

НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

РОССИЙСКАЯ КОРПОРАЦИЯ НА 20-ЛЕТНЕМ ГОРИЗОНТЕ: СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ, РОЛЬ ГОСУДАРСТВА И КОРПОРАТИВНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

А. А. ЯКОВЛЕВ

Институт анализа предприятий и рынков ГУ–ВШЭ

Ю. А. ДАНИЛОВ

Центр развития фондового рынка

Статья посвящена анализу эволюции модели российской корпорации в среднесрочной перспективе. В ней выделяются основные внутренние и внешние факторы, определяющие развитие российских корпораций. На этой основе приводятся прогнозные оценки устойчивости тенденции к улучшению корпоративного управления, открытости российских компаний по отношению к фондовому рынку (включая не только рынки облигаций, но и рынок акций), а также влияния политики правительства в сфере отношений собственности на поведение как российских частных компаний, так и инвесторов.

Высокий интерес к проблемам корпоративного управления в 1990-е гг. в числе прочих факторов объяснялся массовой

трансформацией отношений собственности в странах с переходной экономикой. Этот масштабный институциональный

Первая версия данной статьи была подготовлена авторами для конференции «Россия через четверть века — стратегия развития», организованной АНЦЭА в октябре 2005 г. в Москве. Авторы признательны Л. М. Григорьеву, пригласившему их к участию в этой конференции, а также благодарят С. Б. Авдашеву, Т. Г. Долгопятову, Р. И. Капелюшникову и Б. В. Кузнецова за высказанные ими замечания и комментарии на предварительном обсуждении тезисов доклада на рабочем семинаре в Институте анализа предприятий и рынков ГУ–ВШЭ. Авторы благодарны участникам конференций «Корпоративное управление и устойчивый рост: стратегические решения и корпоративная эффективность» (Москва, октябрь 2006 г.) и «Corporate Governance in post-sozialistischen Volkswirtschaften» (Бремен, декабрь 2006 г.) за их вопросы и критические замечания. При доработке статьи большую роль сыграли замечания двух анонимных рецензентов, которым авторы выражают свою искреннюю признательность.

© А. А. Яковлев, Ю. А. Данилов, 2007

эксперимент привлек внимание большого числа известных исследователей [Boysko, Shleifer, Vishny, 1995; Eslund, 1995]. Вместе с тем результаты данного эксперимента оказались неоднозначными. В большинстве стран с переходной экономикой процесс приватизации и создания новых частных корпораций сопровождался злоупотреблениями инсайдеров и нарушениями прав акционеров в тех или иных формах [Stiglitz, 1999; Johnson et al., 2000]. При этом Россия в течение долгого времени рассматривалась как наиболее яркий пример подобных нарушений прав собственности [Black, Kraakman, Tassova, 2000].

Однако уже в начале 2000-х гг. поведение крупнейших российских компаний достаточно резко изменилось — они сами стали раскрывать информацию, начали выплачивать дивиденды, привлекать независимых директоров, внедрять другие стандарты *good corporate governance*. За этим последовало активное привлечение финансовых средств через эмиссию корпоративных облигаций в России и за рубежом, а также выход целого ряда компаний на IPO. Как следствие этого, капитализация российского фондового рынка выросла с 43 млрд долл. в 2000 г. до 961 млрд долл. в 2006 г., и Россия вошла в число лидеров среди развивающихся рынков.¹

Отдельные исследования связывали столь резкие изменения в поведении российских компаний с произошедшей концентрацией собственности [Yakovlev, 2004]. Однако высокий уровень концентрации собственности объективно огра-

ничивает ликвидность и в этом смысле является барьером для развития фондового рынка. Другой тенденцией 2000-х гг. стало явное усиление роли государства в экономике — прежде всего через укрепление позиций государственных корпораций и неформальное воздействие правительства на активность крупных частных компаний. В этой связи достаточно актуальным представляется вопрос о направлениях эволюции модели российской корпорации в средне- и долгосрочной перспективе. Насколько устойчивой окажется тенденция к улучшению корпоративного управления? В какой степени российские компании будут открыты по отношению к фондовому рынку — включая не только рынки облигаций, но и рынок акций? Какое влияние политика правительства в сфере отношений собственности будет оказывать на поведение российских частных компаний и поведение инвесторов? От ответов на эти вопросы зависят не только перспективы развития российского фондового рынка, но также способы и возможности инвестирования в российские компании.

Прежде чем отвечать на них, следует сделать несколько предварительных замечаний. Во-первых, в связи с тем, что термин «корпорация» часто используется в современной экономической литературе, необходимо уточнить его значение. Корпорация в данной статье будет рассматриваться в американском понимании — как единый бизнес, основанный на ограниченной ответственности и, как правило, включающий в себя несколько юридических лиц. Такой бизнес, вступая во взаимодействие с фондовым рынком и в целом с внешними инвесторами, приобретает форму акционерного общества. Вместе с тем отдельные юридические лица, входящие в корпорацию, могут иметь иную организационную правовую форму. В качестве синонима для понятия «корпорация»

¹ Особенно заметным влияние фактора появления новых акций на рынке (в том числе посредством IPO) стало в последние годы. Так, в 2006 г. национальная капитализация удвоилась (прирост — 103%), прирост индекса РТС составил 71%, а индекса ММВБ — 68%. Это означает, что почти треть прироста национальной капитализации в 2006 г. была обеспечена за счет выхода на рынок новых компаний.

мы также используем термин «компания».

Во-вторых, говоря о перспективах развития корпоративного управления в России, мы считаем необходимым анализировать их в более широком контексте. Предметом нашего анализа выступают не только отношения между различными группами собственников (акционеров) и отношения между акционерами и менеджерами, но также и взаимодействия корпорации с государством, потенциальными инвесторами (в том числе иностранными) и другими стейкхолдерами.

В-третьих, необходимо отметить, что в России существует много тысяч открытых акционерных обществ, которые формально можно было бы считать корпорациями [Yakovlev, 2004]. Однако мы проанализировали современное состояние и перспективы развития корпоративного управления в России лишь применительно к корпорациям с годовым объемом оборота не менее 50 млн долл. Эту группу компаний мы подразделили на средние (с годовым оборотом от 50 млн до 1 млрд долл.) и крупные (имеющие годовой оборот свыше 1 млрд долл.).

В-четвертых, безусловно, на развитие российской корпорации в ближайшие 5–7 лет и особенно в 20-летней перспективе существенное влияние окажут изменения политической ситуации и развитие гражданского общества. Однако в связи с тем, что мы не можем прогнозировать эти факторы, в нашем исследовании они не учитываются.

Статья построена следующим образом. В первом разделе рассмотрены теоретический и исторический контексты формирования российской модели корпорации. В втором разделе дана характеристика этой модели на текущий момент времени. В третьем разделе выделены вероятные тенденции эволюции российской модели корпорации в среднесрочной (5–7 лет) и долгосрочной перспективе (15–20 лет).

1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ И ИСТОРИЧЕСКИЙ КОНТЕКСТЫ

Развитие глобальных финансовых рынков, обусловленное внедрением новых информационных технологий, и расширение транснациональных потоков капитала и инвестиций стали предпосылкой бурного развития исследований в сфере корпоративного развития. Были опубликованы многочисленные работы, представившие важнейшие результаты исследования развития корпораций разных стран мира с различных точек зрения. Поведение корпораций неразрывно связано с тремя основными факторами — структурой корпоративной собственности, выбранным стилем корпоративного управления, характером корпоративного финансирования. Значительная часть работ была посвящена анализу разных моделей корпоративного управления и опиралась на проблематику переходных экономик, так как именно в последних слабости корпоративного управления проявились наиболее сильно.

Р. Ла Порта и его соавторы [La Porta et al., 1997; 1998; 1999] исследовали причины несоответствия существовавших моделей корпоративного управления новым тенденциям глобализации. Они выявили слабости этих моделей, связанные в первую очередь с недостатками правовой системы защиты интересов миноритарных инвесторов, общими недостатками законодательного обеспечения прав акционеров, низкой эффективностью систем правоприменения в области корпоративного управления. Институт защиты прав инвесторов оказывает определяющее влияние на ключевые параметры национальных финансовых рынков, в том числе на емкость, устойчивость, стоимость корпораций (а следовательно, и готовность мажоритариев выходить на рынок акций за новыми капиталами). Страны с эффективной системой защиты акционеров имеют высокую долю публичных размещений

акций [La Porta et al., 1997], что в значительной мере определяет структуру источников корпоративного финансирования. При этом существует весьма устойчивая связь между уровнем защиты инвесторов (которая формируется не только законодательством, но и системой правоприменения) и стоимостью компаний и объемом их финансирования со стороны финансовых рынков [La Porta et al., 1998; 1999].

Работы в области корпоративного управления, затрагивающие вопросы защиты инвесторов, отношений между менеджерами и собственниками, оптимизации корпоративных процедур, шли параллельно с исследованиями в области структуры финансовых ресурсов корпорации. В течение 1990-х гг. были выявлены зависимости между характеристиками инвестиционных процессов и типом финансовой системы. В работе [Dewatripont, Maskin, 1995] авторы, выделив централизованные и децентрализованные финансовые системы (с использованием в качестве критерия в том числе степени концентрации капитала), установили, что первые активно финансируют отрасли с относительно более долгосрочными проектами, а вторые — отрасли с относительно краткосрочными проектами. Децентрализованная финансовая система более совместима с отраслями, отличающимися интенсивными научно-исследовательскими и опытно-конструкторскими работами, а централизованная — с отраслями с низкой степенью неопределенности и минимальными нововведениями [Huang, Xu, 1999]. Преобладание долевого или долевого финансирования корпораций зависит от стадии экономического цикла: рынок акций быстрее снижает затраты на получение информации с повышением темпов экономического роста, поэтому в периоды ускорения экономической динамики фондовый рынок как механизм привлечения корпоративного финансирования получает опережающее развитие [Boyd, Smith, 1998]. По мере повышения уровня кон-

куренции в национальной экономике корпорации все в большей степени вынуждены прибегать к внешнему финансированию, в первую очередь с использованием возможностей финансовых рынков [Demirguc-Kunt, Maksimovic, 1998].²

Развитие корпоративного управления в странах с переходной экономикой имеет свою специфику. Для ее лучшего понимания представляется полезной классификация моделей организации крупной фирмы, предложенная в [Berglof, von Thadden, 2000]. Критически анализируя уже упоминавшийся известный цикл работ Р. Ла Порты и его соавторов, Э. Берглоф и Л. фон Тадден показали, что спектр возможных форм организации фирмы существенно шире, чем традиционно противопоставляемые фирмы с распыленной собственностью (*widely held firm*) и фирмы с концентрированной собственностью (*closely held firm*). Гораздо более массовым является случай семейной фирмы (*family firm*), для которой, однако, скорее характерны проблемы не корпоративного управления (*corporate governance*), а управления корпорацией (*corporate management*). Кроме этого, достаточно стабильным в развивающихся экономиках является феномен фирмы, неформально взаимодействующей с государством и инвесторами (*development firm*). Наконец, с 1990-х гг. самостоятельным явлением стала фирма в переходной экономике (*transition firm*), отличительная характеристика которой, по мнению Берглофа и фон Таддена, — всемогущество менеджеров при слабом сопротивлении среды.

Используя подход, предложенный Э. Берглофом и Л. фон Тадденом, мы попытались графически изобразить (рис. 1) соотношение между возможными моделями организации крупной фирмы и в этом

² В этой же работе описана ситуация с получением сверхнормальной прибыли в капиталоемких отраслях в странах с недостаточно развитым фондовым рынком, что характерно в последнее десятилетие для России.

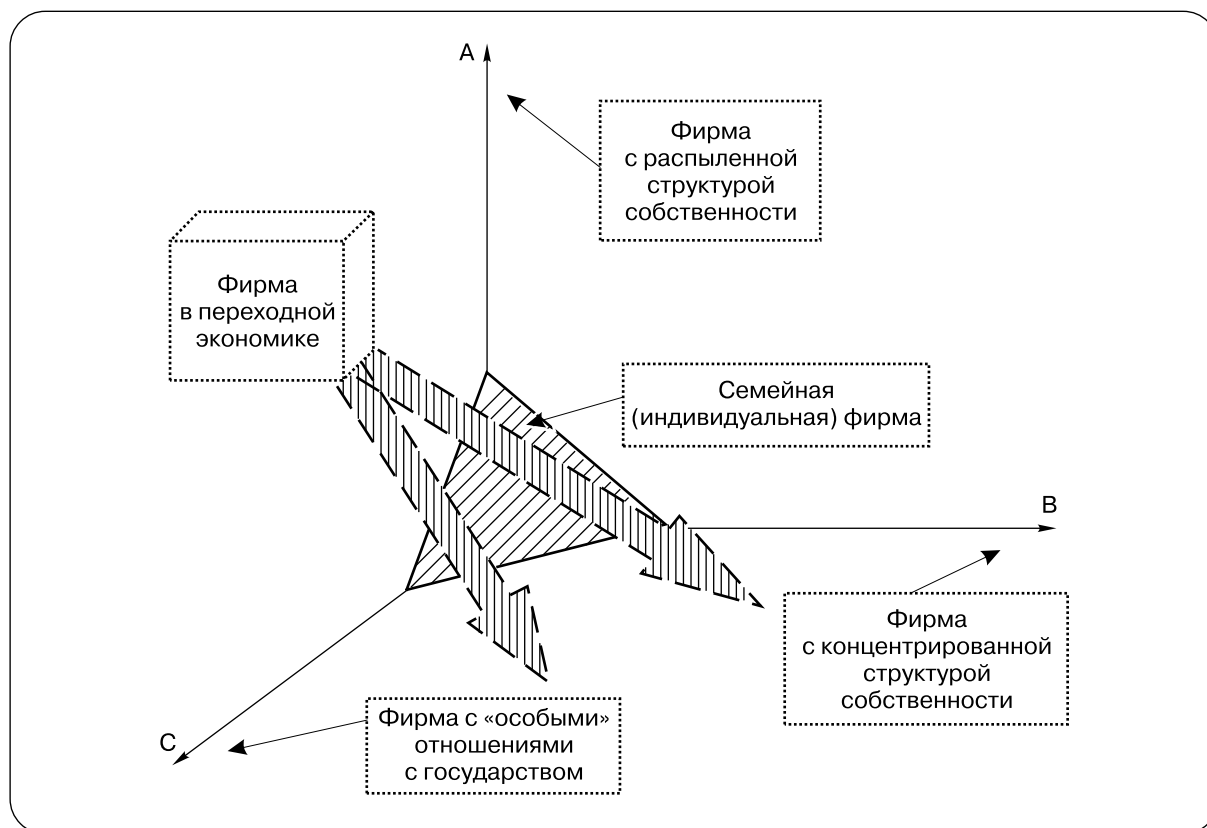


Рис. 1. Эволюция моделей организации фирмы

контексте рассмотреть направления эволюции фирмы в переходной экономике в последние годы. На рис. 1 семейная (индивидуальная) фирма расположена в центре осей координат, поскольку именно семейный бизнес исторически выступал исходной точкой развития практически всех современных крупнейших компаний и эта форма организации остается типичной для значительного числа крупных фирм — как в развитых, так и в развивающихся странах. Однако с расширением масштабов бизнеса и по мере роста потребностей в привлечении инвестиций извне фирма, изначально созданная как индивидуальная или семейная, может эволюционировать в разных направлениях. Для стран с системой обычного права (*common law*) и более развитыми механизмами защиты инвесторов, включая ликвидный фондовый рынок, истори-

чески характерным было возникновение фирм с распыленной собственностью (*widely held firm*). Для стран с системой гражданского права более типичным было создание акционерных обществ с доминированием нескольких крупных акционеров (*blockholders*). В таких странах обычно не фондовый рынок, а банки обеспечивали для крупных компаний внешнее финансирование. Наконец там, где государство осуществляло активную промышленную политику, могли возникать специфические формы организации крупного бизнеса — такие как чеболи в Южной Корее.

На рис. 1 этим трем направлениям возможной трансформации семейной (индивидуальной) фирмы соответствуют оси А, В и С. Естественно, они представляют собой лишь векторы, указывающие направления эволюции взаимоотношений

фирм с инвесторами и государством. При этом в реальной жизни возможны различные промежуточные комбинации. Например, в странах континентальной Европы в крупном бизнесе исторически преобладала концентрированная структура собственности, что в целом соответствует оси В. Тем не менее в последние годы в связи с внедрением принципов *good corporate governance* в Европе происходило изменение правового регулирования и бизнес-практики с постепенным смещением форм организации фирмы в сторону оси А. В развивающихся странах исходные точки развития корпораций располагались на плоскости между осями В и С. По мере становления механизмов фондового рынка и формализации отношений бизнеса с государством отдельные крупные компании по формам их организации и регулирования начинают медленно подниматься параллельно оси А.

На этом фоне объективная особенность крупной фирмы в переходной экономике заключалась в том, что изначально ее собственником было государство, а не индивидуальный владелец или семья. При этом ее превращение в рыночного агента в большинстве бывших социалистических стран было тесно связано с приватизацией, принципы проведения которой в конкретных странах оказали сильное влияние на последующую эволюцию форм организации крупного бизнеса.

В самом общем виде, по нашему мнению, можно говорить о двух разных подходах к проведению приватизации в бывших социалистических странах:

- ориентации на продажу предприятий стратегическим инвесторам (Восточная Германия, Венгрия, Польша и др.);
- различных версиях «ваучерной» приватизации, предполагавших бесплатную раздачу приватизационных чеков всем гражданам (Чехия, Россия, Болгария и др.).

Первый вариант фактически сразу приводил к возникновению фирмы с кон-

центрированной собственностью, подконтрольной ограниченному числу внешних инвесторов, очень часто — иностранных. Так, по данным обширного исследования [Stark, Vedres, 2006], основанного на анализе изменений в структуре собственности 1700 крупнейших венгерских фирм в 1987–2001 гг., у половины из них доля крупнейшего акционера к концу рассматриваемого периода составляла 98%, а у большинства оставшихся фирм на двух крупнейших акционеров приходилось свыше 76% голосующих акций. При этом иностранными инвесторами контролировалось около 60% рассмотренных фирм. И даже если акции предприятия изначально обращались на рынке и оно функционировало как публичная компания, доминирующий акционер после получения контрольного пакета акций во многих случаях преобразовывал предприятие в закрытую компанию (данные такого рода по Болгарии содержится в: [Insiders..., 2004]). Таким образом, речь шла о модели организации бизнеса, в рамках которой менеджмент жестко контролировался новым частным собственником и которая в целом соответствовала оси В.

Более проблемным с точки зрения взаимоотношений между собственниками и менеджерами был второй вариант приватизации, при котором государство «распыляло» свою собственность среди множества мелких акционеров. В зависимости от особенностей регулирования приватизации либо эта собственность попадала в руки специально созданных институциональных инвесторов (как, например, в Чехии), либо большая часть акций доставалась трудовым коллективам (в России). Однако в обоих случаях реальный контроль над предприятиями, как правило, оставался в руках старого менеджмента. При этом в отсутствие работающего фондового рынка у новых собственников не было достаточных стимулов и достаточных рычагов воздействия на менеджмент приватизированных предприятий.

В этом смысле у возникавшей в процессе приватизации «переходной фирмы» (transition firm) с точки зрения ее внутренней организации на первый взгляд не было принципиальных отличий от позднесоциалистической фирмы [Kornai, 1992], уже не контролировавшейся плановыми органами и реально управлявшейся высшими менеджерами.

Однако существенное различие было связано с резко возросшей неопределенностью внешней среды. Так, в сфере корпоративного управления, не изменив сложившуюся модель управления фирмой, процесс «ваучерной» приватизации создал принципиальную возможность перехода прав собственности к иным собственникам. Эта потенциальная угроза утраты контроля над предприятиями создавала серьезные стимулы для оппортунизма менеджеров. В краткосрочном плане это оппортунистическое поведение было связано с выводом активов приватизированных предприятий на частные фирмы, принадлежавшие менеджерам. В среднесрочном плане директора активно использовали оборотные средства предприятий на скупку акций у других собственников (прежде всего у трудового коллектива) — для обеспечения своего юридического контроля над предприятием.

В любом случае в условиях переходной экономики с характерными для нее несовершенными институтами распыленная структура собственности не создавала стимулов к реструктуризации предприятий и повышению их эффективности. Причем сказанное касается не только старых директоров, но и новых частных собственников, получавших контроль над предприятиями и выстраивавших изощренные схемы изъятия их ликвидных активов. Российский опыт показывает, что стимулы к реструктуризации и повышению эффективности возникали только после консолидации прав собственности в руках одного акционера или сплоченной группы акционеров.

Возвращаясь к рис. 1, можно констатировать, что первый вариант политики приватизации, ориентированный на продажу предприятий стратегическим инвесторам, фактически перемещал «переходную фирму» на ось В — с характерными для этой траектории механизмами корпоративного управления и корпоративного финансирования. В качестве таких инвесторов, как правило, выступали крупные иностранные фирмы, в основном заинтересованные в трансформации приобретаемых предприятий в свои производственные подразделения [Radosevic, 2002; Andreff, 2005].

Второй вариант политики приватизации идеологически был ориентирован на смещение «переходной фирмы» к оси А. Однако на практике, с учетом искажения мотивации старых менеджеров и новых собственников приватизированных предприятий, конечным результатом этой политики стала высокая степень концентрации собственности и контроля при одновременном сохранении вмешательства государства в корпоративные процессы. Таким образом, по факту вместо движения к оси А можно говорить о перемещении «переходной фирмы» на плоскость между осями В и С.

Дальнейшее развитие корпоративного управления (или, точнее, моделей организации крупной фирмы) в рамках этой траектории может иметь два исхода. В случае большей формализации отношений с государством будет наблюдаться сдвиг к оси В. Напротив, при усилении вмешательства государства в экономику в рамках попыток построения «государственного капитализма» (что, на наш взгляд, происходит в последние годы в России) возможно еще большее смещение к оси С.

Таким образом, для развитых стран центральными вопросами в дискуссиях о корпоративном управлении выступали эффективность финансовых рынков и механизмов защиты внешних (прежде всего миноритарных) акционеров. Для

стран с переходной экономикой акценты объективно смещаются на анализ тенденций в изменении структуры собственности (в частности, вопрос о возможности снижения достигнутого уровня концентрации собственности), а также на влияние государства на механизмы корпоративного управления и права собственности (этот вопрос наиболее актуален для России и стран СНГ, а также для Китая).

2. РОССИЙСКАЯ МОДЕЛЬ КОРПОРАЦИИ: СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ

В данном разделе мы рассмотрим структуру собственности, особенности корпоративного управления и ключевые параметры корпоративного финансирования, характерные для российских корпораций в начале 2000-х гг., а также выделим некоторые новейшие тенденции в этой сфере, проявившиеся в последние 2–3 года.

2.1. Структура собственности

Как было показано в ряде работ российских исследователей (см., напр.: [Капелюшников, 2001; Dolgopyatova, 2002; Яковлев, 2003; Yakovlev, 2004; Guriev, Rachinsky, 2005, World Bank, 2005] и др.), уже к началу 2000-х гг. в России был достигнут высокий уровень концентрации собственности. При этом сохраняется тенденция к дальнейшей концентрации собственности и контроля. В частности, в 2002 г. в ходе проведенного ГУ–ВШЭ обследования 300 акционерных обществ 65% респондентов отмечали, что на их предприятиях есть собственник с пакетом акций, обеспечивающим контроль над предприятием [Яковлев, 2003, с. 310]. В 2005 г., по данным наиболее представительного среди российских исследований опроса 822 акционерных обществ, число подобных ответов возросло до 82% [Dolgopyatova, Iwasaki, 2006].

Таким образом, в структуре собственности типичной российской корпорации сегодня, как правило, есть мажоритарный собственник. В крупных компаниях среди миноритарных акционеров обычно присутствуют несколько крупных иностранных портфельных инвесторов (инвестиционных фондов, транснациональных корпораций, банковских групп). В отдельных случаях в числе миноритариев есть иностранный стратегический партнер (например, Сопос в нефтяной компании «Лукойл», шведские и финские компании в лесопромышленных предприятиях и целлюлозно-бумажных комбинатах и т. д.). Однако в целом по сравнению со странами Центральной и Восточной Европы в капитале российских корпораций низка доля иностранных инвесторов.

Это обстоятельство объясняется особенностями российской приватизации. В ее рамках применительно к крупным и средним предприятиям можно выделить два основных этапа — массовую «ваучерную» приватизацию (1992–1994 гг.) и «денежную» приватизацию (1993–1997 гг.).

Массовая приватизация основывалась на бесплатной раздаче всем гражданам специальных приватизационных чеков — «ваучеров», которые затем могли быть обменены на акции приватизируемых предприятий или чековых инвестиционных фондов (ЧИФ). Такой подход формально предполагал равные права для всех граждан, но на практике — с учетом утвержденных правительством «моделей» приватизации — обеспечивал существенные преимущества для инсайдеров (прежде всего в лице менеджеров). Такая схема была выбрана реформаторами для того, чтобы преодолеть сопротивление старых директоров, пользовавшихся большим влиянием, и за счет быстрой трансформации отношений собственности сделать процесс рыночных преобразований необратимым [Boycko, Shleifer, Vishny, 1995].

Участие иностранных инвесторов в массовой приватизации (и, соответственно,

их влияние на процессы реструктуризации приватизируемых предприятий) было крайне ограниченным.³ По мнению ряда экспертов, другим существенным недостатком массовой приватизации стало распыление собственности [Dolgoryatova, 2002; Yakovlev, 2004]. В разгар трансформационного кризиса на большинстве предприятий не оказалось такого собственника, который был бы готов взять на себя ответственность за проведение неизбежной и болезненной реструктуризации, был бы способен привлечь необходимые ресурсы и эффективно контролировать действия менеджеров. Эта ситуация создавала стимулы для оппортунистического поведения менеджеров, породила массовые нарушения прав акционеров [Black, Kraakman, Tarassova, 2000] и в целом способствовала углублению экономического кризиса.

Денежная приватизация включала в себя «инвестиционные» конкурсы и «залоговые аукционы». «Инвестиционные» конкурсы в качестве одного из условий предусматривали обязательства со стороны новых акционеров инвестировать существенные средства в развитие предприятий, акции которых они приобретали. В силу отсутствия должного контроля и мониторинга со стороны правительства в большинстве случаев эти обязательства не были выполнены либо инвестиции носили фиктивный характер.

Хотя «инвестиционные» конкурсы охватили существенно большее число предприятий, более известными стали «залоговые аукционы», которые прошли в конце ноября — начале декабря 1995 г. и на которые были выставлены государственные пакеты акций 9 нефтяных и металлургических компаний, а также 3 крупных пароходств. Официальной целью «залоговых» аукционов было привлечение средств для покрытия дефицита федерального бюджета. Общая выруч-

ка от продажи этих 12 пакетов акций составила около 1,1 млрд долл. Из них более 1 млрд долл. пришлось на пакеты акций 6 компаний — металлургического комбината «Норильский никель», а также нефтяных компаний «ЮКОС», «Сургутнефтегаз», «Сибнефть», «Сиданко» и «Лукойл».

Основные претензии к организаторам и участникам аукционов заключались в том, что цены продажи государственных пакетов были занижены,⁴ а к самим аукционам не были допущены другие потенциальные покупатели, включая иностранных инвесторов. Кроме того, утверждалось, что оплата купленных пакетов акций в значительной степени осуществлялась за счет бюджетных средств, размещенных правительством в банках, участвовавших в аукционах («МЕНАТЕП», «ОНЭКСИМ-банк», «МФК»)⁵. Наконец, продажа этих пакетов вряд ли была критичной с точки зрения покрытия дефицита бюджета.⁶

Вместе с тем необходимо признать, что проведение «залоговых аукционов» стало переломным моментом для формирования крупного российского бизнеса. С получением контроля над ключевыми предприятиями добывающей промышленности весьма средние по своим размерам частные коммерческие банки смогли трансформироваться в крупные национальные финансово-промышленные группы,

⁴ В частности, при росте фондового индекса РТС в период с декабря 1995 г. по декабрь 2004 г. примерно в 8 раз рост стоимости пакетов акций, проданных через залоговые аукционы, был в несколько раз выше. Так, только по нефтяной компании «Лукойл» стоимость проданного пакета выросла к концу 2004 г. в 17 раз. По остальным компаниям рост составил от 30–40 («Норильский никель», «Сургутнефтегаз», «Сиданко») до 80–90 раз («Сибнефть» и «ЮКОС» — для середины 2003 г.).

⁵ См., напр.: [Залоговые аукционы..., 2005].

⁶ Утвержденный дефицит бюджета Российской Федерации на 1995 г. составлял 15 млрд долл. при доходах около 37 млрд долл. и расходах — около 52 млрд долл.

³ Фактически оно могло осуществляться только через скупку «ваучеров» у физических лиц.

способные конкурировать на мировом рынке [Паппэ, 2002а; 2002б].

В общественном сознании, однако, «залоговые аукционы» прежде всего ассоциируются с обманутыми ожиданиями 1990-х гг. в отношении рыночных реформ и приватизации. Они стали своеобразным символом социальной несправедливости. На победителей этих аукционов, ставших российскими «олигархами», общественное мнение возлагает сегодня ответственность за становление «дикого капитализма» и формирование тех «грязных» правил игры, которые были характерны для прошедшего десятилетия в России.

Тем не менее в целом, как отмечалось выше, российская приватизация первоначально привела к распылению акций среди большого числа новых собственников (среди которых преобладали инсайдеры — менеджеры и работники предприятий). И до момента формирования контрольных пакетов у доминирующих акционеров (будь то старые менеджеры или новые частные собственники) не было ярко выраженного интереса к развитию подконтрольных им корпораций.

Существенным стимулом к консолидации собственности и контроля стал кризис августа 1998 г., выразившийся в дефолте по государственным облигациям и резком обесценении национальной валюты. Кризис нанес серьезный удар по компаниям, преимущественно ориентированным на финансовые и торговые операции, но одновременно он создал предпосылки для развития компаний производственного сектора. В частности, девальвация рубля привела к повышению конкурентоспособности российского экспорта, а также к резкому относительному удорожанию и вытеснению импортных товаров с внутреннего рынка. Расширение рынков сбыта позволило в целом повысить эффективность российского бизнеса. Тем самым у новых собственников появилась потенциальная возможность окупить свои затраты на приобретение акций не только за счет вывода ликвид-

ных активов с подконтрольных им предприятий, но и посредством получения доходов от ведения бизнеса. Это создавало стимулы к вложению средств в развитие предприятий, которых объективно не было в 1990-е гг. Однако для гарантии получения доходов от этих вложений инвесторам был необходим не только оперативный управленческий контроль над финансовыми потоками, но и официальный юридический контроль над соответствующими предприятиями.

Дополнительным фактором усиления тенденций к концентрации собственности и контроля также стал новый закон о банкротстве, введенный в действие с начала 1998 г. Он породил новую волну перераспределения собственности и достаточно острые корпоративные конфликты, поскольку закон, вопреки его смыслу, в основном использовался против работающих, относительно эффективных предприятий. Однако подобное оппортунистическое использование любой, даже мелкой, просроченной задолженности в целях «перехвата» управления на успешных предприятиях подтолкнуло процессы концентрации собственности и контроля, а также привело к «расчистке» массовых неплатежей, накопленных в 1990-е гг.

Появление в экономике свободных финансовых ресурсов (не только в связи с девальвацией, но и в силу роста мировых цен на энергоносители и металлы) способствовало усилению тенденций к корпоративной интеграции — с формированием интегрированных бизнес-групп. Эта тенденция наглядно проявилась уже во второй половине 1990-х гг. (см.: [Паппэ, 2000; Авдашева, 2001] и др.) прежде всего как реакция на несовершенство институциональной среды. В начале 2000-х гг. этот процесс получил дальнейшее развитие. В настоящее время, по нашему мнению, можно говорить о завершении первичной реструктуризации корпоративного сектора, в результате которой сформировалось достаточно устойчивое

распределение важнейших активов между крупнейшими финансово-промышленными группами.

Однако нельзя утверждать, что данное распределение собственности не будет подвергнуто пересмотру и очередной передел собственности невозможен. Некоторые факты (в частности, «дело „ЮКОСа“» 2003 г.⁷) свидетельствуют о высокой вероятности возобновления процессов передела собственности. Вполне вероятно, что существующая относительная стабильность в закреплении прав собственности на важнейшие активы — это лишь завершение очередного цикла «передел собственности — реструктуризация — развитие — появление агрессоров — кризис — передел собственности».⁸

2.2. Корпоративное управление

Концентрация собственности и контроля в руках доминирующих акционеров фактически привела к разрешению конфлик-

тов между менеджерами и собственниками, которые порождали грубейшие нарушения прав акционеров и давали основания зарубежным экспертам характеризовать корпоративное управление в России как «ужасное». К настоящему времени в абсолютном большинстве российских компаний, представляющих хоть какой-нибудь интерес для инвесторов, либо внешние акционеры смогли заменить старый менеджмент и получить управление в свои руки, либо менеджеры приобрели юридический контроль над предприятиями и избавились от внешних акционеров. Первое происходило чаще, второе — реже. При этом в ряде случаев (особенно в процессе слияний и поглощений) реализовывался промежуточный вариант, когда старые менеджеры сохраняли свои позиции в качестве младших партнеров. Тем не менее типичной сегодня является ситуация, когда собственник сам непосредственно управляет корпорацией или эффективно контролирует действия менеджмента.

Это привело к сокращению числа корпоративных конфликтов, а также к изменению форм присвоения корпоративных доходов. Долгое время основным источником доходов в корпоративном секторе выступал контроль над финансовыми потоками, сопровождавшийся выводом ликвидных активов с производственных предприятий в ущерб интересам миноритарных акционеров и государства.

Концентрация собственности привела к изменению мотивации доминирующих собственников, и с начала 2000-х гг. появились новые формы присвоения корпоративных доходов, более соответствующие понятиям нормальной рыночной экономики: посредством дивидендных платежей и роста рыночной стоимости пакета акций. В частности, в отдельные годы такие крупные корпорации, как «Сибнефть» и «ЮКОС», направляли до 100% чистой прибыли на выплату дивидендов. Высокая норма дивидендных выплат оказалась возможна в результате

⁷ Общие причины и последствия «дела „ЮКОСа“» для взаимоотношений между бизнесом и государством в России уже обсуждались в литературе и в том числе на страницах *«Российского журнала менеджмента»* (см., в частности, [Яковлев, 2005]). В этой связи в контексте анализа эволюции модели российской корпорации мы хотим отметить лишь тот факт, что возбуждение уголовных дел в отношении владельцев данной компании существенно упростилось благодаря раскрытию информации о ее реальных собственниках. Тем самым политика информационной прозрачности, которая проводилась руководством «ЮКОСа» с начала 2000-х гг. для повышения рыночной капитализации компании, фактически ударила по самой компании. И исходящие со стороны государства риски перераспределения собственности на основе «избирательного» применения законодательства сегодня объективно будут препятствовать совершенствованию корпоративного управления и повышению прозрачности российских компаний.

⁸ Дж. Хеллман (см.: [Hellman, 2002]) называет экономическую систему, вовлеченную в этот цикл, системой перманентного перераспределения собственности по аналогии с теорией «перманентной революции» Троцкого.

сохранения высокой концентрации собственности: при этих условиях большая часть дивидендных выплат поступала в распоряжение мажоритарного собственника. Постепенный рост нормы дивидендных выплат в целом по крупнейшим корпорациям наблюдается в течение по крайней мере последних 5 лет. Он связан не только с высокой концентрацией собственности, но также и с растущей потребностью мажоритарных собственников в диверсификации бизнеса. При крупных слияниях и поглощениях последних лет дивидендные выплаты достаточно часто рассматриваются как один из важнейших источников финансирования сделок по слиянию или поглощению.

Сделки по слиянию и поглощению проводятся в рамках общей корпоративной стратегии, которая, как правило, ориентирована на получение дохода за счет приобретения недооцененных активов. Это является еще одной отличительной чертой современной российской модели корпоративного развития.

Кроме того, рост дивидендных выплат непосредственно связан с возможностью присвоения доходов в виде прироста капитализации (поскольку регулярные выплаты дивидендов увеличивают рыночную стоимость акций). Рост капитализации компании как цель мажоритариев обуславливается также довольно часто их желанием выйти из бизнеса (либо выгодно продать имеющийся бизнес и начать новый в другой сфере).

Важным механизмом роста капитализации является увеличение доли корпорации на рынке. Поэтому корпорации, ориентированные на рост капитализации, особенно активно занимаются привлечением внешних финансовых ресурсов в целях финансирования поглощения конкурентов и/или расширения собственного производства. Активизация поиска корпорациями ресурсов на финансовых рынках повышает спрос с их стороны на институты корпоративного управления,

а также способствует увеличению их прозрачности.

Другой важнейший механизм роста капитализации — собственно фондовый рынок, на котором происходит оценка инвесторами стоимости корпорации и установление, соответственно, размера капитализации — также требует формирования высоких стандартов корпоративного управления и высокой прозрачности корпорации. Это обуславливает усиление интереса и непосредственное обращение корпораций к возможностям фондового рынка.

Таким образом, в российском корпоративном секторе начинают формироваться новые стандарты корпоративного управления и повышается прозрачность.⁹ Этот процесс, однако, пока охватывает далеко не все корпорации. Значительно сдерживают рост прозрачности российских корпораций сохраняющиеся угрозы недобросовестных корпоративных захватов и/или утраты собственности (утраты контроля над корпорацией) в результате преследования со стороны государства. В особенности после «дела „ЮКОСа“» российские корпорации, стремящиеся к росту капитализации, предпочитают скорее декларировать прозрачность, нежели на самом деле ей следовать. Реально прозрачными являются 25–30 корпораций. Так, по данным Standard&Poor's, лишь 28 российских компаний в 2005 г. осуществили раскрытие информации более чем на 50% от всего возможного объема [Исследование..., 2005, с. 5–7]. При этом в исследовании отмечается, что шесть компаний

⁹ Связь между улучшением корпоративного управления и ростом капитализации ранее была доказана эмпирически, в том числе на российских данных (см., напр.: [Black, Love, Rachinsky, 2006]). Здесь же приведены причины улучшения корпоративного управления в российских корпорациях, показывающие, что улучшение корпоративного управления само по себе является не самоцелью, а лишь инструментом для увеличения инсайдерских доходов в условиях изменения формы их присвоения.

с наилучшими показателями прозрачности придерживаются высоких стандартов раскрытия информации, но не прогрессируют после 2004 г.

По данным Standard&Poor's, 42 российских компании (из 54 компаний, акции которых включены в котировальные листы A1 и A2 на бирже ММВБ) публикуют финансовую отчетность в стандартах МСФО (IFRS) или ОПБУ США (US GAAP)¹⁰ [Исследование..., 2005, с. 12]. Среди тех компаний, акции которых не включены в котировальные листы высшего уровня, публикация финансовой отчетности в указанных стандартах — крайне редкое явление. При этом необходимо подчеркнуть, что в данном случае речь идет именно о раскрытии информации — о публикации финансовой отчетности в международных стандартах. Составлением же финансовой отчетности по стандартам МСФО и ОПБУ США (в том числе для внутренних целей) занимаются, по оценкам экспертов, порядка 400 российских корпораций. Финансовая отчетность по стандартам российского бухгалтерского учета раскрывается в соответствии с законодательством.

Отличительной чертой российской модели корпорации остается смешение открытых и закрытых компаний в рамках единой организационно-правовой формы открытого акционерного общества (ОАО). Подавляющее большинство предприятий, прошедших приватизацию, было в ее ходе преобразовано в ОАО. При этом лишь немногие из них реально действуют как открытые (публичные) корпорации, в то время как все остальные функционируют в закрытом режиме, но при этом несут дополнительные издержки, связанные с необходимостью фор-

мально поддерживать режим раскрытия информации, характерный для публичных корпораций.

2.3. Корпоративное финансирование

В 1990-е гг. для российских корпораций традиционной была ориентация на собственные финансовые ресурсы. В настоящее время эта ситуация стала меняться (табл. 1). Так, отношение объема инвестиций, привлеченных российскими предприятиями путем размещения акций и облигаций на внутреннем и внешнем рынках, а также за счет привлечения долгосрочных (на срок более 1 года) кредитов коммерческих банков, к общему объему инвестиций в основной капитал составляло менее 10% в 2000–2001 гг. В 2005 г. этот показатель превысил 40%. По предварительным оценкам, в 2006 г. он вплотную приблизится к 50%.

Вместе с тем на финансовый рынок как источник ресурсов для развития корпорации ориентированы в первую очередь крупные предприятия. Так, за последние 3 года (с июля 2003 г. по июнь 2006 г.) на внутренних и внешних рынках ценных бумаг РАО «Газпром» (совместно с «Газпромбанком») привлекло 11,3 млрд долл.; «Внешторгбанк» — 6,5 млрд долл.; АФК «Система» и ее дочерние предприятия — 3 млрд долл. (в том числе более 2,5 млрд долл. на рынках акций, т. е. посредством проведения IPO); «Сбербанк» — 2,5 млрд долл.; ОАО «Российские железные дороги» — 2,1 млрд долл. (из которых около 78% пришлось на внутренний рынок корпоративных облигаций). К сожалению, оценить совокупную долю средств, привлеченных на финансовых рынках, в общем объеме инвестиций в основной капитал этих предприятий не представляется возможным. Однако очевидно, что она значительна.

Наблюдается достаточно устойчивая закономерность — чем крупнее компания, тем больше она ориентирована на зарубежные финансовые рынки. Это вполне

¹⁰ Международные стандарты финансовой отчетности (International Financial Reporting Standards) и Общепринятые принципы бухгалтерского учета США (US Generally Accepted Accounting Principles).

Таблица 1

Показатели роли финансовых рынков в финансировании инвестиций в основной капитал российских предприятий, %

Год \ Показатель	<i>KSD</i>	<i>KCD</i>	<i>KSF</i>	<i>K</i>
2000	2,46	5,89	1,41	9,77
2001	1,87	6,10	1,13	9,10
2002	3,09	11,08	6,86	21,03
2003	3,78	16,47	12,04	32,28
2004	5,59	14,31	10,74	30,64
2005	7,82	16,45	16,03	40,30

Рассчитано по: данные Центра развития фондового рынка (база данных «Привлечение инвестиций на внутреннем и внешнем рынках ценных бумаг»), Банка России (данные по объему выданных кредитов — «Бюллетень банковской статистики» за 2000–2006 гг.), Росстата (данные по объему инвестиций в основной капитал — «Социально-экономическое положение России» за 2000–2005 гг.).

Примечания: $K = KSD + KCD + KSF$,

где *K* — соотношение объема инвестиций, привлеченных российскими предприятиями путем размещения акций и облигаций на внутреннем и внешнем рынках, а также получения долгосрочных (на срок более 1 года) кредитов коммерческих банков, и объема инвестиций в основной капитал всех российских предприятий; *KSD* — соотношение объема инвестиций, привлеченных российскими предприятиями путем размещения акций и облигаций на внутреннем рынке, и объема инвестиций в основной капитал всех российских предприятий; *KCD* — соотношение объема привлеченных российскими предприятиями долгосрочных (на срок более 1 года) кредитов российских коммерческих банков и объема инвестиций в основной капитал всех российских предприятий; *KSF* — соотношение объема инвестиций, привлеченных российскими предприятиями путем размещения акций и облигаций на внешнем рынке, и объема инвестиций в основной капитал всех российских предприятий.

В объеме привлеченных ресурсов не учитываются те ресурсы, которые поступают в распоряжение мажоритарных акционеров компаний в результате их участия в качестве продавцов в сделках в ходе публичных предложений акций.

естественно, учитывая сохранение ограничений по объему спроса со стороны инвесторов на внутренних финансовых рынках. В наиболее явном виде это проявляется на облигационном рынке. Крупные корпорации привлекают финансовые ресурсы в основном на рынке еврооблигаций. Это касается и тех крупных игроков, которые начинали историю своих заимствований на внутреннем облигационном рынке еще в качестве средних компаний. Массовой становится практика проведения IPO на внешних рынках (АФК «Система», «Евраз», «Пятерочка», «Мечел», «Вимм-Билль-Данн», «МТС» и «Бил-Лайн»¹¹). Впрочем, крупные компании ор-

ганизуют IPO и на внутреннем рынке («Северсталь-авто», НПК «Иркут»). В 2006 г., с изменением в регулировании процесса размещения акций, начались одновременные размещения на внутреннем и внешнем рынках.¹² Из крупных компаний такое размещение в течение 2006 г. провели «Роснефть», «Северсталь», «Трубная металлургическая компания».

У большинства средних компаний доля ресурсов, привлеченных с финансовых

рынка IPO были скорее средними по размеру. Именно финансовые ресурсы, привлеченные ими в процессе IPO на внешних рынках, явились важнейшим фактором, обеспечившим их быстрое превращение в крупные корпорации.

¹² В соответствии с новыми правилами, не менее 35% объема размещения эмитент должен предложить на внутреннем рынке.

¹¹ Справедливости ради следует отметить, что две последние компании в момент проведе-

рынков, в финансировании основного капитала невелика (как правило, на уровне 5–10%). Вместе с тем устойчиво растет количество тех средних компаний, у которых этот показатель значителен. На основании анализа проспектов эмиссий ряда средних компаний можно предположить, что у некоторых средних корпораций, активно использующих долговые рынки в качестве источника долгосрочных ресурсов, данное соотношение приближается к 50% или даже превосходит этот уровень. Стремительно растет количество средних компаний, вышедших на внутренний рынок облигаций. Так, в 2002–2004 гг. средние компании составляли около $\frac{2}{3}$ новых эмитентов на внутреннем рынке корпоративных облигаций (2002 г. — 40 из 65 новых эмитентов; 2003 г. — порядка 50 из 68 новых эмитентов; 2004 г. — около 40 из 59). Напротив, в 2005 г. почти 70 из 78 новых эмитентов были представлены средними компаниями, в первой половине 2006 г. на рынке появилось 48 новых эмитентов, из них примерно 40 — средние компании.

Некоторые из средних компаний уже провели IPO на внутреннем рынке («РБК», «Концерн Калина», «Седьмой Континент», АПК «Лебедянский», «Группа Разгуляй» и др.), очень многие (по различным оценкам, от 30 до 50) средние компании планируют его проведение в ближайшие 2–3 года.

Эти экспертные оценки подтверждаются данными уже упоминавшегося опроса 822 акционерных обществ, имевшего место весной 2005 г. [Dolgopyatova, Iwasaki, 2006]. На момент проведения опроса подготовку к выводу своих ценных бумаг (включая акции и облигации) на российские биржи вели 4,2% фирм-респондентов, в том числе 7,1% в компаниях с числом занятых свыше 1 тыс. человек. Аналогичные планы выхода на зарубежные рынки разрабатывали 3,3% опрошенных АО, в том числе 9,4% в группе предприятий с численностью свыше 1 тыс. работников.

В заключение этого подраздела следует отметить, что различия в стратегиях поведения на фондовом рынке для компаний разных размеров также оказываются связаны с их отраслевой принадлежностью. Так, сырьевые компании, выходящие на рынок ценных бумаг, используют в основном иностранные рынки (еврооблигации и депозитарные расписки на акции), постепенно уменьшая привлечение инвестиций на внутренних рынках. Несырьевые корпорации, которые, как правило, относятся к средней размерной группе, концентрируются чаще всего на внутренних привлечениях финансовых ресурсов. Но те из них, кто имеет соответствующую возможность (мобильные операторы, ритейлеры), работают и на внешних финансовых рынках.

Еще одно замечание касается влияния «дела „ЮКОСа“» на структуру корпоративного финансирования. Как подчеркивают некоторые эксперты¹³, сохраняющаяся неопределенность прав собственности приводит к противоречивым тенденциям в структуре источников финансирования. Несмотря на высокую доходность инвестиций на отечественном рынке (которая в том числе обусловила заметный рост иностранных инвестиций в последние два года), собственники российских частных компаний предпочитают выводить получаемую прибыль на зарубежные оффшорные счета и вкладывают ее в заведомо менее рентабельные проекты. При этом финансирование развития компаний в России происходит за счет заимствований. Тем самым компании обременяются избыточными долгами, отвечать по которым в случае перехвата контроля придется новым собственникам-захватчикам.

В силу сложившегося соотношения инфляции и динамики валютного курса заимствования осуществляются крупными частными компаниями преимущественно

¹³ См., например, выступление президента РСПП А. Н. Шохина на VII Международной научной конференции ГУ–ВШЭ в апреле 2006 г.

на зарубежных финансовых рынках. В результате, несмотря на досрочное погашение долгов России перед Парижским и Лондонским клубами кредиторов, общая сумма внешней задолженности РФ растет высокими темпами. Только в январе–июне 2006 г., по данным Банка России, суммарный внешний долг РФ вырос на 11,2% и составил 287 млрд долл. При этом $\frac{3}{4}$ этой суммы в настоящее время приходится на обязательства коммерческих банков (67 млрд долл.) и нефинансовых предприятий (141 млрд долл.).¹⁴ Такая политика бурных заимствований при одновременном выводе прибыли за рубеж объективно повышает риски финансовой дестабилизации в случае неблагоприятного изменения валютного курса.

2.4. Новые тенденции

В последние годы следует отметить две новые важные тенденции в развитии российской модели корпорации. Во-первых, это усиление роли государства в экономике. Во-вторых, дальнейшее повышение доли фондового рынка в структуре источников корпоративного финансирования.

Усиление роли государства в экономике идет по двум основным направлениям. С одной стороны, происходит постепенный переход в собственность государства (точнее, в собственность корпораций с преобладающим участием государства) различных крупных частных компаний. Этот переход имеет многообразные формы (непосредственный отъем собственности — «ЮКОС»; покупка контрольного пакета по рыночным ценам — «Сибнефть»; передача в собственность государства компаний, владеющих контрольным пакетом крупной корпорации, — «АвтоВАЗ» и т. д.), но результатом во всех случаях становится распространение контроля государства над все большей долей корпоративного сектора.

¹⁴ См.: http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/print.asp?file=debt_06.htm

С другой стороны, одновременно наблюдается резкая активизация корпораций с преобладающим участием государства в аккумулировании инвестиционных ресурсов. Это в значительной мере обусловлено растущими потребностями данных корпораций в финансировании процессов поглощений. Вместе с тем этот процесс ведет к частичному вытеснению частных корпораций и, следовательно, к перераспределению источников корпоративного финансирования в пользу государственного, или, точнее, квазигосударственного, сектора.

В настоящее время корпорации с преобладающим участием государства наиболее активно используют возможности рынка еврооблигаций (табл. 2). Однако существующие (и уже реализующиеся) планы госкорпораций по проведению IPO («Роснефть», «Сбербанк», «Внешторгбанк» и др.), скорее всего, приведут к повышению их доли в общем привлечении российскими компаниями инвестиций на рынке акций. При этом данная тенденция может иметь достаточно долгосрочный характер.

Следует особо подчеркнуть, что сегодня усиление роли государства в экономике имеет принципиально иной характер, нежели в плановом хозяйстве или в экономике России 1990-х гг. Правительство в меньшей степени использует механизмы государственных капиталовложений и другие инструменты, напрямую связанные с бюджетным финансированием, и все больше опирается на активность государственных корпораций. Можно сказать, что в 2004–2005 гг. в России началось формирование новой модели экономического роста, основанного в значительной мере на инвестиционной активности корпораций с преобладающим участием государства. Данная модель пришла на смену модели экономического роста (характерной для периода 2002 г. — начала 2004 г.), ориентированного на привлечение частных инвестиций в частный сектор.

Таблица 2

Доли различных групп предприятий в общем объеме размещения еврооблигаций, обязательства по которым несут российские предприятия, %

Год \ Группы предприятий	Корпорации с государственным участием	Частные корпорации	Банки с государственным участием	Частные финансовые организации
2003	32,9	34,9	23,6	8,5
2004	24,6	35,0	22,4	18,0
2005	27,3	14,7	34,7	23,3
2006	18,1	16,5	33,0	32,4

Повышение роли фондового рынка в структуре источников корпоративного финансирования стало особенно заметным начиная с 2004 г. Если в период 2001–2003 гг. наблюдался рост роли финансового рынка (как фондового рынка, так и банковских кредитов) в целом в структуре источников финансирования инвестиционных программ корпораций¹⁵, то с 2004 г. рост доли банковского кредитования прекратился, а значимость фондового рынка продолжает увеличиваться.¹⁶ Этот процесс соответствует опыту других стран с развивающимися финансовыми рынками, для которых в сравнении с сегодняшними российскими показателями характерен более высокий удельный вес фондового рынка в финансировании

¹⁵ За данный период соотношение объема долгосрочных кредитов, предоставленных коммерческими банками российским предприятиям, и объема инвестиций в основной капитал выросло с 6 до 16%. Соотношение объема инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на внутренних и внешних рынках ценных бумаг, и объема инвестиций в основной капитал выросло за данный период с 3 до 16%.

¹⁶ Соотношение объема долгосрочных кредитов, предоставленных коммерческими банками российским предприятиям, и объема инвестиций в основной капитал в 2005 г. осталось на уровне 2003 г. Соотношение объема инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на внутренних и внешних рынках ценных бумаг, и объема инвестиций в основной капитал выросло с 16% в 2003 г. до 24% в 2005 г.

инвестиционных программ реального сектора. Поэтому данный тренд может иметь долгосрочный характер.

3. ТЕНДЕНЦИИ ЭВОЛЮЦИИ РОССИЙСКОЙ МОДЕЛИ КОРПОРАЦИИ

При формулировании прогноза развития российской модели корпорации мы исходили из того, что ее будущее зависит от сложной совокупности внутренних и внешних факторов. Внутренние факторы, связанные с мотивацией и поведением экономических агентов, в конечном счете являются решающими. Однако они сложнее поддаются анализу и прогнозированию. Ответы на вопросы о том, что нужно сейчас экономическому агенту и к чему он стремится в среднесрочной перспективе, будут заметно варьировать в зависимости от размеров корпорации, ее доходов, возраста агента, наличия у него партнеров и управленческой команды и т. д.

Тем не менее во многих случаях решения, принимаемые экономическими агентами в отношении структуры собственности, механизмов корпоративного управления и финансирования компании, будут существенно зависеть от условий внешней среды. Например, нестабильность системы регулирования и неблагоприятные условия ведения бизнеса

будут повышать неопределенность, сокращать горизонт планирования и подталкивать агентов к выводу активов из страны. Доминирование государства в определенных секторах экономики может ограничивать инвестиционную активность частных компаний и т. д. В этой связи в данном разделе мы сконцентрируемся преимущественно на анализе внешних факторов, влияющих на развитие российской модели корпорации. Для этого в первом подразделе будет предложена классификация этих внешних факторов с формулировкой возможных сценариев их изменения. Вместе с тем в дальнейшем при формулировании среднесрочного и долгосрочного прогноза мы также попытаемся оценить влияние некоторых внутренних факторов — таких как объективный процесс старения сегодняшних ключевых собственников российских компаний и их неизбежный отход от управления своим бизнесом и некоторых других.

3.1. Ключевые внешние факторы, влияющие на корпоративное развитие, и базовые предположения о направлениях их изменения

По нашему мнению, в числе наиболее важных внешних факторов, воздействующих на развитие корпораций, можно выделить экономическую конъюнктуру, условия ведения бизнеса и условия привлечения финансовых ресурсов (табл. 3).

Мы попытались выделить максимально агрегированные факторы (параметры) с тем, чтобы упростить определение возможных сценариев будущего развития. Прокомментируем табл. 3 следующим образом.

Экономическая конъюнктура — сугубо внешний фактор, не зависящий от бизнеса и правительства. Однако состояние экономической конъюнктуры определяющим образом воздействует на поведение корпорации и основных участников процесса корпоративного управления.

Условия ведения бизнеса — комплексная характеристика, зависящая от действий как федеральных ведомств (ряда министерств и федеральных служб, таких как МЭРТ, ФАС, ФНС, МВД, ФСБ, таможня и, вероятно, некоторых других), так и региональных властей. Роль последних особенно велика в создании условий для развития средних компаний. Кроме того, важнейшим управляющим параметром, определяющим условия ведения бизнеса, выступает, на наш взгляд, жесткость конкуренции в национальной экономике. Здесь характер конкурентной борьбы влияет также и на поведение корпорации в части обращения к возможностям финансовых рынков. С развитием конкуренции и повышением ее жесткости компании все в большей степени вынуждены прибегать к внешнему финансированию, за счет чего важность фондового рынка как источника ресурсов возрастает [Demirguc-Kunt, Maksimovic, 1998].

Условия привлечения финансовых ресурсов в широком понимании также относятся к условиям ведения бизнеса. Однако здесь они выделены в самостоятельный фактор, так как зависят от действий менее «политизированных» ведомств (ЦБ, Минфин, ФСФР), а также отчасти определяются условиями внешней среды (например, глобальными тенденциями в развитии корпоративного управления и мирового рынка капиталов). Кроме того, условия привлечения финансовых ресурсов зависят от развития инфраструктуры и уровня транзакционных издержек. Соответственно, на наш взгляд, до известной степени условия привлечения финансовых ресурсов могут изменяться вне зависимости от общих условий ведения бизнеса.

Следует также учитывать, что на условия привлечения финансовых ресурсов существенное влияние оказывают конъюнктура мирового рынка капиталов и решения ФРС США. Эти параметры могут обеспечивать хорошую основу для

Таблица 3

Важнейшие внешние факторы, влияющие на трансформацию модели корпорации в России

Фактор	Сценарии изменения фактора
Экономическая конъюнктура (включая цены на нефть)	1А. Спад 1В. Высокая
Условия ведения бизнеса (включая параметры инвестиционного климата, уровень и характер конкуренции на товарных рынках, законодательные условия и степень соблюдения законодательства предпринимателями)	2А. Стабильность 2В. Улучшение
Условия привлечения финансовых ресурсов (включая уровень и характер конкуренции на финансовом рынке, уровень ставки процента, темпы укрепления рубля, глобальные тенденции в развитии корпоративного управления, общее состояние глобального рынка капиталов)	3А. Стабильность 3В. Улучшение

привлечения финансовых ресурсов для российских компаний, в том числе в ситуации плохой экономической конъюнктуры (пример — одновременное снижение мировых ставок процента и мировых цен на нефть), либо в ситуации плохих условий ведения бизнеса (как это было, например, после «дела „ЮКОСа“», когда прогнозируемый рост ставки процента в США обеспечил сохранение притока капиталов на развивающиеся финансовые рынки). И наоборот, могут существовать плохие условия привлечения финансовых ресурсов при наличии хорошей экономической конъюнктуры и относительно благоприятных условий ведения бизнеса (например, ситуация 2001 г.).

На наш взгляд, наиболее вероятны следующие сочетания внешних факторов:

- 1) инерционный сценарий: все внешние факторы остаются примерно такими же, как и в настоящее время. В терминах табл. 3 это сочетание 1В–2А–3А (высокая экономическая конъюнктура, неизменные по сравнению с сегодняшним днем условия ведения бизнеса и условия привлечения финансирования);
- 2) сценарий улучшения условий ведения бизнеса как ответ на ухудшение экономической конъюнктуры. Сочетание 1А–2В–3А (улучшение условий ведения бизнеса — прежде всего в регио-

нах — за счет усиления межрегиональной конкуренции за привлечение инвестиций и капитала на фоне падения конъюнктуры и относительной дороговизны привлечения внешних финансовых ресурсов¹⁷);

- 3) сценарий благоприятной экономической конъюнктуры и улучшения условий привлечения финансирования на фоне относительной неизменности общих условий ведения бизнеса: сочетание 1В–2А–3В.

Остальные варианты сочетаний внешних условий представляются менее вероятными: 1А–2А–3А (стагнация, переходящая в кризис), 1В–2В–3В (всеобщее процветание), 1А–2В–3В («оздоравливающий кризис»), 1В–2В–3А и 1А–2А–3В (частичные улучшения).

Общее влияние выделенных внешних факторов на корпоративное развитие может быть охарактеризовано следующим образом:

1. *Конъюнктура*: при высокой экономической конъюнктуре выше доходы

¹⁷ Мы предполагаем, что ставки внешних заимствований для российских компаний не изменятся, однако в условиях ухудшения экономической конъюнктуры рубль, по крайней мере, прекратит укрепляться или даже начнет девальвироваться. Это означает реальное повышение ставок по привлекаемым российскими компаниями внешним финансовым ресурсам.

компаний и при прочих равных меньше их потребность в привлечении финансирования извне. Соответственно, ниже вероятность размывания нынешней высококонцентрированной структуры собственности. Чем лучше экономическая конъюнктура, тем ниже доля внешнего финансирования, особенно долгового.¹⁸

2. *Условия ведения бизнеса:* при прочих равных их улучшение будет создавать возможности для развития средних компаний и вырастания из них новых крупных предприятий.
3. *Условия финансирования:* при прочих равных их улучшение будет способствовать повышению прозрачности компаний и стандартов корпоративного управления (по крайней мере, в части инвестиций, привлекаемых на фондовом рынке). Чем лучше условия привлечения инвестиций, тем выше доля портфельных инвесторов и больше абсолютный объем финансовых ресурсов, направляемых на развитие. При сочетании с низкой экономической конъюнктурой улучшение условий финансирования приведет к снижению концентрации собственности.

3.2. Российская корпорация на горизонте 5–7 лет

Представляется, что в среднесрочной перспективе будут господствовать следующие тренды, определяющие внешние условия развития корпораций:

- 1) усиление роли государства (точнее, государственных компаний) в эконо-

¹⁸ Акции лучше всего продавать именно в те периоды, когда цены на продукцию предприятия наивысшие, — в этот момент оценка будущих денежных потоков также максимальна. Поэтому в условиях высокой конъюнктуры объем долевого финансирования может расти в отдельных секторах. Соответственно, и доля долевого финансирования в структуре внешних источников финансирования будет увеличиваться, а доля долгового — снижаться, обеспечивая

мике за счет более жесткого государственного контроля в «стратегических секторах»¹⁹ и ограничения на значимое присутствие иностранцев в этих секторах;

- 2) благоприятная внешняя конъюнктура (означающая относительную мягкость бюджетных ограничений);
- 3) низкая вероятность улучшения общих условий ведения бизнеса;
- 4) дальнейшее укрупнение компаний за счет слияний и поглощений;
- 5) сохранение открытости экономики и ее постепенное усиление;
- 6) незначительное повышение прозрачности бизнеса в целом, при активном декларировании открытости все большим числом корпораций и реальная закрытость большинства средних корпораций;²⁰
- 7) увеличение размеров пакетов акций российских корпораций, принадлежащих крупнейшим транснациональным корпорациям в «нестратегических» отраслях;
- 8) приход на российский рынок долгосрочных иностранных инвесторов (в том числе пенсионных фондов и программ);
- 9) дальнейшая активизация прямых инвестиций российских компаний за рубежом.

Рассмотрим далее эволюцию российской корпорации в среднесрочной пер-

общее уменьшение доли внешнего финансирования в структуре источников финансовых ресурсов.

¹⁹ Хотя перечень «стратегических отраслей» официально никогда правительством не объявлялся, к таким отраслям можно отнести газо- и нефтедобычу, производство вооружений, авиастроение, энергомашиностроение и некоторые другие.

²⁰ Возможно, здесь произойдет формализация реальных процессов за счет разделения корпораций, имеющих сегодня статус открытого акционерного общества, на две различные организационно-правовые формы, одна из которых объединит публичные корпорации, а другая — закрытые корпорации.

спективе в рамках представленной в разделе 2 структуры изложения.

Структура собственности

Изменение сложившейся структуры собственности может быть связано в первую очередь с дальнейшим усилением роли государства. Доля государства в крупнейших компаниях увеличится. Однако этот процесс, скорее всего, ограничится узким кругом крупнейших компаний в «стратегических отраслях». Иностранные стратегические инвесторы будут допускаться в эти компании в лучшем случае в качестве младших партнеров. Доля акций, обращающихся на фондовом рынке и доступных для иностранных портфельных инвесторов, будет ограниченной (не более 15–20%). Присутствие на фондовом рынке большинства таких корпораций в значительной степени будет носить имиджевый характер.

В целом для крупнейших корпораций типичной может стать следующая структура собственности:

- государство — несколько более 50% акций;
- крупный стратегический иностранный партнер — 10–20% (могут быть и несколько, например 2 или 3 партнера);
- крупные иностранные портфельные инвесторы — 5–10%;
- остальное — аффилированные с руководством или чиновниками компании, средние и мелкие внутренние и внешние портфельные инвесторы, мелкие частные инвесторы.

При этом за счет роста активности населения на фондовом рынке и особой популярности у него акций крупнейших корпораций с государственным участием будет быстро расти общее количество акционеров в таких корпорациях.

Вместе с тем усиление роли государства в крупной корпоративной экономике не обязательно будет связано с увеличением доли государства (или государственных компаний) в структуре капитала тех или иных корпораций. Более важным явля-

ется сохранение и расширение неформального влияния государства на политику крупнейших компаний. Поэтому в целом возрастание роли государства будет происходить в нескольких формах: 1) усиления неформального влияния; 2) увеличения доли в экономике предприятий с мажоритарным участием государства; 3) возможно, увеличения государственных инвестиций, в первую очередь социальной и инфраструктурной направленности.

Изменение структуры собственности в средних корпорациях будет гораздо меньше зависеть от политики правительства. Для федерального уровня данный бизнес будет представляться слишком мелким, а на региональном — все более сильное влияние будут оказывать новые тенденции, которые мы уже отмечаем ранее (см.: [Яковлев, 2005]). В частности, бюджетная реформа и разграничение полномочий между разными уровнями власти привели к сужению финансовых возможностей регионов, а также к повышению издержек получения федеральных трансфертов и субсидий. Одновременно в 2000-е гг. начался процесс обновления региональных элит. На должности губернаторов во многих случаях пришли достаточно молодые и амбициозные лидеры, которые часто имеют свой опыт ведения бизнеса. На фоне сохраняющейся объективной конкуренции между регионами за инвестиции и ресурсы для развития эти обстоятельства могут способствовать более благоприятному отношению к бизнесу со стороны региональных администраций и сокращению масштабов вмешательства региональных властей в конфликты между акционерами и иные отношения собственности.

В этих условиях структура собственности в средних корпорациях будет определяться в основном внешними факторами, а также мотивами собственников. При улучшении бизнес-климата вероятно активное привлечение средними корпорациями портфельных инвесторов

(с сохранением контроля у сегодняшних собственников). При отсутствии позитивных сдвигов в условиях ведения бизнеса более вероятны привлечение стратегических инвесторов и постепенный переход средних корпораций под их полный контроль.²¹

Как для крупных, так и для средних корпораций будет свойственно сохранение высокой роли бизнес-групп, поскольку они будут выступать в качестве механизмов, демпфирующих сохраняющееся несовершенство внешней среды.

Корпоративное управление

В сфере корпоративного управления, по нашему мнению, в ближайшие 5–7 лет центр тяжести будет смещаться на внутрикорпоративные механизмы и процедуры. В частности, актуальными станут вопросы разграничения полномочий и регламентации взаимоотношений между Советом директоров и исполнительными органами корпораций. Вероятно внедрение различных схем стимулирования менеджмента (опционных и иных) в зависимости от результатов деятельности корпорации и ее капитализации. Эти процессы будут наиболее актуальны для бизнес-групп, система управления в которых сегодня иногда насчитывает 7–8 уровней.

Также увеличится количество компаний, формально соответствующих стандартам корпоративного управления и прозрачности. Однако глубина раскрытия информации реально уменьшится. При этом будет выработан общероссийский стандарт структуры и объема раскрываемой информации, являющийся компромиссом между инвесторами, понимающими специфику российской ситуации и опасность полного или глубокого раскрытия информации, и реципиентами

инвестиций (корпорациями), стремящимися формально соответствовать требованиям фондовых бирж и регуляторов.

Большинство крупных и средних корпораций перейдет к стандартизированным процедурам корпоративного управления, в той или иной мере соответствующим общепринятым мировым стандартам. Вместе с тем по ряду параметров корпоративного управления будет сохраняться значительное отставание от мировых стандартов (состав и процедуры работы Совета директоров и менеджмента, раскрытие информации о вознаграждении директоров и высшего руководства и т. д.).

В сегменте средних корпораций в среднесрочной перспективе будет выше потенциал для развития — при меньшем объеме финансовых ресурсов, имеющихся в распоряжении у сегодняшних собственников компаний. Взятое в совокупности это может стать важным фактором реального открытия этих компаний для внешних инвесторов, в том числе иностранных. Вместе с тем на данном временном отрезке сохранятся или даже увеличатся риски оппортунизма со стороны неустойчивых фирм, которые будут использовать выход на фондовый рынок для перекладывания своих финансовых проблем на неквалифицированных инвесторов.

Для всего корпоративного сектора (как для крупных, так и для средних компаний) будет характерно продолжение практики активных прямых инвестиций за рубежом в целях повышения устойчивости корпораций [Vahtra, Kari, 2004]. Такие инвестиции, как правило, будут связаны с развитием основного бизнеса головной российской компании. Расширение географии производства и увеличение доли оборота, связанного с зарубежными рынками, объективно приведет к тому, что все большая часть бизнеса таких транснациональных компаний *будет выводиться из-под юрисдикции российского государства*. Однако, помимо этого, не ме-

²¹ Это соответствует отмеченным в работе [Andreff, 2005] тенденциям, которые были характерны для стран Восточной Европы в 1990-е гг.

нее существенным мотивом к расширению зарубежной экспансии российского бизнеса будет стремление к поиску дополнительных конкурентных преимуществ, обусловленное усилением конкурентного давления со стороны мирового рынка. Прямые зарубежные инвестиции позволят российским компаниям эффективнее использовать международное разделение труда и опираться в своем бизнесе на конкурентные преимущества уже не одной, а нескольких стран.

Корпоративное финансирование

Доля внешних источников финансирования в целом вырастет. При этом структура инструментов привлечения финансирования изменится в пользу корпоративных облигаций и акций. Вместе с тем крупнейшие корпорации с государственным участием преимущественно будут использовать банковские кредиты и выпуск облигаций (в основном еврооблигаций), не прибегая к возможностям рынка акций.²²

Средние корпорации, напротив, станут достаточно активно использовать возможности привлечения долевого финансирования. В особенности это касается тех компаний, которые ранее активно привлекали долговое финансирование и столкнулись с естественными барьерами

дальнейшего роста долговой нагрузки без предварительного увеличения собственного капитала. В результате значительно вырастет (за счет эффекта «нулевой базы») объем IPO на внутреннем рынке. В случае реализации оптимистического варианта ежегодный объем IPO на внутреннем рынке может достичь 1–1,5% ВВП (именно такой уровень характерен для устойчиво развивающихся рынков со средними относительными объемами IPO — Индии, Кореи, Чили, Малайзии, Израиля, Сингапура). Пессимистический вариант составляет 0,1–0,2% ВВП (такой уровень характерен для стран с вялыми развивающимися рынками — например, Мексики и Аргентины).²³ Но при этом в целом средние корпорации сохранят общую ориентацию на долговые инструменты финансирования с одновременной ориентацией преимущественно на российские биржи. В результате доля средств, привлеченных средними корпорациями на внутреннем рынке облигаций, будет устойчиво и достаточно интенсивно расти в течение по крайней мере ближайших 3–4 лет, после чего наступит определенное насыщение долговыми ресурсами, и, соответственно, стабилизация доли поступлений от облигационных займов.

Рынок еврооблигаций как источник финансирования будет наиболее активно использоваться крупными корпорациями с преобладающим участием государства, для многих из них он станет важнейшим источником внешних ресурсов. Будет постепенно расти доля банков и иных финансовых институтов (как государственных, так и частных) в объеме

²² Для крупных частных корпораций, возможно, роль акций будет более значимой. В сравнении с госкомпаниями у них будет меньше возможностей для привлечения дешевых долгосрочных займов (вследствие отсутствия гарантий государства — пусть даже неформальных — по их долговым обязательствам), что в случае возникновения потребности в новом капитале приведет их на рынок акций. Кроме того, крупные корпорации будут вовлечены в процессы формирования транснациональных корпораций, в первую очередь на территории стран СНГ и Восточной Европы, возможны и отдельные случаи включения в ТНК всемирного типа. Эти процессы, как правило, также сопровождаются привлечением инвестиций на рынках акций.

²³ Расчеты роли IPO в экономике для стран с развивающимися финансовыми рынками проведены по 5-летнему периоду (2000–2004 гг.), в течение которого наблюдались как спад мировой экономики и ухудшение условий привлечения долевых инвестиций (2000–2001 гг.), так и рост экономики и улучшение условий привлечения долевых инвестиций (2002–2004 гг.).

средств, привлекаемых на рынке еврооблигаций. В результате можно предположить постепенное вытеснение с рынка еврооблигаций частных корпораций реального сектора.

Общие выводы о модели российской корпорации через 5–7 лет

По нашему мнению, уже на этом временном горизонте можно говорить об исчезновении модели «переходной» фирмы (transition firm) как самостоятельного феномена и ориентации российских корпораций преимущественно на модель фирмы с концентрированной собственностью (в терминологии Э. Берглофа и Л. фон Таддена — closely held firm) — в особенности в сегменте средних компаний. В сегменте крупных компаний в целом более вероятно движение к модели фирмы «развивающихся рынков» (development firm) — с характерной для нее системой неформального взаимодействия с государством и инвесторами.

3.3. Российская корпорация на горизонте 15–20 лет

На наш взгляд, достаточно очевидны следующие тренды, которые будут проявляться на протяжении всей 15–20-летней перспективе:

- 1) общее повышение уровня конкуренции в экономике;
- 2) рост присутствия долгосрочных иностранных инвесторов;
- 3) укрупнение корпораций.

Кроме того, важными управляющими параметрами для формирования модели российской корпорации в 20-летней перспективе являются:

- глобальные тренды в развитии корпоративного управления;
- демографический фактор: уход из бизнеса поколения «грюндеров»;
- деятельность государства.

В этом перечне особое место занимает демографический фактор, поскольку он

выступает как внутренний, а не внешний, в отличие от остальных. Тем не менее в сравнении с другими внутренними факторами, зависящими от субъективных решений собственников корпораций и едва ли поддающимися учету и прогнозу, он является объективным и может оказать существенное влияние на эволюцию модели российской корпорации, в связи с чем мы и включили его в наш анализ.

Глобальные тенденции в развитии корпоративного управления, по-видимому, будут играть важнейшую роль в развитии модели корпоративного управления в России. До последнего времени развитие корпоративного управления предполагало ужесточение стандартов и усложнение процедур, что вело, наряду с повышением защиты прав и интересов миноритарных акционеров, к росту издержек на поддержание надлежащего корпоративного управления. После скандала с компанией Enron законодательные требования в области корпоративного управления в США резко ужесточились (акт Сарбейнса–Оксли). При этом аналогичного ужесточения норм корпоративного управления в других странах не наблюдалось. В той или иной форме сложились, по сути дела, два конкурирующих стандарта корпоративного управления, один из которых отдает предпочтение защите миноритариев, увеличивая издержки корпораций, а другой, сохраняя издержки на прежнем уровне, оставляет на нем и степень защиты миноритариев.

Одним из результатов этого стала значительная разность уровня издержек на поддержание стандартов корпоративного управления в соответствии с правилами листинга Лондонской и Нью-Йоркской фондовых бирж. Эта разность оказалась достаточно большой и уже привела к перетоку эмитентов из Нью-Йорка в Лондон и ужесточению конкуренции за право быть мировым финансовым центром

между биржами, объемы сделок на которых и капитализация котируемых акций еще 5–7 лет назад различались в несколько раз. Более того, отдельные примеры заставляют предположить, что Лондонская биржа начала движение в сторону дальнейшего смягчения требований к стандартам корпоративного управления эмитентов и уровню их прозрачности.²⁴

Раздвоение ранее единой модели корпоративного управления неизбежно приведет к формализации двух альтернатив и их столкновению. Что получится в результате — сказать сложно, но в любом случае возникает определенная вариантность в части дальнейшего развития стандартов корпоративного управления в мире. Исходя из реалий сегодняшнего дня, можно сделать предположение о том, что, скорее всего, жесткость требований американского законодательства в этой области будет снижена. Во-первых, уровень затрат на обеспечение соответствия корпоративного управления этим требованиям оказался слишком высок, что ставит под сомнение экономическую обоснованность таких требований. Во-вторых, сохранение в США современного уровня жесткости стандартов корпоративного управления может привести к потере США лидерства на мировом финансовом рынке, что отрицательно отразится на всей экономике США. Но вместе с тем в ближайшие годы могут произойти корпоративные кризисы, которые докажут необходимость именно жестких требований к корпоративному управлению.

В 20-летней перспективе существенно повысится роль демографического фак-

тора. Приближение значительной доли основателей и сегодняшних ключевых собственников российских корпораций к пенсионному возрасту повысит их интерес к возможностям выхода из бизнеса. Следствием этого станет передача контроля над корпорациями в руки новых владельцев. В качестве основных механизмов в данном случае могут выступать:

- переход контроля в форме адресной продажи контрольного пакета новому мажоритарному собственнику (стратегическому инвестору);
- продажа контрольного пакета на фондовом рынке либо постепенная продажа крупных долей этого пакета нескольким совладельцам.

Естественно, также возможен вариант передачи бизнеса по наследству. Однако мы не рассматриваем его здесь более подробно, так как этот вариант не порождает проблем для корпоративного управления. Кроме того, зарубежный опыт свидетельствует о том, что продажа крупного бизнеса в целом является более распространенным явлением в сравнении с передачей его по наследству.

Первый из двух названных выше механизмов сохраняет концентрированную форму собственности корпорации и оставляет для новых владельцев примерно тот же набор возможных стратегий, который имеется сегодня у мажоритарных собственников большинства российских корпораций. Второй механизм создает (на определенный отрезок времени) неустойчивость структуры корпоративной собственности, которая может разрешиться как путем скупки контрольного пакета одним собственником (и, соответственно, формированием концентрированной собственности), так и формированием максимально распределенной корпоративной собственности.

Выбор того или иного механизма, на наш взгляд, будет зависеть от степени развития фондового рынка, которая в

²⁴ Об этом, в частности, может свидетельствовать следующий факт. S&P в сентябрьском (2005 г.) докладе поставил «Евраз-холдинг», «Пятерочку» и «Рамблер» в конец рейтинга прозрачности российских компаний (соответственно 52, 53 и 54 места из 54), но тем не менее акции всех этих компаний были допущены Лондонской фондовой биржей к торгам.

значительной мере станет определяться качеством правовой среды. Если на фондовом рынке к моменту выхода старого владельца из бизнеса сформируется значительный спрос со стороны инвесторов (что предполагает эффективную защиту прав и интересов миноритарных акционеров), то именно на нем и может быть предложена более высокая цена за пакет. Если же спрос будет недостаточен, то более высокую цену может обеспечить единый новый собственник. Сегодня очевидно, что лишь для крупных компаний (таких, как «Роснефть», «Вымпелком» и др.) рынком может быть предложена более высокая цена. То, насколько значительно уменьшится в будущем размер корпорации, при котором более высокая цена может быть предложена рынком, оценить пока не представляется возможным.

Еще одним следствием старения поколения сегодняшних ключевых собственников российских корпораций станет дальнейшая формализация их отношений с наемными высшими менеджерами их компаний. В частности, весьма вероятна схема, при которой сегодняшние главные собственники отойдут от непосредственного оперативного управления своими компаниями и передадут эти функции наемным менеджерам, но сохранят за собой позиции председателей в Советах директоров. Такая схема, однако, предполагает наличие эффективных механизмов контроля за действиями менеджмента. При этом появление таких механизмов может быть важным шагом на пути к дальнейшему открытию крупных российских компаний для внешних инвесторов.

Чрезвычайно важной представляется политика государства по вопросам, имеющим непосредственное влияние на условия функционирования корпорации. К таким вопросам в первую очередь относятся:

- конкурентная (антимонопольная) политика;

- другие условия для развития средних компаний и их превращения в крупные;
- пенсионные накопления и роль институциональных инвесторов.

Первые два вопроса формируют в основном условия ведения бизнеса. Третий является важным фактором, определяющим емкость внутренних финансовых рынков, и в первую очередь — рынка акций. Емкость рынков, в свою очередь, в значительной мере определяет условия привлечения корпорациями финансовых ресурсов.

Структура собственности

Важным фактором формирования структуры собственности российских корпораций в долгосрочной перспективе станет необходимость выживать в условиях жесткой конкурентной борьбы. Главным инструментом повышения конкурентоспособности в этих условиях станет укрупнение корпораций.

Крупнейшие российские корпорации неизбежно (в силу господствующего тренда к глобализации мировой экономики) окажутся вовлеченными в общемировую конкуренцию. Во многих случаях ответом на необходимость соответствия требованиям конкурентной борьбы станет их превращение в международные (транснациональные) корпорации. Такое превращение может быть осуществлено в форме как слияний и поглощений (попытка слияния «Северстали» и Arcelor в 2006 г. — пример из этой области), так и привлечения крупных иностранных инвесторов в российскую корпорацию. При этом такое привлечение иностранных инвесторов будет осуществляться уже не столько для снижения олигархического риска (как это будет происходить в среднесрочной перспективе), но и для значительного наращивания собственного капитала в целях увеличения своей доли на глобальных рынках. Приход иностранных инвесторов, по-видимому, так-

же будет способствовать привлечению квалифицированных иностранных менеджеров, передовых иностранных технологий производства и управления, а также расширению возможностей лоббирования интересов корпорации в различных странах мира.

Уровень конкурентной борьбы на внутреннем рынке также вырастет. Логическим следствием этого станет сохранение высокой интенсивности слияний и поглощений, которые будут угрожать прежде всего средним компаниям. Наиболее вероятным ответом средних корпораций на эти угрозы станет, по-видимому, более активное привлечение ресурсов на финансовых рынках — как для более быстрого развития своего бизнеса, так и для финансирования иницируемых ими самими слияний и поглощений. В результате концентрация собственности будет постепенно снижаться.

Выход из бизнеса первых российских предпринимателей приведет к росту вариативности развития структуры корпоративной собственности. По нашему мнению, в целом более вероятно сохранение высокого уровня концентрации корпоративной собственности. Тем не менее на протяжении всей 20-летней перспективы следует ожидать увеличения доли миноритарных акционеров, особенно за счет роста доли портфельных инвесторов. Наиболее заметным в этой части станет постепенное повышение доли финансовых организаций (банков и банковских холдингов, инвестиционных фондов, пенсионных фондов, страховых компаний) до уровня Кореи, Испании, Италии (13–19%), а возможно, и Франции (29%).²⁵ Кроме того, следует ожидать постепенного повышения доли населения до 5–10% в целом по всему корпоративному сектору, при этом доля мелких акционе-

ров — физических лиц в крупнейших российских корпорациях может достигнуть 20%.²⁶

Корпоративное управление

Будущая модель корпоративного управления в российской корпорации во многом будет зависеть от тенденций в развитии представлений о надлежащем корпоративном управлении во всем остальном мире. Собственно, интерес к корпоративному управлению возник в основном в 1980–90-х гг., и сейчас мы присутствуем при формировании стандартов надлежащего корпоративного управления как мирового института. Поэтому формирования более или менее законченной общемировой модели корпоративного управления следует ожидать примерно в 10-летней перспективе. От того, какая модель в итоге сформируется, и будет зависеть корпоративное управление в российских компаниях.

Аналогичные рассуждения следует провести и в отношении раскрытия информации. Наблюдаемый в последние годы рост объема информации, предоставляемой корпорациями инвесторам, уже привел к увеличению транзакционных издержек на обработку данной информации. Поэтому дальнейшее развитие системы раскрытия информации будет идти в большей мере по пути оптимизации состава раскрываемой информации и обеспечения достоверности раскрываемой информации. В этом случае при определенных обстоятельствах (например, при сохранении неблагоприятных условий ведения бизнеса) прозрачность российских корпораций может снижаться, поскольку при наличии опасностей со стороны

²⁵ Авторы благодарят Б. Б. Рубцова за предоставление данных о структуре собственности корпораций в разных странах.

²⁶ Показательно, что в Корею, на которую многие российские исследователи указывают в качестве примера для модернизации корпоративной экономики России, доля физических лиц в корпоративной собственности составляет 45%.

государства и/или бизнес-захватчиков корпорации предпочтут не предоставлять внешним агентам возможность получения адекватной информации о состоянии своих дел.

Также очевидно, что в течение всей 20-летней перспективы в российских корпорациях будет повышаться роль системы стимулов для менеджмента как инструмента повышения эффективности бизнеса.

Корпоративное финансирование

В 20-летней перспективе роль внешних источников финансирования российской корпорации будет возрастать, и особенно быстро будет увеличиваться значимость фондового рынка. Соотношение долгового и долевого финансирования будет зависеть от многих факторов — таких как будущая структура экономики (преобладание высокотехнологичных отраслей или добывающих отраслей, активный рост строительства или торговли и т. д.), темпы экономического роста, тип финансовой системы и др. Тем не менее можно прогнозировать рост объемов IPO на внутреннем рынке до среднего уровня по крупным развивающимся финансовым рынкам (примерно 1,5% ВВП). Объем IPO на внешних рынках будет, по-видимому, несколько выше среднего по развивающимся рынкам вследствие наличия в России достаточного количества больших корпораций и достигнет 0,5% ВВП (что чуть ниже современного значения соответствующего показателя для Китая).

Крупные российские корпорации будут менее активно использовать рынок акций в качестве источника инвестиций, предпочитая рынок еврооблигаций и банковское кредитование, так как для крупных корпораций в среднем трансакционные издержки на привлечение долгового финансирования ниже, а условия такого привлечения — лучше.²⁷ Однако в рам-

²⁷ Кроме того, крупные корпорации будут чаще использовать свои акции в качестве ресурса для слияний, так как для них повы-

как ограниченного круга самых крупных корпораций роль IPO будет более значимой. Причина этого видится в том, что размер таких корпораций и, следовательно, вовлеченность в глобальный рынок просто не позволит относиться к фондовому рынку только как к «имиджевому» фактору. С высокой долей вероятности тот же «Газпром» за ближайшие 20 лет осуществит несколько размещений своих акций среди международных и отечественных инвесторов (с безусловным сохранением контрольного пакета за государством). Не менее вероятны аналогичные обращения к рынку акций для таких компаний, как «Роснефть», «Транснефть», РАО «ЕЭС», «Российские железные дороги». Основной площадкой привлечения инвестиций для них останется внешний финансовый рынок.

Напротив, до 80% привлечения капитала средними корпорациями будет происходить на внутренних рынках. Доля средних компаний в совокупном объеме национальных IPO станет последовательно снижаться со 100% в 2002–2004 гг. до 25–30% в ближайшие 5 лет, после чего вновь начнет расти.²⁸ Можно пред-

шение доли на рынке более эффективно достигается, как правило, именно за счет слияний, нежели привлечения нового капитала. Примером в данном случае может служить «Северсталь» — лишь после того, как не состоялось ее слияние с Arcelor, корпорация в ноябре 2006 г. провела IPO.

²⁸ Такое своеобразное поведение данного соотношения обусловлено следующими условиями. В настоящее время рынок акций как источник инвестиций начинают осваивать наиболее крупные российские корпорации («Роснефть», «Сбербанк», в ближайшей перспективе — «Внешторгбанк», энергетические холдинги, «Российские железные дороги», «Транснефть», «Газпром» и др.). Результатом этого неизбежно станет преобладание данной группы компаний в совокупном объеме национальных IPO. Однако количество крупных корпораций в России относительно невелико, а число средних корпораций, обращающихся к возможностям рынка акций, устойчиво растет (пока по экспоненте). Одновре-

положить, что при общем улучшении бизнес-климата сегодняшние собственники будут стараться привлечь портфельных инвесторов (сохраняя контроль в своих руках). Но на горизонте в 15–20 лет, по-видимому, лишь немногим нынешним собственникам удастся сохранить полный контроль над своими компаниями. Скорее многим корпорациям будет свойственна распыленная собственность (пусть и с крупным пакетом в руках одной группы лиц). Более того, во многих случаях исчезнут экономические предпосылки для сохранения контрольного пакета — будет достаточно неполного контроля, распыленная собственность станет защитой от риска отъема собственности со стороны государства. Наконец, многие средние компании просто не смогут привлекать инвестиции без большинства независимых директоров в Совете директоров, а позднее — и без большинства миноритариев в структуре акционеров. Напротив, при отсутствии позитивных сдвигов в условиях ведения бизнеса более вероятным будет приход стратегических иностранных инвесторов, которые будут стремиться к полному контролю над приобретаемыми российскими компаниями.

4. ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

Особенностью российской модели корпорации является то, что она формировалась в процессе приватизации — в отличие от выросших естественным образом из семейного бизнеса корпораций в промышленно развитых и развивающихся

менно увеличивается и средний объем одного ПРО. Кроме того, в отличие от крупных корпораций многие средние корпорации не имеют возможности эффективно размещать акции на внешних рынках. Поэтому после того, как крупные корпорации удовлетворят свои первые потребности в инвестициях и выйдут на некоторый стабильный объем привлечения капитала, доля средних корпораций будет повышаться.

странах. Структура собственности российской корпорации сложилась в результате ряда последовательных этапов приватизации, а также вне рыночного перераспределения пакетов акций в пользу менеджеров и/или мажоритарных собственников, корпоративных захватов с использованием механизмов банкротства. В условиях несовершенных правовых институтов только полный юридический контроль над корпорацией мог обеспечить акционерам защиту, что стимулировало формирование высококонцентрированной корпоративной собственности. Однако одновременно высокая концентрация собственности и контроля стала предпосылкой для удлинения горизонта интересов и изменения мотивации мажоритарных собственников.

Следствием этих изменений в мотивации стали рост спроса на институты корпоративного управления и стремление к соответствию требованиям финансового рынка. В результате вырос объем финансирования, привлекаемого корпорациями с финансового рынка, получила распространение практика составления финансовой отчетности на основе международных стандартов. Вместе с тем корпоративный сектор остается неоднородным. Подобное рыночно-ориентированное поведение свойственно лишь ограниченному кругу крупных и средних российских корпораций. При этом негативным фактором, сдерживающим эволюцию российской модели корпорации в направлении общепринятых на глобальном рынке стандартов, является сохраняющаяся неопределенность прав собственности. Эта неопределенность поддерживается со стороны государства, ярким примером чего стало «дело „ЮКОСа“».

Дальнейшее развитие российской модели корпорации будет зависеть от сложной совокупности внутренних и внешних факторов. В 5–7-летней перспективе следует ожидать усиления роли государства в корпоративном секторе, реализуемого как через увеличение доли государства

в корпорациях с госучастием, так и посредством неформального влияния на политику крупнейших частных компаний. И для крупных, и для средних корпораций будет свойственно сохранение высокой роли бизнес-групп. При улучшении бизнес-климата вероятны активное привлечение средними корпорациями портфельных инвесторов при сохранении контроля у сегодняшних собственников. При отсутствии позитивных сдвигов в условиях ведения бизнеса более вероятно привлечение стратегических инвесторов и постепенный переход средних корпораций под их полный контроль.

Доля внешних источников финансирования на горизонте 5–7 лет вырастет. Структура инструментов привлечения финансирования в целом изменится в пользу корпоративных облигаций и акций. Однако крупнейшие корпорации с государственным участием будут преимущественно использовать банковские кредиты и выпуск облигаций (в основном еврооблигаций). Средние корпорации, напротив, станут более активно использовать возможности привлечения финансирования на рынках акций.

В целом через 5–7 лет можно будет говорить об исчезновении модели «переходной фирмы» (*transition firm*) как самостоятельного феномена и ориентации российских корпораций преимущественно на модель фирмы с концентрированной собственностью (*closely held firm*) — в особенности в сегменте средних компаний. В сегменте крупных компаний в целом более вероятно движение к модели фирмы, неформально взаимодействующей с государством и инвесторами (*development firm*) с характерной для нее системой неформального взаимодействия с государством и инвесторами.

В более отдаленной (20-летней) перспективе существует большая вариантность в эволюции модели корпорации в России. Это связано с наличием ряда развилки в области глобальных трендов в развитии корпоративного управления,

с последствиями ухода из бизнеса поколения «грюндеров» и экономической политикой государства. Вместе с тем достаточно очевидно, что на протяжении всей 15–20-летней перспективы будут происходить повышение уровня конкуренции, рост доли долгосрочных иностранных инвесторов, укрупнение корпораций и переход части из них на транснациональный уровень. Укрупнение корпораций будет оставаться одним из главных инструментов повышения их конкурентоспособности.

При общем улучшении бизнес-климата сегодняшние собственники будут стараться привлечь портфельных инвесторов. Напротив, при отсутствии позитивных сдвигов в условиях ведения бизнеса более вероятен приход стратегических иностранных инвесторов, которые будут стремиться к полному контролю над приобретаемыми российскими компаниями.

В 20-летней перспективе роль внешних источников финансирования российской корпорации будет расти, особенно быстро станет увеличиваться значимость фондового рынка. Можно прогнозировать рост объемов IPO на внутреннем рынке до среднего по крупным развивающимся финансовым рынкам уровня, составляющего примерно 1,5% ВВП, на внешних рынках — до уровня, несколько превышающего средний по развивающимся рынкам (вследствие наличия в России достаточного количества больших корпораций).

Привлечение иностранных инвесторов будет осуществляться в целях уже не столько снижения олигархического риска, сколько значительного наращивания собственного капитала и увеличения своей доли на глобальных рынках. Наиболее вероятным ответом средних корпораций на усиление конкуренции станет более активное привлечение ресурсов на финансовых рынках, в результате чего концентрация собственности будет постепенно снижаться. Данному процессу при определенных условиях также будет спо-

собствовать уход из бизнеса первых российских предпринимателей. Станет заметным увеличение доли миноритарных

акционеров, но в целом сохранится достаточно высокий уровень концентрации корпоративной собственности.

ЛИТЕРАТУРА

- Авдашева С. Б. 2001. Давальчество в российской промышленности: причины и результаты использования. *Вопросы экономики* (6): 100–113.
- Залоговые аукционы стали вопиющим нарушением всех законов по приватизации. 2005. Интервью А. Бунича агентству Прайм-ТАСС (18 декабря). <http://bunich.ru/article/index.php?id=3>
- Исследование информационной прозрачности российских компаний 2005 г.: прогресс продолжается, но в основном за счет менее прозрачных компаний. 2005. Служба рейтингов корпоративного управления Standard&Poor's (21 сентября). <http://www.sandp.ru>
- Капелюшников Р. И. 2001. Собственность и контроль в российской промышленности. *Вопросы экономики* (12): 103–124.
- Паппэ Я. Ш. 2000. «Олигархи»: Экономическая хроника 1992–2000. М.: ГУ–ВШЭ.
- Паппэ Я. Ш. 2002а. Российский крупный бизнес как экономический феномен: особенности становления и современного этапа развития. *Проблемы прогнозирования* (1): 29–46.
- Паппэ Я. Ш. 2002б. Российский крупный бизнес как экономический феномен: специфические черты, модели его организации. *Проблемы прогнозирования* (2): 83–97.
- Яковлев А. А. (ред.). 2003. Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», № 148. М.: МОНФ; АНО «Проекты для будущего: научные и образовательные технологии».
- Яковлев А. А. 2005. Эволюция стратегий взаимодействия бизнеса и власти в российской экономике. *Российский журнал менеджмента* 3 (1): 27–52.
- Andreff W. 2005. *Corporate Governance Structures in Postsocialist Economies: Toward a Central Eastern European Model of Corporate Control?* EACES Working Paper, No. 4.
- Åslund A. 1995. *How Russia Became a Market Economy*. Brookings Institution Press.
- Berglöf E., von Thadden E.-L. 2000. The Changing corporate governance paradigm: Implications for developing and transition economies. In: Pleskovic B., Stern N. (eds.). *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*. The World Bank; 135–162.
- Black B., Kraakman R., Tarassova A. 2000. Russian privatization and corporate governance: What went wrong? *Stanford Law Review* 52 (6): 1731–1808.
- Black B., Love I., Rachinsky A. 2006. Corporate governance indices and firms' market value: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review* 7 (4): 361–379.
- Boycko M., Shleifer A., Vishny R.W. 1995. *Privatizing Russia*. MIT Press: Cambridge, MA.
- Boyd J., Smith B. 1998. The evolution of debt and equity markets in economic development. *Economic Theory* 12 (3): 519–560.
- Demirguc-Kunt A., Maksimovic V. 1998. Law, finance, and firm growth. *Journal of Finance* 53 (6): 2107–2137.
- Dewatripont M., Maskin E. 1995. Credit efficiency in centralized and decentralized economies. *Review of Economic Studies* 62 (213): 541–555.
- Dolgopyatova T. 2002. Corporate control in the Russian industry: Actors and mechanisms. *East-West Journal of Economics and Business* 5 (2): 197–215.

- Dolgopyatova T., Iwasaki I. 2006. *Exploring Russian Corporations*. IER Discussion Paper Series No. 35. Interim Report on the Japan-Russia Joint Research Project on Corporate Governance and Integration Processes in the Russian Economy. Institute of Economic Research, Hitotsubashi University. <http://www.hit-u.ac.jp>
- Guriev S., Rachinsky A. 2005. The role of oligarchs in Russian capitalism. *Journal of Economic Perspectives* 19 (1): 131–150.
- Hellman J. 2002. Russia's transition to a market economy: A permanent redistribution? In: *Russia After the Fall*. Carnegie Endowment for International Peace: Washington, D. C.
- Huang H., Xu C. 1999. Institutions, innovations and growth. *American Economic Review* 89 (2): 438–443.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. 2000. *Tunnelling*. NBER Working Paper Series, WP 7523.
- Insiders, Outsiders and Good Corporate Governance in Transitional Economies: Cases of Russia and Bulgaria*. 2004. TTPP Working Papers Series. WP 2–5.
- Kornai J. 1992. *The Socialist System. The Political Economy of Communism*. Princeton: Princeton University Press.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52 (3): 1131–1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113–1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. 1999. *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*. NBER Working Paper Series, WP 7428.
- Radosevic S. 2002. *The Electronics Industry in Central and Eastern Europe: An Emerging Production Location in the Alignment of Networks Perspective*. Centre for the Study of Economic and Social Change in Europe Working Papers, WP 21.
- Stark D., Vedres B. 2006. Social times of network spaces: Network sequences and foreign investment in Hungary. *American Journal of Sociology* 111 (5): 1367–1412.
- Stiglitz J. E. 1999. *Whither Reform? Ten Years of the Transition*. Paper prepared for the Annual Bank Conference on Development Economics, Washington D. C., April 28–30, 1999.
- Vahtra P., Kari L. 2004. *Expansion or Exodus? — Foreign Operation of Russia's Largest Corporations*. Turku School of Economics and Business Administration, Electronic Publications of Pan-European Institute 8/2004. <http://www.tukkk.fi/pei>
- World Bank. 2005. *From Transition to Development. A Country Economic Memorandum for the Russian Federation*. Report No. 32308-RU.
- Yakovlev A. 2004. Evolution of corporate governance in Russia: Government policy vs. real incentives of economic agents. *Post-Communist Economies* 16 (4): 387–404.

Статья поступила в редакцию
15 октября 2006 г.