановкой это привело и продолжает приводить к систематическому «переливу» спекулятивного капитала на фондовый рынок США.

Быстрый рост цен акций на международных фондовых рынках сегодня совершенно не корреспондирует со слабыми темпами роста или даже застоем в реальном секторе развитых стран. К примеру, соотношение между суммарной капитализацией

---

<sup>20</sup> Официальные данные ФРС США на середину декабря 2014 г. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/> (дата обращения: 22.12.2014).

рынка акций и объемом ВВП США к началу 2014 г. достигло 126%. Для сравнения, весной 2007 г., перед тем как «лопнул пузырь» американских ипотечных ценных бумаг (событие, которое во многом спровоцировало позднее мировой финансовый кризис), рынок акций США составлял «всего» 115% от ВВП<sup>21</sup>.

Таким образом, сочетание макроэкономических факторов, действующих в последние годы, привело к систематическому завышению цен акций (и, соответственно, капитализации) компаний высокоразвитых стран и, соответственно, занижению цен акций компаний развивающихся рынков. Скорее всего, данная ситуация не изменится и в 2015–2016 гг. Касается это, разумеется, всех российских компаний, и «Газпрома» в частности.

### **О связи корпоративных процедур управления и капитализации компании**

Для того чтобы частный независимый инвестор смог оценить компанию «по справедливости», используется целая система мер, обеспечивающих прозрачность принятия решений в этой компании. Должны учитываться интересы всех групп акционеров, в том числе – обладателей незначительных долей в уставном капитале (акционеров-миноритариев). Необходимо также систематически раскрывать информацию о компании и обеспечивать ее сопоставимость с показателями других компаний, занимающихся аналогичной деятельностью. И здесь «Газпрому» (конечно, если он хочет быть открытым акционерным обществом) предстоит пройти долгий путь.

Стиль управления в «Газпроме» совсем не подходит для открытого акционерного общества. Почему-то «родимые пятна» происхождения из недр Министерства газовой промышленности СССР не исчезают со временем, а проявляются вновь и вновь, так как наиболее важные, стратегические направления развития определяются не на собрании акционеров, не в совете директоров, а решениями государственных органов и должностных лиц.

Можно ли считать «прозрачной» компанию, если никто (и подавляющее большинство акционеров) толком не знает, какова

---

<sup>21</sup> Графические данные доступны по ссылке: URL: <http://trade-today.ru/article/warren-buffets-favorite-stock-market-measure/> (дата обращения: 26.12.2014).

будет цена поставляемого ею газа по крупнейшему контракту с Китаем в течение последующих 30 лет? И почему не руководитель «Газпрома», а глава государства объявляет о новых перспективных направлениях строительства морских газопроводов?

В результате сравнения корпоративной отчетности «Газпрома»<sup>22</sup> с отчетностью 124 крупных компаний из различных стран мира «Газпром» (из максимальных 10) получил 3,5 балла. Комплаенс-процедуры компании оценены в 54%, показатель по раскрытию информации о корпоративной отчетности соответствует идеалу лишь наполовину, информацию о своих зарубежных транзакциях компания вообще не раскрывает. Утешает только то, что «Газпром» оказался в «хорошем» соседстве – столько же баллов набрали американские Chevron и Microsoft. Правда, последние никогда не объявляли себя «национальным достоянием».

Об отношении к соблюдению акционерного права свидетельствует недавний факт появления письма руководства «Газпрома» в Министерство экономического развития с предложением отменить обязательство компаний с госучастием выкупать акции у миноритариев в тех случаях, когда сделки осуществляются во исполнение актов Президента и Правительства<sup>23</sup>. Причем предлагается внести поправки в законодательство «задним числом».

Поясним, что данное обязательство с 2006 г. защищает акционеров-миноритариев, несогласных с появлением в их составе владельца крупного пакета акций. В силу закона акционер (или группа аффилированных акционеров), получившая во владение более 30% акций компании, обязан(а) направить остальным акционерам обязательное предложение о выкупе принадлежащих им акций по справедливой цене<sup>24</sup>. Цена выкупаемых ценных бумаг на основании обязательного предложения не может быть ниже

---

<sup>22</sup> Отчет «*Transparency in corporate Reporting*» (TRAC) международной общественной организации *Transparency International*, дата публикации: 05.11.2014 г. URL: <http://www.transparency.org.ru/drugie-issledovaniia/globalnye-kompanii-ne-raskryvaiut-informaciiu-o-rabote-na-mestakh> (дата обращения: 27.12.2014) .

<sup>23</sup> Содержание письма изложено в сообщении агентства Интерфакс от 22.08.2014 г. URL: <http://www.interfax.ru/business/392778> (дата обращения: 27.12.2014) .

<sup>24</sup> Федеральный закон № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995, ст. 84.2.

средневзвешенной цены акций, если они обращаются на рынке, или не ниже наибольшей цены, по которой они покупались появившимся крупным акционером.

Ситуация, требующая отправить такое обязательное предложение, сложилась в 2013 г., когда «Газпром» выкупил у «Роснефтегаза» блокирующие пакеты акций ряда газоснабжающих организаций. Естественно, акционеры этих компаний вправе были рассчитывать на законный учет их интересов – и в этом их поддержал Банк России, государственный регулятор рынка ценных бумаг. Однако предложений о выкупе акционеры не дождалась, предписание Банка России до сих пор не выполнено, а «Газпром» подал иск в суд с требованием признать его право не выкупать акции у акционеров приобретенных им компаний.

Конечно, жалко расставаться с деньгами, выкупая права собственности у каких-то «сторонних» акционеров. Но уж если выбрана определенная юридическая форма, то нужно ей соответствовать. Хотя некоторым менеджерам «Газпрома» хотелось бы, наверное, стать «государственным акционерным обществом», пользующимся при этом всеми преимуществами акционерной формы организации собственности – но только в свою, газпромскую, пользу.

Не обсуждая эффективность такого «ручного» стиля управления, отметим, что процедуры согласования интересов множества собственников в рамках крупного акционерного общества не способствуют быстрому решению глобальных задач, решительным действиям в сложных ситуациях. Но тогда зачем «Газпрому» такая форма организации, не отвечающая его сути и современному положению? Ведь есть же в мире крупные компании энергетического сектора, которые вообще не являются акционерными обществами. В таблице 4 показано, что из первой двадцатки нефтегазодобывающих компаний девять (они выделены серым цветом) не являются акционерными. В том числе и крупнейшая в мире Saudi Aramco из Саудовской Аравии. А американская Exxon Mobil – мировой лидер среди нефтегазодобывающих компаний по рыночной капитализации (на 02.01.2015 г. – 393,02 млрд долл.), занимает лишь четвертое место по физическим объемам добычи.

Таблица 4. «Топ-20» нефтегазовых компаний по физическим объемам добычи энергоносителей в 2013 г.

Компания	Добыча, млн BOE*/день
Saudi Aramco	12,7
«Газпром»	8,1
National Iranian Oil Company	6,1
Exxon Mobil	5,3
«Роснефть»	4,6
Royal Dutch Shell	4,0
PetroChina	3,9
Petroleos Mexicanos (Pemex)	3,6
Chevron	3,5
Kuwait Petroleum Company	3,4
British Petroleum	3,1
Total	2,6
Petroleo Brasileiro S.A. (Petrobras)	2,5
Qatar Petroleum	2,4
Abu Dhabi National Oil Company	2,4
«Лукойл»	2,3
Iraqi Oil Ministry	2,2
Sonatrach (Algeria)	2,2
Petroleos de Venezuela (PDVSA)	2,1
Statoil (Norway)	2,0

\*BOE – баррель нефти или газа в пересчете на нефтяной эквивалент.

**Источник:** составлено на основе данных Forbs. URL: <http://www.forbes.com/pictures/mef45miid/the-worlds-biggest-oil-companies> (дата обращения: 27.12.2014).

## Заключение

Итак, на всех этапах формирования уставного капитала «Газпрома» речь шла о приватизации государственного имущества или о его перераспределении между различными группами акционеров. Никаких дополнительных вливаний в уставный капитал «Газпрома» извне (дополнительно к тому, что было передано при организации ОАО) получено не было. Наиболее интересная для акционерного общества функция фондового рынка – привлечение дополнительного капитала путем новых выпусков акций – пока что не выполняется.

Первоначальная идея, состоящая в возможно более широкой приватизации «Газпрома», сменилась идеей усиления контроля



над «национальным достоянием» со стороны федерального центра. А это, в свою очередь, говорит о том, что задача привлечения капитала на рыночных принципах становится все менее актуальной – всегда есть опасность, что дополнительные выпуски акций могут попасть в «нежелательные руки» и привести к ослаблению контроля.

Консолидация контрольного пакета акций в собственности государства означала переход к новому стилю управления компанией: теперь не требуется достижения консенсуса среди акционеров, мнение одного из них становится преваляющим<sup>25</sup>. Согласие или несогласие других акционеров со стратегией общества по большей части выражается неявно, через покупку или продажу некоторого количества акций. Да и менеджмент компании четко знает, с кем конкретно нужно согласовывать свои ключевые решения.

Современная ситуация с внедрением и использованием инструментов фондового рынка в «Газпроме» во многом похожа на времена реформ Петра Великого. Как известно, тогда для русских бояр и дворян бритье бороды и курение табака стали обязательными для допуска к царскому двору, своеобразными внешними признаками прогрессивного реформаторства. Правда, это совсем не мешало самому Петру I и другим его сподвижникам вести свое хозяйство прежними, крепостническими способами. Точно так же и сейчас: в крупных (квази) государственных компаниях (и «Газпроме» в частности) таблички с надписью «открытое акционерное общество» по сути прикрывают прежние министерства и ведомства. Изменились лишь юридическая форма и процедуры согласования решений, а методы управления – старые. Очевидно также, что подобная «мимикрия» не несет ничего, кроме дополнительных затрат на проведение собраний акционеров, подготовку документов по неким международным

---

<sup>25</sup> Строго говоря, «наверняка» акционерное общество контролируют акционеры, располагающие в совокупности не менее чем 75% голосующих акций. В соответствии с ФЗ № 208 «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. многие ключевые решения принимаются на собрании акционеров не менее чем 3/4 голосов. Но для рассматриваемого случая это несущественно, поскольку «противодействующие» акционеры должны располагать в совокупности более 25% акций («блокирующий пакет») и при этом выступать с единой согласованной позиции. Ясно, что при существующем раскладе это практически невозможно.

стандартам, расходов на ведение реестра акционеров, на специалистов по акционерному праву и фондовому рынку и т.п.

Оценки, которые фондовый рынок дает «Газпрому» и многим другим российским предприятиям, во многом спекулятивны, они вызваны циклическими факторами, случайными событиями или новостями. При этом фундаментальные тенденции (динамика добычи и различных категорий запасов, освоение месторождений, заключение и выполнение контрактов, использование прогрессивных технологий) влияют на такие оценки гораздо меньше, а иногда и вовсе не принимаются во внимание. К сожалению, созданная за последние годы весьма технологичная инфраструктура рынка акций работает в сегодняшней российской экономике по большей части «вхолостую».

Не следует думать, что я выступаю против «Газпрома» или развития фондового рынка в нашей стране (тем более что много лет посвятил практической работе на этом рынке). Просто всякий финансовый инструмент (в том числе и акции) следует использовать там и тогда, когда это приносит пользу и лицу, выпустившему его, и лицу, его приобретающему. И в этом смысле абстрактные задачи вроде «развития рынка акций», «создания международного финансового центра», «получения международного рейтинга», «обеспечения открытости компании» никак не могут быть самоцелью. Это всегда лишь средства для экономических субъектов в достижении своих (совершенно конкретных) интересов. Вне учета этих интересов любой инструмент превращается в модную наклейку на старом чемодане, а реальная полезная деятельность на рынке ценных бумаг подменяется ее имитацией.

Конечная задача общества – обеспечить контроль над общенациональной собственностью, а также эффективное использование этой собственности. Выбранная для «Газпрома» сегодняшняя форма организации не соответствует фактически используемым приемам управления, лишь «маскирует» и «прикрывает» фактические управленческие решения.

И зачем тогда, спрашивается, нужна «Газпрому» рыночная капитализация?!