

## РЕЦЕНЗИИ

### **БИЗНЕС В РОССИИ: МАСШТАБНОЕ ПОЛЕВОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ, РЕГРЕССИОННЫЙ АНАЛИЗ И ТРУДНЫЕ ВЫВОДЫ**

Рецензия на книгу: Dolgopyatova T. G., Iwasaki I., Yakovlev A. A. (eds.). *Organization and Development of Russian Business: A Firm-Level Analysis*. Palgrave Macmillan, 2009.

**А. В. БУХВАЛОВ**

Высшая школа менеджмента СПбГУ

Важность проблематики корпоративного управления (КУ), которая была осознана по меньшей мере с выходом в свет монографии Берле и Минза [Berle, Means, 1932], стала особенно очевидна для теоретиков, практиков, собственников и государства в последние 20 лет. Появились два международных академических журнала, специализирующихся исключительно на проблемах корпоративного управления (*Corporate Governance: An International Review*; *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*). Были изданы первые учебники непосредственно по дисциплине «Корпоративное управление» (см., напр.: [Kim, Nofsinger, Mohr, 2010]<sup>1</sup>). Кроме того, работы по КУ активно публикуют самые лучшие экономические и финансовые журналы (*Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *American Economic Review* и др.). Имеется огромная

масса эмпирических работ по КУ в отдельных странах, как правило, поддержанных серьезными грантовыми инвестициями, так как подобного рода исследования требуют весьма дорогостоящих полевых работ. Отчеты о многих из этих исследований оформляются как коллективные монографии. В 2009 г. издательство Palgrave Macmillan опубликовало монографию «*Организация и развитие российского бизнеса*» [Dolgopyatova, Iwasaki, Yakovlev, 2009]. В этой коллективной монографии собраны статьи семи авторов из России и Японии, подготовленные в ходе совместного исследовательского проекта Института анализа предприятий и рынков ГУ–ВШЭ и Института экономических исследований Университета Хитотсубаши. Проект основан на проведенных в 2005 г. интервью с руководителями 751 российской компании с задачей осуществления интегрального

<sup>1</sup> Актуальность проблематики корпоративного управления отражается, например, в том, что с 2004 г. вышло три переработанных издания этой книги.

анализа российского бизнеса. Целью настоящей статьи является рецензирование этой книги.

## 1. Обзор содержания

Книга состоит из введения, написанного ее редакторами Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки и А. А. Яковлевым, и 12 статей:

1. Становление российских корпораций: от советского предприятия к рыночной фирме.
2. Собственность и корпоративный контроль.
3. Юридические формы акционирования.
4. Структура советов директоров.
5. Влияние корпоративного управления и результативности на смену менеджеров.
6. Управленческая команда и реструктуризация фирмы.
7. Организационные типы корпоративного контроля и бизнес-интеграция.
8. Корпоративное управление и принятие решений в бизнес-группах.
9. Влияние бизнес-интеграции на реструктуризацию корпораций и их результативность.
10. Банковский сектор и корпоративные финансы.
11. Бизнес-ассоциации: мотивация и выгоды с точки зрения корпоративного управления.
12. Взаимоотношения между государством и бизнесом; улучшения в сфере корпоративного управления.

Материалы сгруппированы в три части следующим образом:

- I. Собственность, внутренний контроль и система менеджмента (статьи 2–6).
- II. Интеграция бизнеса и ее влияние на корпоративное управление (статьи 7–9).
- III. Роль внешних агентов в корпоративном управлении (статьи 10–12).

Авторы понимают термин «корпоративное управление» (corporate governance) в общепринятом смысле — как устройство власти в компании. Все рассматриваемые в исследовании компании являются ак-

ционерными обществами, а тем самым — и корпорациями. Заметим, что статьи по проблематике КУ публиковались на страницах «Российского журнала менеджмента» в виде тематических «Хрестоматий»<sup>2</sup> (непосредственно по тематике «Корпоративное управление» [Бухвалов, 2005; Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005; Бухвалов, 2006; Монтгомери, Кауфман, 2006; Джиллис, Барта, Леблан, 2006] и по тематике IPO [Бухвалов, 2009; Пагано, Ролл, 2009; Пагано, Панетта, Зингалес, 2009]), аналитических обзоров практики КУ в России [Исследование практики..., 2011], а также в формате исследовательских статей. Отметим, что проблематика рецензируемой монографии ранее была представлена ее авторами в целом ряде исследовательских публикаций в «Российском журнале менеджмента» [Авдашева, 2005; Долгопятова, 2007; Ивасаки, 2006; Яковлев, 2005]. В одних случаях это были статьи, тесно примыкающие по тематике, но основанные на других данных (см., напр.: [Авдашева, 2005]), в других — предварительная апробация материалов перед их монографической публикацией (см., напр.: [Ивасаки, 2006]).

Как отмечалось, работа представляет собой серию из 12 статей, которые касаются эмпирического исследования различных аспектов КУ в России, основанных на собранной базе данных. Опрос в форме интервью проводился авторитетной социологической организацией «Левада-центр» в феврале — июне 2005 г. в 64 субъектах РФ. Читателю, которому доступна сама книга, мы рекомендуем начать ее чтение с дескриптивного описания используемой базы данных российских компаний (р. 312). В исследовании представлен широкий спектр отраслей, организационно-правовых форм (ЗАО и ОАО) и размера (по численности

<sup>2</sup> Первая из этой серии «Хрестоматий» вышла в журнале *Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия Менеджмент* [Бухвалов, 2004; Дженсен, Меклинг, 2004]. Последняя статья является классической в плане постановки и решения агентской проблемы в теории фирмы.

работающих) компаний. Отметим, что подавляющее большинство даже ОАО относится к числу неторгуемых на бирже, что является типичным для России и по данному показателю обеспечивает репрезентативность. По фактору отраслевой диверсификации набор компаний также вполне репрезентативен; диверсификация же по численности занятых служит не столько обеспечению репрезентативности выборки (которой нет), сколько возможности статистического доказательства влияния размера. Из данных табл. А5 видно, что в выборке имеется 428 компаний с менее чем 500 занятых и 66 компаний — с более чем 5000 занятых. Подобного рода перекося в сторону малых и средних предприятий, в которых совет директоров, например, выполняет абсолютно иные функции, чем в крупных предприятиях, сразу ставит под определенное сомнение не формальное статистическое исследование, которое выполнено на должном уровне, а одинаковость смысла ответов, полученных от неоднородных респондентов.

Мы не будем подробно останавливаться на всех материалах, включенных в монографию, а отметим лишь некоторые общие оригинальные подходы, отличающие ее от исследований других авторов и подчеркивающие особенности организации бизнеса и КУ в России, а также сосредоточимся на отдельных материалах, наиболее близких интересам автора рецензии. Все разнотипные эмпирические исследования, приведенные в монографии, основаны на одной и той же базе данных, полученных в результате интервью с топ-менеджерами и директорами компаний, что свидетельствует о глубокой проработке структуры этих интервью — данных хватило для адекватной статистической обработки всех рассматриваемых задач. В работе систематически используются три формы многомерных линейных статистических моделей: собственно многомерная линейная регрессия, логит-модель и пробит-модель. Последние два типа моделей особенно плодотворны для тестирования справедливости содер-

жательных гипотез. Описание постановки задачи, данных задачи, методы расчета и представление результатов расчетов могут служить образцом того, как следует оформлять подобного рода материалы.

Особенность исследований данного авторского коллектива — интерес к форме организации бизнеса, которая действительно широко распространена в России, — речь идет о холдингах. Сам холдинг может иметь юридическую форму ОАО, а входящие в него компании — юридические формы всех типов — ОАО, ЗАО и ООО. Многие из такого рода холдинговых структур достаточно жестко управляются, поэтому одинаково интересно рассмотреть вопрос о том, как на головную компанию холдинга влияют входящие в нее части, и, наоборот, — как факт принадлежности к холдингу влияет на КУ. Данной проблематике посвящены статьи части II.

Из спектра типовых проблем КУ авторы в частях I и III сосредотачиваются на различных сторонах агентской проблемы. Статья 2 посвящена проблемам концентрации собственности, а также той роли, которую в российских компаниях играет факт наличия крупного, но не доминирующего собственника. В частности, рассматривается статистика, описывающая структуру совета директоров в случае различных уровней концентрации капитала. Авторы отмечают, что наивысшая концентрация наблюдается в дочерних компаниях холдингов. Установлено, что в российских условиях высокая концентрация собственности является позитивным фактором, и компании с распыленной собственностью существенно уступают первым в результативности и интенсивности реструктуризации (р. 57–58). Статья 3 чрезвычайно близка по содержанию к работе [Ивасаки, 2006]. Речь идет об исследовании вопроса о различиях двух юридических форм акционерных обществ в России — ОАО и ЗАО. Статью 4 мы рассмотрим далее отдельно.

Статья 5 посвящена классической задаче КУ, связанной с факторами сменяемости менеджеров. Отметим, что альтернативные

результаты на российских данных были опубликованы в [Муравьев, 2003].

В статье 6 представлен интересный анализ управленческих команд и их роли в реструктуризации фирм. К сожалению, весьма неудачно сформулированы гипотезы исследования (р. 158–160). Строго говоря, только гипотеза 4 является гипотезой как таковой. Остальные гипотезы — это достаточно пространственные тексты, размером до полстраницы, в которых истинная гипотеза вкраплена в виде одного предложения, а оставшаяся часть посвящена изложению некоторых предпосылок к ее формулировке. Это можно было бы легко исправить, вынеся предпосылки в текст перед прямой формулировкой гипотезы. Автором получены хорошо интерпретируемые экономические результаты, в частности, показано, что бывшие государственные чиновники функционируют существенно хуже, чем остальные категории генеральных директоров, если мы говорим о попытках модернизации бизнеса.

Статья 7 открывает блок, посвященный анализу КУ в холдингах и бизнес-группах. Авторы этого блока, С. Б. Авдашева и Т. Г. Долгопятова, являются основными специалистами по этим вопросам в России. В данной статье автор рассматривает конструирование методов КУ со стороны доминирующего собственника<sup>3</sup>. Проводится интересный анализ, в котором выделены четыре группы факторов, влияющих на указанный выбор.

Первая группа факторов связана с КУ и собственностью. Здесь в качестве основного инструмента рассматривается объединение компаний в бизнес-группы; вторым инструментом выступает высокая концентрация капитала, которая дает возможность управлять советами директоров; третьим механизмом является непрозрачность, или сокрытие конечного собственника-бенефициара, что включает, в частности, офф-

шорную регистрацию. Вторая группа факторов связана с зависимостью от предшествующего развития (path dependency), примером чего являются последствия ваучерной приватизации. Третья группа факторов связана с корпоративным менеджментом и рынками: например, размер и принадлежность компании к определенному отраслевому классификатору являются косвенными измерителями сложности менеджмента. Данная проблематика касается стратегического планирования, реструктуризации и поддержки НИОКР. Наконец, четвертая группа факторов связана с рынком управленческого труда. Автор предлагает косвенную оценку заработной платы топ-менеджеров с помощью специальных прокси-переменных. По существу, это тот интересный случай, когда каждый фактор требует построения новой модели для своей идентификации. В качестве основного вывода указывается, что интегрирование бизнесов (business integration) приводит к постепенному разделению собственности и менеджмента. В результате возрастает сила совета директоров, острота агентской проблемы снижается благодаря наличию крупных акционеров, которые способны осуществлять мониторинг исполнительных директоров. Эмпирический материал не дал каких-либо подтверждений гипотезы об увеличении открытости компании. Поскольку не было выявлено никакого значимого влияния торгуемости компании на фондовом рынке на выбор формы контроля, то, по мнению автора, роль фондового рынка в России остается не очевидной.

Статья 8 посвящена рассмотрению связи между КУ и подходами к принятию решений в бизнес-группах. В ней поднимаются интересные и важные вопросы о том, чем является (российский) холдинг. В частности, гипотеза *H1* гласит, что в бизнес-группе агентская проблема отсутствует, так как это вообще не компания, а чисто искусственное образование. В гипотезе *H2* утверждается, что в России агентская проблема может быть решена в результате конвергенции собственности и менеджмента — процесса, харак-

<sup>3</sup> Отметим, что абсолютно другие решения для развитой рыночной экономики предлагаются в статье [Пагано, Роелл, 2009].

терного для нашей страны. Отметим, что такое решение агентской проблемы противоречит как международному опыту, так и общей теории. Гипотеза *H3* касается другого подхода к решению агентской проблемы — наведения дисциплины на исполнительный менеджмент, а именно — через развитие внутренних инструментов КУ, включая советы, независимых директоров и внутренний аудит. Согласно гипотезе *H4*, агентская проблема может быть решена с помощью собственника, имеющего дополнительную переговорную силу (например, государства как доминирующего собственника). Наконец, гипотеза *H5* навеяна теорией контрактов и гласит, что исполнительный менеджмент в бизнес-группах дисциплинируется самими выгодами от принадлежности к группе. Гипотезы *H1–H4* тестируются на той же единой выборке 2005 г.

Для решения гипотезы *H1* рассматриваются два принципиально различных подхода к осуществлению управленческих решений в бизнес-группах: централизация и сетевой подход с учетом интересов стейкхолдеров. На исследуемой выборке не удалось получить однозначного результата о доминировании централизованного или децентрализованного подхода. В целом по итогам анализа сделано заключение о том, что отвергнуть гипотезы *H2–H4* нельзя, при этом существуют некоторые свидетельства в пользу гипотезы *H2*. Непосредственным продолжением статьи 8 является статья 9, в которой приводятся эконометрические доводы в пользу выполнения гипотезы *H5*.

Кредитор является одной из сторон агентской проблемы. Долговое банковское финансирование рассматривается в качестве желательного источника развития огромным количеством российских бизнесов. В связи с этим статья 10 посвящена роли банковского сектора как кредитора бизнеса для компаний, включенных в рассматриваемую выборку. Автор предваряет статистический анализ содержательной таблицей 10.1, показывающей изменение роли Сбербанка РФ, который в 1990-е гг., по сути, выступал в качестве одного из меха-

низмов заимствования средств населения государством, так как регулярно покупал гособлигации на значительные суммы за счет средств, депонированных своими вкладчиками (населением). На рубеже 1990–2000-х гг. характер операций Сбербанка изменился. В табл. 10.2 книги отражено участие Сбербанка в долговом финансировании крупнейших российских компаний в 2002–2005 гг. Статистический анализ проведен на основе все той же выборки компаний исследования, 2/3 из них получали кредиты от Сбербанка. В качестве первой гипотезы автор доказывает, что малые фирмы испытывают серьезные трудности с доступом к внешнему финансированию. Отметим, что данный результат не может удивить. Также была изучена гипотеза о том, что компании, для которых основным источником долгового финансирования являлся Сбербанк, имеют особые отношения с государством и структурами, связанными с государством (автор рассматриваемой статьи склоняется к тому, что эта гипотеза правдоподобна (р. 253)).

Статья 10, несмотря на то что в ее названии упоминается весь банковский сектор, касается исключительно вклада Сбербанка. С точки зрения денежных потоков это не лишено оснований, так как Сбербанк является одним из крупнейших каналов государственного кредитования в рамках различных программ. Вызывает, однако, некоторое удивление тот факт, что комплекс статей 7–9, посвященных холдингам, и статья 10 совсем не затрагивают тематику, которая была весьма заметной в исследованиях 1990-х гг. Роль идет о финансово-промышленных группах (ФПГ). В указанный период в состав ФПГ могло входить несколько банков, осуществлявших все операции холдинга и не занимавшихся внешними операциями, — такие банки были весьма надежными. Часто логика ФПГ сравнивалась с эффективным функционированием японских кейрецу. Что заставило авторов монографии даже не полемизировать на данную тему, хотя они сами ссылаются (р. 231) на ряд исследований

Я. Паппе, активно работавшего в данной области? При этом вхождение в холдинг банковских структур даже не рассматривается в качестве индикатора.

Статья 11 посвящена анализу факторов вхождения компаний в бизнес-ассоциацию.

В статье 12 на основе все той же базы данных анализируется вопрос о роли определенных взаимоотношений между компанией и государством. Статистический анализ привел к результатам, отличным от тех, к которым пришли многие зарубежные исследователи, а именно: в начале 2000-х гг. качество КУ было выше в компаниях с государственным контролем, в компаниях с большим пакетом акций у государства или в компаниях из регулируемых (государством) отраслей. Вместе с тем политические связи компаний, а также наличие доминирующего собственника либо топ-менеджера, который занимал бы высокие позиции в иностранных компаниях в России или за рубежом, не оказывают значимого влияния на качество КУ.

## 2. Анализ статьи 4

Остановимся подробнее на статье 4, посвященной структуре советов директоров российских компаний — единственной статье, статистические и содержательные результаты которой вызывают сомнения. Автор, профессор И. Ивасаки, рассматривает модели для трех объясняемых переменных: (1) количества членов совета директоров; (2) доли внешних директоров (в %); и (3) того факта, что председатель совета директоров является аутсайдером. В качестве объясняющих переменных используется большой набор факторов, связанных с управлением, ведением бизнеса, структурой собственности, принадлежностью к холдинговым структурам, а также размер компании, финансовые показатели, показатели диверсификации бизнеса, интенсивность НИОКР и др. Автор проверяет справедливость целого ряда гипотез (р. 107), например: с ростом диверси-

фикации бизнеса растет количественный состав совета директоров; с ростом интенсивности НИОКР уменьшается численность совета директоров; с ростом конкуренции на продуктивном рынке уменьшается количество внешних директоров; факт аффилированности с холдингом или бизнес-группой влечет увеличение количества внешних директоров.<sup>4</sup>

Представляется, что анализ первых двух задач (моделей (1) и (2)) проведен некорректно. Начнем с того, что до регрессий должна быть проанализирована дескриптивная статистика. Часто уже она в точности выявляет ситуацию, в том же случае, когда этого не происходит, регрессии «из компьютера» выглядят не очень убедительно. В нашем случае основная проблема возникает с числом членов совета директоров.

Следует отметить, что в подавляющем большинстве стран численность совета директоров, его состав по различным критериям (независимость, пол) жестко регулируются законодательством. Не является исключением и Россия. Автор ссылается на использование закона «Об акционерных обществах» (р. 92–93), однако необходимо подчеркнуть, что в 2005 г. уже действовала современная версия закона в отношении численного состава совета (ст. 66 ФЗ «Об акционерных обществах» в редакции от 24.02.2004), о которой автор знает. Прежде всего, согласно закону минимальное число директоров в совете составляет 5 человек. Тем самым появление в выборке 40 компаний с 3 директорами и 27 компаний с 4 директорами требует объяснения,

<sup>4</sup> Судя по всему, автор подходит к понятию «внешний директор» формально, определяя его просто как человека, не работающего в рассматриваемой организации. Однако в нашей ситуации внешние директора будут назначены головной компанией и тем самым с точки зрения более широкого понимания концепции «независимого директора» будут трактоваться как зависимые директора-инсайдеры. Трудно придать какую-либо управленческую интерпретацию такому пониманию понятия «внешний директор» в случае холдинга.

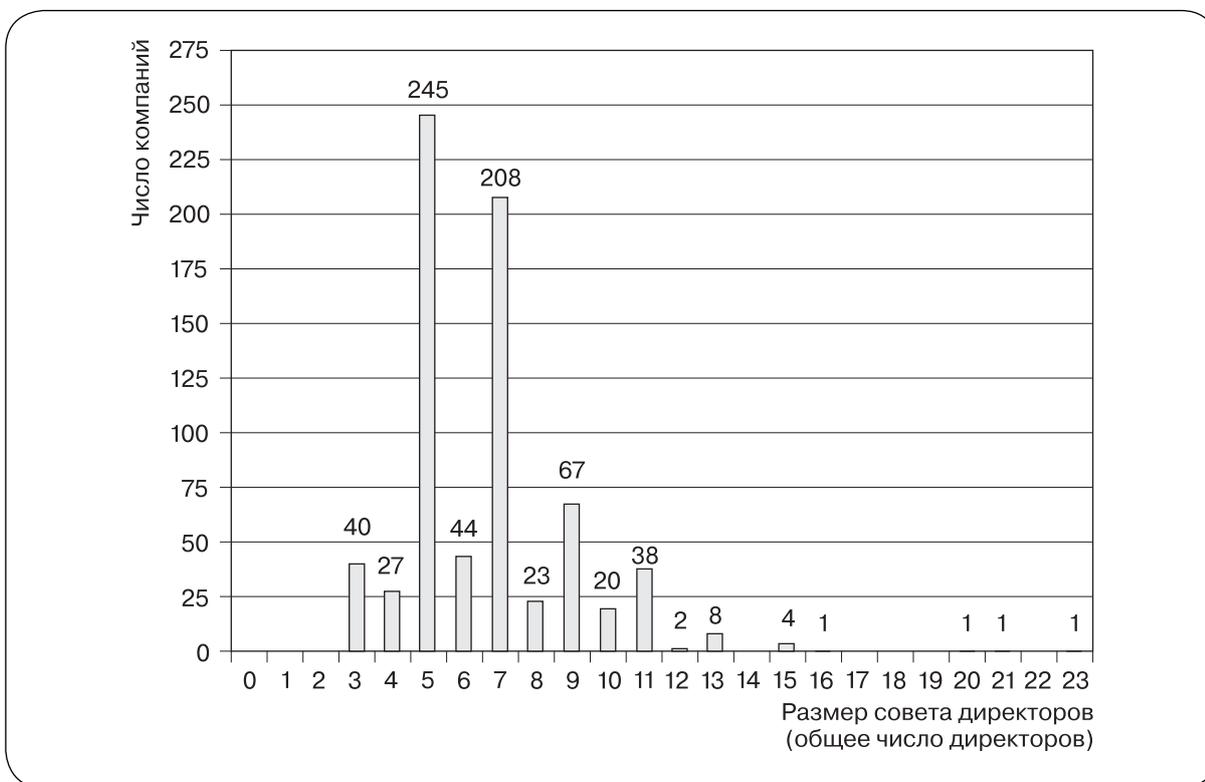


Рис. 1. Гистограмма распределения компаний по числу членов совета директоров  
 Источник: [Dolgopyatova, Iwasaki, Yakovlev, 2009; Figure 4.1, p. 98].

которое отсутствует. Ведь 9% компаний выборки находятся в состоянии противоречия с законодательством. В этой связи естественно было бы ожидать внимания исследователя к данному факту. Имеется два возможных его объяснения: либо нарушение российского законодательства (что менее вероятно, хотя кому-то могло не хватить года на осознание закона); либо неполное понимание респондентами того, о чем их спрашивают. Дело в том, что в течение года между общими собраниями акционеров некоторые из директоров могут выбывать из активной деятельности (по причине болезни, смерти, личных обстоятельств и пр.). Согласно закону, количество членов совета директоров соответствует не числу фактически работающих членов, а количеству, утвержденному собранием акционеров. Это относительно тонкий юридический момент, но он соответ-

ствует и экономическому смыслу: важен выбор акционеров, а не текучесть в течение года.

Заметим, однако, что тот же эффект ошибки респондентов может сработать не только на левом краю выборки, с наименьшим числом директоров (где он виден), но и по всей выборке (где он не виден). Это ставит под сомнение факт наличия 44 компаний с 6 директорами и 23 — с 8 директорами (если экстраполировать те же 9% ошибки). Тогда, по существу, дисперсия числа директоров в выборке полностью определяется количеством компаний с 5, 7 и 9 членами совета директоров. Вместе с тем в уже упомянутом законе об АО указывается жесткая нижняя граница численности директоров в зависимости от числа акционеров, а именно: в компаниях с числом владельцев голосующих акций общества более 1 тыс. количественный состав совета не может быть

менее 7 членов, а в обществах с числом владельцев голосующих акций общества более 10 тыс. — менее 9 членов. Очевидно, что с учетом этого замечания регрессию можно не строить — вариативности ряда нет.<sup>5</sup>

Интересно, что подавляющее большинство компаний выборки не осуществляет никакого выбора, а останавливается на законодательном минимуме. Это отмечает и сам И. Ивасаки (р. 98) (см. также: [Iwasaki, 2008; р. 541]<sup>6</sup>). Отметим, что если бы вариативность присутствовала и регрессия имела смысл, то нужно было бы использовать модификацию статистических методов в случае наличия ограничений на объясняемые переменные. Исследование доли неисполнительных директоров имеет смысл, но вызывает сомнения в силу указанной возможной неточности в ответах респондентов; к анализу вопроса о председателе совета директоров никаких претензий нет.

Отдельно отметим формально не имеющее никакого отношения к рассматриваемой статье исследование специалистов по КУ из Мичиганского университета [Ahern, Dittman, 2010], касающееся анализа структуры совета директоров. А именно: в 2003 г. в Норвегии впервые в мировой практике было введено законодательно закрепленное правило, требующее, чтобы в составе совета директоров любой публичной компании при-

существовало не менее 40% женщин. Причем на момент введения этого закона данный показатель в среднем составлял лишь 9%. По существу, это означало его шоковое изменение, влекущее за собой изменение таких параметров, как образовательный уровень членов совета, опыт работы в совете директоров и пр. Исследование панели данных с использованием распространенной финансовой техники *event studies* показало снижение капитализации компаний, которое объяснялось не полом новых членов советов директоров, а их более молодым возрастом и отсутствием опыта работы на руководящих должностях. Это подчеркнуло основные характеристики членов советов директоров, оказывающие влияние на капитализацию компании. Фактически, в Норвегии введение нижней границы существенным образом повлияло на ценность компаний, так как заставило их искать замену более опытных членов совета директоров директорами из определенной группы. Итак, мы видим, что сам совет директоров и его отдельные члены существенным образом влияют на ценность. Более того, становится понятно, действуя в каком направлении можно достичь улучшений. В противоположность этому данные о российской выборке компаний не подтверждают желаний фирм добиться определенной оптимизации своей результативности за счет формирования совета директоров.

### 3. Попытка рецензента сделать общие выводы

Переходя к оценке роли рассматриваемой монографии в целом, начнем с методологического замечания о том, что необходимость различать исследования по экономике и по менеджменту стала сегодня настоятельной как никогда. Экономическое исследование раскрывает взаимосвязь между различными факторами. Управленческое исследование, включая, безусловно, и аналогичный экономический анализ, должно дополнительно отвечать на вопрос, какие управленческие решения нам подсказывают полученные зависимости.

<sup>5</sup> Автора статьи в рецензируемой монографии также явно смущает вопрос о дисперсии данных, и он приводит данные для выборок компаний в других странах (р. 96–97). Сравнение этих выборок, однако, не корректно, так как в одном случае речь идет о сознательном многофакторном выборе (что предполагает индивидуальную случайность), а в другом — этого не наблюдается и по мнению самого автора (р. 98).

<sup>6</sup> В работе [Iwasaki, 2008, р. 539–540] автор подробнее останавливается на описании выборки. Выясняется, что, к сожалению, в большинстве случаев количество акционеров в компании исследователю не было известно. По сути, объясняемая переменная определялась не факторами регрессии, а «скрытой» переменной — одним из трех вариантов численности акционеров. Это делает неадекватными многие гипотезы, в частности, те, которые были сформулированы нами в начале раздела.

Сделать выводы из работы с многочисленными регрессиями, как показывает обширный редакционный опыт, чрезвычайно трудно. Сами авторы монографии ограничиваются ровно двумя страницами (р. 307–308). Основной нетривиальный вывод — рациональность ведения бизнеса в рамках бизнес-группы в условиях несовершенного институционального окружения, не способного защитить права и интересы собственников компаний.

Название монографии шире тематики корпоративного управления — это развитие российского бизнеса. Даже если ограничить тему в основном КУ, то более широкий взгляд на проблему может помочь лучше понять результаты исследования.

Начнем с метода исследования. Международная академическая «политкорректность» при работе с регрессиями требует использования случайным образом отобранных данных, делегируя сам их сбор (полевые работы) «сторонней» организации во избежание «искажения данных исследователем». В свою очередь работа сторонней организации обязательно вносит искажение в формирование репрезентативной базы данных в соответствии с принципами, заложенными исследователем в программу, — трудно контролировать влияние неизбежных многочисленных отказов по всем направлениям репрезентативности. Когда мы говорим о сборе данных о компаниях, встает вопрос о степени их однородности, на основе чего надо решать вопрос о достаточности их числа. Обычно применяются подходы, типичные для социально-экономических и политологических опросов населения. Известно, что хорошую предсказуемость поведения генеральной совокупности здесь можно получить на весьма небольшой выборке (что объясняется наличием сравнительно небольшого количества типов респондентов, если мы рассматриваем их не как личности, а объекты конкретного опроса). Не ясно, распространяется ли данный подход на обследование компаний. С одной стороны, экономика за-

частую просто предлагает модели с многими «репрезентативными представителями». Тогда все хорошо. Наоборот, менеджмент исходит из уникальности ресурсов компаний, которые и определяют их долгосрочные результаты. Здесь возникают трудности. По существу, никакой объем выборки не даст возможности экстраполировать результат регрессий на генеральную совокупность. Можно сказать, что анализируются свойства конкретной выборки при сомнительных возможностях обобщений. В каких же случаях такие обобщения (экстраполяция) возможны? Если компании в целом достаточно однородны. Тогда значимые коэффициенты регрессии в самом деле будут показывать возможные последствия изменений результата. Трудно придумать реальные примеры такой ситуации, хотя есть основания полагать, что в плановой экономике СССР дело с однородностью обстояло значительно лучше, чем в рыночной экономике — уникальность не приветствовалась, а ресурсы централизованно распределялись. Не исключено, что нынешняя Россия все еще испытывает такого рода зависимость от исторического пути, а тогда метод вполне корректен, но при этом все равно требует своего осмысления.

Подумаем теперь о том, что мы получаем в результате регрессии, — средние результаты по выборке при данных значениях факторов. Так как реальные выборки всегда неоднородны, то в худшем случае сами регрессии могут не иметь отношения ни к одному из объектов. Как было отмечено, мы предполагаем вместе с авторами книги, что это не так, — имеется большая однородная группа компаний, определяющая средние и имеющая правильно работающие коэффициенты регрессии. С точки зрения менеджмента рецензент назвал бы эту превалирующую группу объектов термином «болото». «Болото» может быть и комфортным, но не оно определяет тренд роста или тренд упадка. Проиллюстрируем эту идею на стилизованном примере.

По-видимому, уже широко принятая в управленческом сообществе стратегическая идея «подрывных» инноваций К. Кристенсена (подр. см.: [Бухвалов, Катъкало, 2004, с. 63–66; Кристенсен, Овердорф, 2004]) поясняет, что точки роста определяются вовсе не статистическим большинством, а нетипичными (часто считающимися худшими) компаниями. Проиллюстрируем, что получится с регрессиями на примере зарождения отрасли производства персональных компьютеров (ПК) во второй половине 1970-х гг. Предположим, что построена регрессия для отрасли по производству компьютеров в США, где единственный производитель ПК — компания Apple — занимает более чем скромное положение. Пусть объясняемой переменной будет любой показатель результативности, а среди факторов рассмотрим долю комплектующих, разработанных и произведенных самой компанией. Для грандов отрасли, включая, по общему мнению, наиболее вероятного кандидата на успех с ПК — компанию DEC, эта доля была весьма высока, а коэффициент регрессии для выборки в целом значим и положителен. Однако компания DEC так и не смогла с четырех попыток освоить выпуск ПК именно из-за «опоры на собственные силы». Apple же всегда широко пользовалась аутсорсингом, что позволяло небольшой команде быстро продвигать инновационный продукт. Этот пример, по существу, заимствован из работ К. Кристенсена. Регрессионный тренд ведет из комфортного «болота» в небытие. Найденные для «болота» зависимости говорят о том, что есть, но не о том, что хорошо. Это типичный позитивный экономический подход, малопригодный для управленческих решений.

Отметим, что существует еще и неполиткорректный подход исследователя к подготовке данных, когда они подбираются по определенному принципу, а не случайно. Примером крайне успешной реализации такого подхода является статья [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005], а также другие связанные с ней работы. Представляется, что возможности

такого подхода еще не были использованы в России.

В работе [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005], оказавшей огромное влияние на академическую литературу по КУ и не только на нее, но и на философию КУ также, показано, что во многих развитых странах весьма высока доля государства как конечного собственника; типы КУ разнообразны, и никакой из этих типов не является привилегированным с точки зрения результативности; текущая система законодательства и судебной власти не оказывает мгновенного влияния на перестройку философии КУ — основную роль играет длительная история использования той или иной системы права (т. е. path dependency). В указанной статье был использован огромный эмпирический материал по многим странам и компаниям — безусловно, чрезвычайно дорогостоящий и вовсе не случайным образом сформированный. Авторам впервые в истории удалось построить цепочки, выявляющие конечных собственников (это само по себе выдающееся достижение). Однако если мы посмотрим на управленческую интерпретацию этой эпохальной работы, то для отдельного инвестора, собственника, банкира, менеджера она не подсказывает никаких правил принятия решений: мы можем только смириться с тем, что живем в том мире, в котором живем. Статья, несомненно, важна для умного законодателя, собственника, менеджера — но только в мировоззренческом контексте. Это работа по экономике, а не по менеджменту, как и многие другие труды авторов статьи [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005] и их последователей.

Наконец, нельзя не отметить третий класс регрессионных моделей. Если в предыдущих двух типах моделей факторы придумывал исследователь на свой вкус, то в этом случае речь идет об эконометрической идентификации параметров теоретических математических моделей. Примером является модель ценообразования на капиталные активы (CAPM) и ее вариации, являющиеся моделями общего экономического равновесия. В этом случае задача постро-

ения эконометрических моделей регрессионного типа для оценки хорошо интерпретируемых экономических параметров совершенно адекватна.

Теперь перейдем к общей картине устройства российского бизнеса. К сожалению, эта картина оказывается довольно безрадостной, если рассматривать вопрос с точки зрения активного принятия компаниями решений<sup>7</sup>: (1) число членов совета директоров определяется по законодательному минимуму — без содержательного выбора; (2) принадлежность к бизнес-группе выгодна, но не является сознательным выбором компании (как это имеет место при анализе устойчивости неформальных сетей компаний), а определяется в конечном итоге старыми связями в рамках цепочки министерства — главки — номенклатура — прочие властные структуры; (3) оффшорные собственники — неизбежное явление защиты собственности, что подтверждает звонкую характеристику экономики России как экономики физических лиц, выкованную Г. Б. Клейнером [Клейнер, 1996]; (4) фондовый рынок не нужен описанному выше бизнесу. Сами по себе холдинговые структуры — не враг эффективному производству и инновациям — достаточно вспомнить в этой связи корейские чеболи. Но какова ситуация в России?

Посмотрим, что следует из описанной картины для нашей практики. Напомним, что уже длительное время обсуждаются инициированные российскими властями проекты формирования в России международного финансового центра и создание центра инноваций (в Сколково). Очевидно, что утверждение (4) прямо противоречит первому проекту, в то время как второй проект действительно может выразиться в создании холдинговой структуры, ищущей для себя уникальных предпочтений через

<sup>7</sup> По сути, получаем равновесную картину из микроэкономики, когда никто не заинтересован в изменении существующего status quo. Пункты (1)–(4) ниже сформулированы с некоторой полемической обостренностью.

механизмы лоббирования. Это, однако, будет продолжением традиционного советского пути развития НИОКР и их внедрения в производство. Как известно, это не очень гладко осуществлялось и в предыдущие времена, и совсем мало шансов, что будет успешно реализовано в рыночной экономике. Альтернативой требованиям привилегированной государственной политики является развитие венчурных бизнесов. В принципе именно это и задумано структурами «Роснано». Однако отличие от того инновационного пути, по которому идут успешные в этой области страны, заключается в мотивации команды венчурного бизнеса. Каждый старт-ап «мечтает стать генералом», т. е. в случае успеха быстро выйти на IPO, что превратит большую часть сотрудников в миллионеров, а основателей — в мультимиллионеров.<sup>8</sup> Недаром в учебнике [Брейли, Майерс, 2007] глава 15, посвященная IPO, начинается именно с темы венчурного капитала. Таким образом, получается, что без достаточно массового развития фондового рынка невозможно задействовать принятые в мире механизмы мотивации инноваций. Получение скромной зарплаты в рамках государственного холдинга едва ли является серьезной рыночной мотивацией. По существу, носители инновационных идей либо будут «скупаться» как физические лица, либо перейдут в категорию, называемую «утечка мозгов».

Сопоставим описанную выше картину с оценкой глобальной конкурентоспособности российского бизнеса и финансов, которая проводится группами независимых экспертов в рамках Всемирного экономического форума ([www.weforum.org](http://www.weforum.org)). Общая оценка за 2010 г. ставит Россию на 63-е место в рейтинге из 133 стран, причем непосредственно выше России стоит Шри-Ланка, а ниже — Уругвай. Кроме того,

<sup>8</sup> Подчеркнем, что обогащение осуществляется не за счет потребителя продукции, что приводит к неоправданно высоким ценам на любую нетривиальную деятельность в России, а за счет фондового рынка.

по показателю соответствия бизнес-решений современным требованиям (business sophistication) Россия занимает 101-е место из тех же 133 стран, а по соответствию современным требованиям в области финансовых рынков (financial market sophistication) — 52-е из 57 стран. Если же вернуться к узкой тематике рассматриваемой книги, то по показателю КУ Россия занимает 54-е место в рейтинге из 57 стран (все данные приведены на 2010 г., но в качественном смысле они не сильно варьируют в течение последнего времени). Таким образом, наше «болото» оценено как некомфортное. Низкие показатели соответствия современным требованиям хорошо коррелируют с наблюдениями (1)–(4).

Свидетельствует ли все сказанное о безнадежном состоянии российского бизнеса? Думается, что нет. В результате использования средних цифр, полученных из статистики (это метод и рецензируемой монографии, и методики Всемирного форума), мы получаем оценку состояния «болота». Менеджмент в отличие от экономики имеет дело не с репрезентативными предприятиями, а с индивидуальными компаниями, обладающими уникальными ресурсами. Как отмечалось, часть из них функционирует совсем по иным экономическим законам, нежели «болото», определяя точки роста.

И такие точки роста мы можем видеть в России, которая начиная с 2005 г. занимает верхние позиции в том же рейтинге Всемирного экономического форума по интенсивности IPO. Конечно, процесс успешных IPO не обязательно означает создание

мощного российского фондового рынка, так как компании размещают свои акции на зарубежных биржах. Но все же это означает абсолютно другой подход к КУ, схемам компенсаций, формированию совета директоров, прозрачности и т. д. Конечно, несколько десятков IPO «тонут» в случайных выборках из 50 с лишним тысяч ОАО и почти 400 тысяч ЗАО (см.: [Ивасаки, 2006, с. 56]), хотя торгуемые на фондовом рынке компании производят большую часть ВВП, а многие из них уже стали по-настоящему многонациональными крупными корпорациями. Россия относится также к числу лидеров по слияниям и поглощениям, в том числе и международным. Менеджмент как наука это замечает. Экономика, основанная на изучении регрессий, построенных по случайным выборкам, с почти 100%-й вероятностью не может этого заметить.

В целом рецензируемая монография является высококвалифицированно выполненным отчетом о проведении масштабного полевого исследования устройства бизнеса в России. Работу можно рекомендовать в качестве методического руководства всем тем, кто готовит отчеты по международным грантам как образец презентации<sup>9</sup>. Монография продвигает наше понимание функционирования российских холдинговых структур. Безусловно, она вносит заметный вклад в изучение экономики России.

<sup>9</sup> Именно учитывая высокую методологическую значимость этой публикации для активно работающих российских исследователей, мы подробно остановились на отдельных недостатках в подразделе, посвященном статье 4.

## ЛИТЕРАТУРА

- Авдашева С. Б. 2005. Бизнес-группы как форма реструктуризации предприятий: движение вперед или шаг назад? *Российский журнал менеджмента* 3 (1): 3–26.
- Брейли Р., Майерс С. 2007. *Принципы корпоративных финансов*. М.: Олимп-Бизнес.

- Бухвалов А. В. 2004. Теория фирмы и теория корпоративного управления. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Серия Менеджмент* (4): 99–117.
- Бухвалов А. В. 2005. Корпоративное управление как объект научных исследований.

- Российский журнал менеджмента* 3 (3): 81–96.
- Бухвалов А. В. 2006. Корпоративное управление как реальность. *Российский журнал менеджмента* 4 (1): 131–134.
- Бухвалов А. В. 2009. Почему компании становятся публичными? Теория и практика IPO. *Российский журнал менеджмента* 7 (1): 69–78.
- Бухвалов А. В., Катъкало В. С. 2004. Новые тенденции в концептуализации стратегического управления инновациями. *Российский журнал менеджмента* 2 (4): 59–66.
- Дженсен М. К., Меклинг У. Х. 2004. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Серия Менеджмент* (4): 118–191.
- Джиллис Дж., Барта П., Леблан Р. 2006. Структура против функции: эволюция корпоративного управления (на примере США). *Российский журнал менеджмента* 4 (1): 147–162.
- Долгопятова Т. Г. 2007. Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления? *Российский журнал менеджмента* 5 (3): 27–52.
- Долгопятова Т. Г., Ивасаки И., Яковлев А. А. 2007. *Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития*. М.: ИД ГУ–ВШЭ.
- Ивасаки И. 2006. Корпоративное право и организационный выбор: открытые и закрытые акционерные общества в России. *Российский журнал менеджмента* 4 (3): 55–76.
- Исследование практики корпоративного управления в России: сравнительный анализ по итогам 2004–2009 гг. 2011. *Российский журнал менеджмента* 9 (1): 57–126.
- Клейнер Г. Б. 1996. Современная экономика России как «экономика физических лиц». *Вопросы экономики* (4): 86–93.
- Кристенсен К., Овердорф М. 2004. Организационный ответ вызову «подрывных» технологий. *Российский журнал менеджмента* 2 (4): 97–112.
- Ла Порта Р., Лопес-де-Силанес Ф., Шлейфер А. 2005. Корпоративная собственность в различных странах мира. *Российский журнал менеджмента* 3 (3): 97–148.
- Монтгомери С. А., Кауфман Р. 2006. Утраченная связь между Советом директоров и акционерами. *Российский журнал менеджмента* 4 (1): 135–146.
- Муравьев А. А. 2003. Обновление директорского корпуса на российских приватизированных предприятиях. *Российский журнал менеджмента* 1 (1): 77–90.
- Пагано М., Панетта Ф., Зингалес Л. 2009. Почему компании становятся публичными? Результаты эмпирического анализа. *Российский журнал менеджмента* 7 (1): 109–148.
- Пагано М., Роелл Э. 2009. Выбор структуры собственности компании: агентские затраты, мониторинг и решение о превращении компании в публичную. *Российский журнал менеджмента* 7 (1): 79–108.
- Яковлев А. А. 2005. Эволюция стратегий взаимодействия бизнеса и власти в российской экономике. *Российский журнал менеджмента* 3 (1): 27–52.
- Ahern K., Dittmar A. 2010. *The Changing of the Boards: The Value Effect of a Massive Exogenous Shock*. Working Paper. University of Michigan, Ross School of Business. <http://webuser.bus.umich.edu/adittmar/NBD.2010.03.28.pdf>
- Berle A. A., Means G. C. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan: N. Y.
- Dolgopyatova T. G., Iwasaki I., Yakovlev A. A. (eds.). 2009. *Organization and Development of Russian Business: A Firm-Level Analysis*. Palgrave Macmillan: N. Y.
- Iwasaki I. 2008. The determinants of board composition in a transforming economy: Evidence from Russia. *Journal of Corporate Finance* 14 (5): 532–549.
- Kim K. A., Nofsinger J. R., Mohr D. J. 2010. *Corporate Governance*. 3rd ed. Pearson: Upper Saddle River, N. J.

**Латинская транслитерация литературы, набранной на кириллице**  
**The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet**

- Avdasheva S. B. 2005. Biznes-gruppy kak forma restrukturizatsii predpriyatij: Dvizhenie vpered ili shag nazad? *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 3 (1): 3–26.
- Brealey R., Mayers S. 2007. *Printsiipy Korporativnykh Finansov*. Per. s angl. M.: Olimp-Biznes.
- Bukhvalov A. V. 2004. Teoriya firmy i teoriya korporativnogo upravleniya. *Vestnik S.-Peterburgskogo un-ta. Seriya Menedzhment* (4): 99–117.
- Bukhvalov A. V. 2005. Korporativnoe upravlenie kak ob'ekt nauchnykh issledovanij. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 3 (3): 81–96.
- Bukhvalov A. V. 2006. Korporativnoe upravlenie kak real'nost'. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 4 (1): 131–134.
- Bukhvalov A. V. 2009. Pochemu kompanii stanovyatsya publichnymi? Teoriya i praktika IPO. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 7 (1): 69–78.
- Bukhvalov A. V., Katkalo V. S. 2004. Novye tendentsii v kontseptualizatsii strategicheskogo upravleniya innovatsiyami. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 2 (4): 59–66.
- Jensen M. K., Meckling W. 2004. Teoriya firmy: Povedenie menedzherov, agentskie izderzhki i struktura sobstvennosti. *Vestnik S.-Peterburgskogo un-ta. Seriya Menedzhment* (4): 118–191.
- Gillis G., Bartha P., Leblanc R. 2006. Struktura protiv funktsii: Evolyutsiya korporativnogo upravleniya (na primere SSHA). *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 4 (1): 147–162.
- Dolgopyatova T. G. 2007. Empiricheskij analiz korporativnogo kontrolya v rossiiskikh kompaniyakh: kogda krupnye aktsionery otkhodyat ot ispolnitel'nogo upravleniya? *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 5 (3): 27–52.
- Dolgopyatova T. G., Ivasaki I., Yakovlev A. A. 2007. *Rossiiskaya Korporatsiya: Vnutrennyaya Organizatsiya, Vneshnie Vzaimodejstviya, Perspektivy Razvitiya*. M.: ID GU–VSHE.
- Ivasaki I. 2006. Korporativnoe pravo i organizatsionnyj vybor: Otkrytye i zakrytye aktsionernye obshchestva v Rossii. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 4 (3): 55–76.
- Issledovanie praktiki korporativnogo upravleniya v Rossii: sravnitel'nyj analiz po itogam 2004–2009 gg. 2011. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 9 (1).
- Kleiner G. B. 1996. Sovremennaya ekonomika Rossii kak «ehkonomika fizicheskikh lits». *Voprosy Ekonomiki* (4): 86–93.
- Kristensen K., Overdorf M. 2004. Organizatsionnyj otvet vyzovu «podryvnykh» tekhnologij. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 2 (4): 97–112.
- La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A. 2005. Korporativnaya sobstvennost' v razlichnykh stranakh mira. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 3 (3): 97–148.
- Montgomeri S. A., Kaufman R. 2006. Utrachennaya svyaz' mezhdu Sovetom direktorov i aktsionerami. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 4 (1): 135–146.
- Muravyev A. A. 2003. Obnovlenie direktorskogo korpusa na rossiiskikh privatizirovannykh predpriyatiyakh. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 1 (1): 77–90.
- Pagano M., Panetta F., Zingales L. 2009. Pochemu kompanii stanovyatsya publichnymi? Rezul'taty empiricheskogo analiza. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 7 (1): 109–148.
- Pagano M., Roell E. 2009. Vybor struktury sobstvennosti kompanii: Agentskie zatraty, monitoring i reshenie o prevrashhenii kompanii v publichnuyu. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 7 (1): 79–108.
- Yakovlev A. A. 2005. Evolyutsiya strategij vzaimodejstviya biznesa i vlasti v rossijskoj ekonomike. *Rossiiskij Zhurnal Menedzhmenta* 3 (1): 27–52.

Статья поступила в редакцию  
10 марта 2011 г.