

КОРПОРАТИВНОЕ ПРАВО И ОРГАНИЗАЦИОННЫЙ ВЫБОР: ОТКРЫТЫЕ И ЗАКРЫТЫЕ АКЦИОНЕРНЫЕ ОБЩЕСТВА В РОССИИ

И. ИВАСАКИ

Университет Хитотсубаши, Япония

В России подавляющее большинство акционерных предприятий является закрытыми обществами (ЗАО), которые во многом не соответствуют исконной сути акционерного общества как современного института мобилизации общественного капитала. Это характерно также для отраслей промышленности и связи. Данная статья, основанная на результатах обследования предприятий, проведенного в первой половине 2005 г. совместной группой японских и российских исследователей, представляет собой попытку теоретического и эмпирического объяснения экономического механизма вышеуказанного явления. В ходе проведенного анализа были обнаружены следующие факторы, предположительно оказывающие значительное влияние на принятие решения о предпочтительности формы ЗАО: а) широкая распространенность структуры собственности с доминирующим положением инсайдеров как следствие массовой приватизации; б) заметное стремление менеджеров к организационной закрытости (closed corporate organization) в условиях неразвитости рынков капитала и менеджеров; в) слабый спрос предприятий на капитал; г) сильная ограниченность ресурсов местных финансовых институтов.

Преобладание закрытых акционерных обществ (ЗАО) над открытыми обществами (ОАО) как организационно-правовой фор-

мы АО выступает одной из заметных характерных черт корпоративного сектора России. Согласно заявлению Г. Шапкиной,

Данная статья является частью результатов совместного японо-российского научного исследования «Корпоративное управление и интеграционные процессы в российской экономике», в котором принимали участие исследователи из Государственного университета Хитотсубаши (Токио) и Государственного университета — Высшей школы экономики (Москва). Приступая к данному проекту в 2005 г., автор получил научно-исследовательский грант (№ 16530149; № 17203019) от Министерства образования и науки Японии и финансовую поддержку от научного фонда Japan Security Scholarship Foundation, за что выражает им глубокую благодарность. Автор признателен Т. Г. Долгопятовой, В. Кан, Л. Я. Косалсу и А. А. Яковлеву за неоценимую помощь при написании этой статьи, а также анонимным рецензентам и редакции журнала за полезные замечания.

© И. Ивасаки, 2006

судьи Высшего Арбитражного Суда РФ, количество ЗАО на 1 июля 2001 г. превысило 370 тыс., что существенно превосходит 60 тыс. ОАО [Шапкина, 2002].* Несмотря на то что среди крупных компаний с высокой степенью зависимости от внешних финансовых ресурсов большинство представлено обществами открытого типа, число ЗАО остается значительным. В действительности, согласно данным структурного обследования, проведенного Федеральной службой государственной статистики в 2003 г., в разбивке по организационно-правовым формам среди 32 266 акционерных обществ, за исключением малых предприятий, 19 407 предприятий были открытыми обществами, а 12 859 предприятий — закрытыми [Структура..., 2004]. Таким образом, 4 из 10 крупных и средних предприятий в России функционируют в организационных условиях, при которых жестко ограничена ликвидность собственных акций.

В отличие от большинства стран с рыночной экономикой, где в соответствии с положениями об уставе общества, а также специальными решениями общего собрания акционеров, переход к «практически» закрытому акционерному обществу реализуется через предписанный уставом запрет передачи акций (share transferability) третьему лицу и другие подобные меры¹,

* По данным Росстата на 1 января 2005 г., из числа организаций, зарегистрированных в Статрегистре, к ОАО относилось 58,4 тыс., к ЗАО — 389,2 тыс., к ООО — 2194 тыс. — *Прим. ред.*

¹ Например, в корпоративном праве Японии допускается включение в устав акционерного общества положения о необходимости одобрения обществом передачи акций, и лишь в этом случае акционерное общество неофициально называется «закрытым». В странах континентального права также не существует закрытых обществ как одного из видов организационно-правовой формы АО. Однако в корпоративном праве Великобритании, в соответствии с методами финансирования, коммерческие компании подразделяются на общественные (public company) и частные (private). Статус последних близок к российским ЗАО.

в России существование ЗАО как одной из организационно-правовых форм коммерческих предприятий предусмотрено самим законодательством. Более того, как будет указано далее, создана уникальная институциональная среда, в которой законом предписаны четкие различия между двумя формами АО в плане способа эмиссии ценных бумаг, минимального размера уставного капитала, количества акционеров и обязательств по раскрытию информации.

Со времен первой постановки Р. Коузом важнейшего вопроса о природе фирмы [Coase, 1937], теоретические подходы к объяснению внутренней организации предприятия получили широкое развитие. На их основе было проведено значительное число эмпирических исследований, посвященных проблематике факторов выбора организационных форм деятельности компаний и взаимосвязи между организационной формой и функционированием компании.² Однако практически невозможно найти эмпирические работы, непосредственно касающиеся выбора конкретной организационно-правовой формы акционерного общества и влияния этого выбора на функционирование и результаты деятельности компаний, за исключением ценного исследования [Karpoff, Rice, 1989]. В этом смысле можно сказать, что организационно-правовые формы российских АО являются важным объектом для исследований с точки зрения экономики организации, теории финансов предприятия и корпоративного управления.

Кроме того, данная тема исследований чрезвычайно важна для осмысления реального положения российской экономики, претерпевающей крупномасштабную эволюционную трансформацию в направлении формирования капиталистической рыночной системы. Поскольку в качестве

² В качестве примера см.: [Brickley, Dark, 1987; Weir, 1996; Regan, Tzeng, 1999; Bless, Carlton, 2001; Brooks, 2002; Deli, Varma, 2002].

основополагающей характеристики акционерного общества выступает его роль как современного института мобилизации общественного капитала, постольку ОАО, гарантирующее свободу передачи акций, может рассматриваться как основная форма акционерного общества. В этом смысле необходимо признать, что форма закрытого общества не отвечает основному назначению современной компании. Однако, как было указано ранее, ЗАО получили широкое распространение в России, причем не только среди малых и средних, но и среди крупных предприятий. Высока вероятность того, что глубоко укоренившаяся в российском бизнесе установка на организационную закрытость неразрывно связана с общим низким уровнем практики корпоративного управления и характеристиками инвестиционного поведения предприятий, которое остается вялым, несмотря на значительное в последнее время оживление экономики. Таким образом, организационно-правовые формы акционерных обществ являются той сферой исследования, которая важна как с точки зрения теории переходной экономики в целом, так и для изучения российской экономики в частности. Тем не менее до сих пор научный интерес к данной проблематике проявляли лишь немногочисленные исследователи (см., напр.: [Долгопятова, 1995]), не говоря уже об отсутствии детальных работ на эту тему.

Данная статья посвящена изучению вышеуказанной проблемы, глубоко не исследованной, но вызывающей большой интерес, и основана на итогах анкетного обследования российских корпораций, проведенного в 2005 г. группой японских и российских исследователей, включая автора настоящей статьи.³ Данное крупномасштабное обследование проводилось в

³ В отличие от других стран, в России реально существует не две, а три правовые формы с ограниченной ответственностью учредителей (ОАО, ЗАО и ООО). Однако проведенный нами

течение пяти месяцев с февраля по июнь указанного года при непосредственном посещении и опросе топ-менеджмента 822 предприятий в отраслях промышленности и связи в 64 субъектах Российской Федерации.⁴ Все обследованные предприятия были акционерными обществами со средним количеством занятых на одно предприятие в количестве 1884 человек (среднее отклонение — 5570 человек, медиана — 465 человек). По организационно-правовой форме среди 822 предприятий 553 (67,3%) были ОАО, 269 (32,7%) — ЗАО.⁵ Данное соотношение практически совпадает с результатами ранее указанного обследования, проведенного Федеральной службой государственной статистики. Более того, опрошенные предприятия составили репрезентативную выборку, достаточную для отражения российских средних и крупных акционерных обществ с точки зрения структуры по регионам, секторам и отраслям и т. д.⁶

Таким образом, в настоящей статье мы исследуем ряд факторов, влияющих

опрос охватывал только ОАО и ЗАО, так как именно эти две формы являются наиболее характерными для крупных и средних предприятий промышленности. Соответственно, проводимый анализ сфокусирован на выборе предприятий между двумя организационно-правовыми формами АО. (Автор признателен А. А. Яковлеву за его замечание по этому поводу.)

⁴ Среди опрошенных директоров и их заместители составляют 94,8%. Остальная часть респондентов представлена председателями Совета директоров (1,6%) и менеджерами, ответственными за вопросы корпоративного управления (3,6%).

⁵ В категорию ЗАО включены 4 акционерных общества работников (народные предприятия), являющихся специфичной формой закрытого общества. Сама форма акционерного общества работников весьма интересна, но не является объектом анализа данной статьи и поэтому далее не рассматривается. Заинтересованные читатели могут обратиться к [Iwasaki, 2003, p. 525–527].

⁶ Для детального ознакомления с методом обследования и опрашиваемыми предприятиями см.: [Dolgopyatova, Iwasaki, 2006].

на предпочтение многими российскими акционерными компаниями формы закрытого акционерного общества, посредством статистического и эконометрического анализа микроданных, полученных в ходе проведенного обследования предприятий. Статья построена следующим образом. В следующем разделе рассматриваются институциональные рамки, устанавливающие возможные организационно-правовые формы российских АО, и их значение для организационной стратегии компаний. Далее проводится теоретический и эмпирический анализ поведения акционерных обществ при организационном выборе. В заключении приводятся основные выводы исследования.

ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВЫЕ ФОРМЫ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ: ОАО И ЗАО

В начале данного раздела проясняются различия между организационно-правовыми формами открытых и закрытых акционерных обществ; затем, основываясь на результатах вышеуказанного совместного российско-японского исследования, представляется мнение менеджеров опрошенных предприятий об основных причинах выбора существующей организационно-правовой формы, рассматривается ее значение для организационной стратегии в действующих институциональных рамках.

В соответствии с российским корпоративным правом⁷, инвестор, намеревающийся учредить акционерное общество,

⁷ См. главу 4 (ст. 96–104) Гражданского кодекса РФ (часть первая) от 30 ноября 1994 г. и Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. Данный раздел отражает содержание законов, действовавших во время проведения обследования предприятий, которое легло в основу эмпирического анализа данной статьи.

осуществляет выбор между открытым и закрытым типами АО как его организационно-правовыми формами. Между этими двумя формами существуют четкие различия, установленные законодательством и выражающиеся в: а) степени свободы в передаче акций; б) методе эмиссии ценных бумаг; в) минимальном размере уставного капитала; г) числе акционеров; д) форме государственного участия в финансировании; е) обязательствах по раскрытию информации.

Во-первых, акционеры ОАО могут свободно передавать (transfer) акции другим акционерам или третьему лицу, в то время как акционеры ЗАО и само общество обладают преимущественным правом на приобретение акций, отчуждаемых акционерами, а именно: акционер закрытого общества, намеренный продать свои акции третьему лицу, обязан за свой счет письменно известить об этом намерении остальных акционеров общества и его менеджмент с указанием цены и других условий продажи акций. Он может заключить контракт на продажу акций третьей стороне только в том случае, если другие акционеры данного общества, или само общество, не воспользуются преимущественным правом на приобретение предлагаемых акций. Подобные обязательства дают самому ЗАО и его акционерам возможность заранее получать информацию о намерении какого-либо акционера передать акции компании третьей стороне и эффективно препятствовать утечке акций вовне, неся при этом неизбежные издержки по приобретению этих акций.⁸

⁸ В положении «Об акционерных обществах» утвержденном Постановлением Совета Министров РСФСР от 25 декабря 1990 г. «Об утверждении Положения об акционерных обществах», предшествующем закону об акционерных обществах, была предусмотрена невозможность передачи акций закрытого общества без согласия большинства акционеров (ст. 7). Следовательно, можно сказать, что в отличие от прежнего закона, действовавшего до конца 1995 г., настоящий закон смягчает условия передачи акций ЗАО.

Во-вторых, ОАО может быть учреждено не только его учредителями, но и посредством проведения открытой подписки на выпускаемые им акции и их предложение неограниченному кругу лиц, тогда как в ЗАО акции распределяются только среди его учредителей и заранее определенного круга лиц. Закрытое акционерное общество не может проводить открытую подписку на эмиссионные акции. Однако оно может выпускать облигации, за исключением конвертируемых, для привлечения внешнего финансирования.

В-третьих, минимальный уставный капитал ОАО должен составлять не менее тысячекратного размера минимальной заработной платы, установленного на дату регистрации общества, а ЗАО — не менее стократной суммы. Например, если с января по август 2005 г. минимальный размер оплаты труда составил 720 рублей (приблизительно 25 долл.)⁹ в месяц, то разница между минимальным уставным капиталом этих двух организационных форм составит 648 тыс. руб. (приблизительно 23 тыс. долл.). Эта величина довольно значительна для мелких и венчурных предприятий, входящих на рынок.

В-четвертых, число акционеров ЗАО не должно превышать 50 человек; в случае его превышения, количество акционеров должно быть уменьшено в течение года либо общество должно быть преобразовано в ОАО или ликвидировано. Однако данный пункт не применяется к закрытым обществам, учрежденным до вступления в силу закона об акционерных обществах в конце 1995 г. Более того, в указе Президента РФ, предписывавшем преобразование акционерных обществ с долевым участием государства более 25% в открытые, не предусматривались штрафные меры и другие санкции

⁹ См.: Федеральный закон «О минимальном размере заработной платы» с изменениями на 29 декабря 2004 г., ст. 1.

в случае его нарушения, и поэтому меры пресечения не могли применяться в полном объеме [Iwasaki, 2003, p. 510–511].¹⁰ Вследствие этих двух причин все еще существует значительное число ЗАО, имеющих более 50 акционеров. Многие из них — бывшие государственные и муниципальные предприятия, преобразованные в акционерные общества в результате политики массовой приватизации начала 1990-х гг. Также среди них есть предприятия, учрежденные в этот период, и дочерние общества приватизированных предприятий.¹¹

В-пятых, государственные органы и органы местного самоуправления в принципе не могут выступать учредителями акционерного общества. Впрочем, в исключительных случаях, когда акционерные общества образуются в форме разделения и учреждаются при унаследовании имущества государственных и муниципальных предприятий, участие государственных органов в учреждении акционерного общества возможно, но с условием, что данное общество будет открытым. Данный пункт не применяется к приватизированным предприятиям. Это является одной из причин существования в настоящее время многочисленных закрытых обществ, в которых акционерами выступают административные органы.

И наконец, акционерное общество открытого типа обязано представлять годовой отчет о своей деятельности, бухгалтерскую отчетность, проспекты эмиссии акций, а также другую информацию, запрашиваемую государственными органами,

¹⁰ См.: Указ Президента РФ от 18 августа 1996 г. «О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера». Он прекратил свое действие в феврале 2005 г. согласно поправкам Закона о банкротстве.

¹¹ Для более детального ознакомления с интерпретацией закона см.: [ЗАО Р-Брок, 2003; Игнатов, Филимосин, 2002; Могилевский, 2004; Тихомиров, 2001; Шапкина, 2002].

такими как Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР). Напротив, общество закрытого типа должно предоставлять необходимую информацию только в случае эмиссии облигаций и других ценных бумаг, в размере и виде, установленном ФСФР.

При этом, как отмечается в [Emery, Lewellen, Mauer, 1998; Gordon, Mackie-Mason, 1994], искажения в налоговой системе (tax distortion) могут оказывать ощутимое влияние на принятие компаниями и инвесторами решений при осуществлении организационного выбора. Однако в России в налоговой системе установлен принцип недискриминации источника капитала, инвестора и формы владения и полностью отсутствуют различия в налогообложении открытого и закрытого акционерных обществ.¹² Более того, в законе о банкротстве и других законах, относящихся к предприятиям, а также в добровольных кодексах корпоративного управления отсутствуют положения, которые могли бы оказывать значительное влияние на выбор организационно-правовой формы АО.

В ходе нашего совместного исследования руководителям компаний был задан вопрос о том, какие наиболее важные факторы, на их взгляд, повлияли на выбор существующей организационно-правовой формы, и о значении обозначенных выше институциональных рамок для организационной стратегии их компании. Полученные результаты указывают на то, что руководители четко осознают важность выбора между ОАО и ЗАО для

корпоративной стратегии акционерного предприятия, а именно: из 793 ответивших количество предприятий, отметивших влияние выбора организационно-правовой формы на развитие их бизнеса, составило 602 (75,9%), что существенно превысило число предприятий, не сделавших акцента на существование связи между этими явлениями, которое составило 191 (24,1%). При этом разница между открытыми и закрытыми обществами в отношении доли утвердительно ответивших о связи между выбором организационно-правовой формы компании и ее развитием невелика (77,8% против 72,0%), однако статистически значима на 10%-м уровне ($\chi^2 = 3,209$, $p = 0,073$).

Более того, среди утвердительно ответивших предприятий 518 (86,0%) из 602 считают, что существующая организационно-правовая форма выгодна для их развития; эта цифра значительно превзошла число предприятий, полагающих, что организационно-правовая форма для них неудобна, 84 (14,0%). Следует отметить, что разница между ОАО и ЗАО в отношении предприятий, ответивших, что форма выгодна для их развития, практически отсутствует (85,7% против 86,7%) и статистически не значима ($\chi^2 = 0,098$, $p = 0,754$). Таким образом, помимо различий в организационно-правовых формах, большинство руководителей АО видят определенную связь между развитием компании и ее выбором.

В табл. 1 приводятся ответы менеджеров на вопрос о сравнительных преимуществах каждой из двух возможных организационно-правовых форм. Отражая заинтересованность руководителей в данной проблеме, 68,3% опрошенных (395 предприятий) из указавших выгоды ОАО отмечают в качестве организационных преимуществ построение доверительных отношений с партнерами и инвесторами, а также превосходство в привлечении внешнего финансирования, тогда как свобода передачи

¹² См.: Налоговый кодекс РФ (часть первая) от 31 июля 1998 г., ст. 3. Хотя в законе четко не указывается, тем не менее можно толковать, что данный принцип недискриминации применяется и к типам обществ. Действительно, на практике используется одинаковый подход в налогообложении как для обществ с ограниченной ответственностью, так и для других типов обществ.

Таблица 1
Сравнение относительных преимуществ организационно-правовой формы открытого и закрытого акционерного общества при альтернативном замещении одной формы на другую

| | Все общества | | ОАО | | ЗАО* | |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | Количество ответов | Процент опрошенных | Количество ответов | Процент опрошенных | Количество ответов | Процент опрошенных |
| Сравнительные преимущества ОАО** | | | | | | |
| Прозрачность управления предприятием для инвесторов и бизнес-партнеров | 235 | 31,2 | 202 | 38,3 | 33 | 14,6 |
| Усиление системы корпоративного управления | 85 | 11,3 | 60 | 11,4 | 25 | 11,1 |
| Привлечение потенциальных инвесторов и доступ к рынку финансовых ресурсов | 160 | 21,2 | 97 | 18,4 | 63 | 27,9 |
| Свобода передачи акций | 96 | 12,7 | 67 | 12,7 | 29 | 12,8 |
| Другое | 2 | 0,3 | 2 | 0,4 | 0 | 0,0 |
| Отсутствие преимуществ | 175 | 23,2 | 99 | 18,8 | 76 | 33,6 |
| Всего | 753 | 100,0 | 527 | 100,0 | 226 | 100,0 |
| Сравнительные преимущества ЗАО*** | | | | | | |
| Эффективное управление предприятием руководителем | 60 | 8,4 | 30 | 6,5 | 30 | 12,0 |
| Избежание строгого государственного регулирования, существующего в случае ОАО | 131 | 18,3 | 92 | 19,8 | 39 | 15,6 |
| Защита от насильственного выкупа предприятия и сдерживание утечки акций | 350 | 49,0 | 218 | 47,0 | 132 | 52,8 |
| Легкость учреждения АО малыми и средними предприятиями | 43 | 6,0 | 29 | 6,3 | 14 | 5,6 |
| Другое | 0 | 0,0 | 0 | 0,0 | 0 | 0,0 |
| Отсутствие преимуществ | 130 | 18,2 | 95 | 20,5 | 35 | 14,0 |
| Всего | 714 | 100,0 | 464 | 100,0 | 250 | 100,0 |

Примечания:

* Включены акционерные общества работников (народные предприятия).

** Тест паритетности величин соотношений ответов отдельно по организационно-правовым формам: $\chi^2 = 51,079$ ($p = 0,000$).

*** Тест паритетности величин соотношений ответов отдельно по организационно-правовым формам: $\chi^2 = 12,480$ ($p = 0,014$).

Таблица 2

Наиболее важные факторы, повлиявшие на выбор существующей организационно-правовой формы

| Факторы | Все общества | | ОАО | | ЗАО* | |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | Количество ответов | Процент опрошенных | Количество ответов | Процент опрошенных | Количество ответов | Процент опрошенных |
| Правовые ограничения, касающиеся числа акционеров и размера минимального уставного капитала | 93 | 11,8 | 58 | 10,8 | 35 | 13,7 |
| Политика массовой приватизации | 349 | 44,1 | 291 | 54,4 | 58 | 22,7 |
| Решение акционеров и менеджеров | 248 | 31,4 | 133 | 24,9 | 115 | 44,9 |
| Отсутствие согласованности во мнении между акционерами и менеджерами | 7 | 0,9 | 3 | 0,6 | 4 | 1,6 |
| Время и затраты, необходимые для изменения организационной формы общества | 21 | 2,7 | 10 | 1,9 | 11 | 4,3 |
| Другое | 73 | 9,2 | 40 | 7,5 | 33 | 12,9 |
| Всего | 791 | 100,0 | 535 | 100,0 | 256 | 100,0 |

Примечания:

* Включены акционерные общества работников (народные предприятия).

Тест паритетности величин соотношений ответов отдельно по организационно-правовым формам: $\chi^2 = 74,240$ ($p = 0,000$)

акций занимает второстепенное положение. Структура ответов открытых и закрытых обществ статистически значимо различается: руководители ЗАО так же, как и руководители ОАО, понимают преимущество открытого общества в привлечении финансирования, но все же среди них имеет место выраженная тенденция непризнания каких-либо преимуществ открытого общества. Вместе с тем мнения большинства руководителей сходятся в том, что организационные преимущества закрытого общества заключаются в эффективной организационной защите от внешней среды, включая государство; в этом случае при разделении опрашива-

емых по организационно-правовой форме разница между двумя группами в структуре ответов статистически значима, но не существенна.

В табл. 2 представлены наиболее важные факторы, повлиявшие на выбор обследованными предприятиями существующей организационно-правовой формы. Так, менее чем 11,8% респондентов назвали в качестве важнейшего фактора требования к размеру минимального уставного капитала и количеству акционеров, установленные законодательством об акционерном обществе; 75,5% ответивших указали на политику массовой приватизации, проводившуюся в начале 1990-х гг.,

либо на управленческое решение менеджмента или акционеров. Тот факт, что 54,4% опрошенных ОАО ответили, что они приняли форму акционерного общества открытого типа в результате политики массовой приватизации, легко объясняется при учете исторического контекста, который выражался в том, что федеральное правительство настойчиво рекомендовало предприятиям, которые вот-вот должны были приватизироваться, становиться ОАО, стимулируя тем самым обмен приватизационных ваучеров, распределявшихся среди населения в качестве инструмента бесплатной приватизации, на акции государственных и муниципальных предприятий. Вместе с тем, принимая во внимание тот факт, что менеджеры и трудовые коллективы, т. е. работники предприятий, остаются доминирующими акционерами во многих АО [Iwasaki, 2006] и традиционно «закрытый», ориентированный во внутрь, менталитет этих акционеров-инсайдеров, вполне возможно, что форма ЗАО принимается в ходе принятия решения о выборе организационной стратегии в условиях заданной неопределенности социально-экономической среды, что типично для переходной экономики.

ФАКТОРЫ ВЫБОРА ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВОЙ ФОРМЫ: ТЕОРИЯ И ЭМПИРИКА

В предыдущем разделе прояснилась важность политики приватизации в качестве фактора, разделяющего организационное устройство акционерных предприятий на два типа, и значение каждого из этих типов для организационной стратегии компаний; а также была указана разница в альтернативных организационно-правовых формах акционерного общества открытого и закрытого типов. В данном разделе, основываясь на вышеуказанных

выводах, теоретически и эмпирически проверяются гипотезы об определяющих факторах организационного выбора российских компаний.

Теоретическая гипотеза

Экономическая теория организации, как и теория фирмы (см., напр.: [Alchian, Demsetz, 1972; Jensen, Meckling, 1976; Mayers, Smith, 1981; Fama, Jensen, 1983a; 1983b; Williamson, 1985; Milgrom, Roberts, 1992; Furubotn, Richter, 1997]), предсказывает воздействие институциональных различий, существующих между открытым и закрытым акционерными обществами, на процесс принятия решений и стимулы собственников и менеджеров соответствующих компаний посредством ряда механизмов, описываемых далее. Эти механизмы оказывают существенное влияние на выбор акционерным обществом своей организационно-правовой формы.

Первым механизмом является имущественный эффект ограничений на передачу акций. Ограничения на передачу акций, существующие в ЗАО, уменьшают их ликвидность и ценность как финансового товара. К тому же, как отмечалось выше, в случае намерения передать акции закрытого общества третьему лицу их держатель должен нести полную сумму расходов, связанных с получением информации о желании акционеров ЗАО или самого общества реализовать преимущественное право на приобретение акций. Следовательно, инвесторы, вкладывающие средства лишь с целью получить отдачу на вложенный капитал (т. е. портфельные инвесторы), при прочих равных условиях инвестирования будут склонны к приобретению акций ОАО, где возможно свободное распоряжение имеющимися акциями, нежели акций ЗАО. Опираясь на схожую логику, руководители компании будут предпочитать организационно-правовую

форму ОАО, с точки зрения эмиссии ценных бумаг для привлечения финансирования из внешних источников, так как в случае закрытого общества компания должна смириться с затратами, связанными с привлечением дополнительного капитала, равными сумме трансакционных издержек по передаче акций третьим лицам и величины премии за низкую ликвидность своих акций. ЗАО находится в менее выгодном положении, чем ОАО и с точки зрения запрета на эмиссию конвертируемых облигаций. Более того, согласно результатам обследования, приведенным в табл. 2, выбор формы ОАО увеличивает прозрачность управления компанией, облегчая фирме получение кредитов у коммерческих банков и других финансовых институтов. Таким образом, можно предположить, что чем выше спрос компании на финансовые ресурсы, тем выше вероятность выбора ею формы открытого общества.

Второй механизм связан с управленческим эффектом ограничений на передачу акций. Строгие ограничения на передачу акций в ЗАО существенно уменьшают возможности изменения системы внутреннего контроля в компании и структуры ее собственников, что может происходить посредством «выхода» из компании через продажу имеющихся акций, посредством поступившего предложения о покупке акций компании (*tender offer*), банкротства, борьбу за доверенности (*proxy fight*) и т. д. Это служит серьезным препятствием для изменений в составе управленческого звена компании, которое не смогло создать в компании эффективную систему менеджмента и достичь ожидавшихся от него результатов. Следовательно, с точки зрения преимуществ в системе корпоративного управления внешние акционеры предпочитают инвестировать в компании, существующие в форме ОАО; напротив, менеджеры компаний, стремящиеся удержать свои возможности оппортунистического пове-

дения или желающие избежать риска появления аутсайдеров с враждебным предложением о поглощении, предпочитают учреждать и сохранять предприятия в форме ЗАО.

Третьим механизмом является информационный эффект государственного регулирования раскрытия информации. Обязательства по раскрытию информации, налагаемые государством только на открытые общества, создают эффект смягчения асимметрии информации между высшим менеджментом компании и инвесторами в пользу последних. С этой точки зрения можно предположить, что портфельные инвесторы предпочтут инвестировать в ОАО, которые обладают более качественной системой корпоративного управления, в то время как менеджмент предпочтет, чтобы их компании функционировали в виде ЗАО.

Необходимо также добавить, что в качестве факторов, оказывающих влияние на организационный выбор типа акционерного общества, выступают такие характерные особенности российской экономики, как существование быстро растущих рынков и активные процессы объединения предприятий.¹³ Поэтому необходимо дополнительно сформулировать следующие две гипотезы. Суть четвертого механизма сводится к тому, что компании, находящиеся в условиях жесткой конкуренции в быстрорастущих новых отраслях, во избежание отставания в процессе принятия решений в рамках коллегиальной системы управления, могут предпочесть организационную форму, при которой будет возможным гибкое поведение топ-менеджмента [Grundeis, Talaulicaru, 2002]. Следовательно, есть вероятность того, что предприятия, относящиеся к таким отраслям, по сравнению с

¹³ Для более подробного ознакомления с деятельностью российских промышленно-финансовых групп и «олигархов» см.: [Клепач, Яковлев, 2004; Johnson, 1997; Perotti, Gelfer, 2001; Hoffman, 2002; Guriev, Rachinsky, 2005].

предприятиями зрелых отраслей, выберут закрытый тип общества с достаточно мягким коллегиальным контролем над управлением предприятием.

Пятый механизм характеризуется тем, что участие в бизнес-группе или холдинговой компании эффективно с точки зрения защиты от внешних угроз, например государственного вмешательства в управление или враждебных предложений о поглощении, что обеспечивается посредством перекрестного владения акциями предприятиями — участниками группы и использования политического влияния бизнес-группы, к которой принадлежит предприятие. В результате организационное преимущество «институционального щита», свойственное форме ЗАО, становится для предприятий бизнес-группы незначительным. Более того, чрезмерные ограничения на переток акций нежелательны с точки зрения внутренней логики бизнес-группы, учитывающей необходимость эффективного управления капиталовложениями внутри группы. Таким образом, участие в бизнес-группе или холдинговой компании повышает вероятность того, что предприятие-участник будет функционировать в качестве ОАО. Однако, с увеличением числа уровней иерархичной структуры бизнес-группы все более частым становится учреждение предприятий, находящихся на нижних уровнях иерархии, в виде 100% дочерних компаний либо в качестве «подставных» компаний с целью уклонения от налогов и ведения двойной бухгалтерии. Такие предприятия, как правило, функционируют в виде ЗАО по причине менее жестких требований по раскрытию информации. Следовательно, предполагается, что между организационным размером бизнес-группы и отношением числа закрытых обществ к общему числу предприятий — участников группы существует положительная зависимость.

И наконец, как отмечено ранее, принимая во внимание характеристики пра-

вового регулирования способа участия органов государственного управления в обществе и размера минимального уставного капитала, а также политические аспекты приватизации предприятий, высока вероятность выбора формы ОАО приватизированными предприятиями, предприятиями, отделившимися от них или государственных компаний (spinoff firms), в отличие от предприятий, вновь учрежденных частным капиталом после распада коммунистического режима. Таким образом, мы предполагаем, что российские АО разделяются на открытый или закрытый типы в результате взаимодействия шести вышеуказанных механизмов.

Эмпирический анализ

В данном разделе эмпирически проверяется каждый из теоретических механизмов организационного выбора акционерных компаний, его статистическая значимость и степень влияния на выбор существующих альтернатив. Для этого представим в качестве зависимой переменной (dependent variable) тип акционерного общества (CORFOR), присвоив ей значение 0 для ОАО и значение 1 — для ЗАО, и проведем оценку логит-модели, содержащей следующие объясняющие переменные: а) переменные собственности, представляющие влияние менеджмента или внешних акционеров на организационную стратегию; б) переменные, связанные с ограничениями на спрос компании на финансовые ресурсы и на их предложение; в) переменные, характеризующие рост рынка или отрасли, в которой функционирует компания; г) переменные, связанные со степенью интеграции компании в бизнес-группу и числом уровней иерархии в этой группе; д) переменные, относящиеся к влиянию политических аспектов на учреждение общества в прошлом; е) все виды контрольных переменных.

Определения переменных, их описательная статистика и источники приведены в табл. 3.

Что касается переменных собственности, то в случае внешних акционеров используются: суммарная доля владения всех внешних акционеров (OWNOUT), за исключением российских физических лиц; доля государственного владения (OWNSTA); доля владения частных акционеров (OWNPRI); а также доля акций у федеральных государственных органов (OWNFED); органов регионального и местного самоуправления (OWNREG); коммерческих банков (OWNBAN); других финансовых институтов, включая инвестиционные фонды (OWNFIN); нефинансовых корпоративных акционеров (OWNCOR); иностранных инвесторов (OWNFOR). Для оценки менеджмента используется фиктивная дихотомическая переменная управляющего — крупного акционера (MANSHA), которая принимает значение 1, если управляющий является крупным акционером данного общества.¹⁴

В качестве заменяющих переменных (проху) спроса на финансовые ресурсы

¹⁴ В эмпирическом анализе отечественные акционеры — физические лица, включая акционеров-работников, рассматриваются в качестве базовой категории. Исходя из прошлого опыта работы нашей совместной группы и других исследователей, следует отметить, что российские управляющие зачастую не владеют полной информацией о количестве акций, имеющихся у знакомых, родственников и семей работников, и у управляющих, формально принадлежащих к категории внешних индивидуальных акционеров, а также об общем количестве акций всех работников, поэтому их ответы касательно величины соотношения владения акциями инсайдерами содержат значительную ошибку наблюдения. Следует отметить, что необходимо выразить через фиктивную переменную управляющего — крупного акционера его положение как собственника предприятия, так как последний часто уклоняется от ответов о величине владения им акциями предприятия.

принимаются следующие переменные. Переменная планирования эмиссии ценных бумаг (SECPLA), где предприятиям, планирующим эмиссию ценных бумаг на территории России в ближайшем будущем, присваивается значение 1; предприятиям, планирующим эмиссию облигаций и акций за рубежом, где правила по раскрытию информации и требования к управленческой деятельности более жесткие, — значение 2; а во всех остальных случаях — значение 0. Кроме того, используется также фиктивная переменная доверительного банковского партнерства — RELBAN, где предприятиям, устанавливающим долгосрочные доверительные отношения с определенными коммерческими банками для оперативного получения финансовых ресурсов, присваивается значение 1.

В качестве заменяющей переменной ограничений, связанных с предложением финансовых ресурсов, используется показатель количества финансовых институтов на 1 тыс. нефинансовых коммерческих предприятий и организаций тех субъектов федерации, в которых находились анализируемые предприятия (NUMFIN). Причина использования данной переменной заключается в крайней важности местных коммерческих банков и инвестиционных компаний в финансировании местных предприятий, а также в области консультационных услуг по финансовым вопросам, за исключением предприятий, расположенных в крупных городах. Следовательно, уровень развития этих местных финансовых институтов, в свою очередь, выступает в качестве важного фактора, влияющего на способность предприятий привлекать финансовые ресурсы.

Рост отрасли промышленности, в которой функционируют анализируемые предприятия, характеризуется реальным среднегодовым уровнем роста в процентах за 2001–2004 гг. (SECGRO). Среднее значение роста по 8 отраслям промышленности

составило 4,2%, в то время как среднее значение для сектора связи, претерпевающего бурное развитие в последние годы (особенно в области мобильной связи и интернета), достигло 22,4%. Безусловно, связь является одной из самых быстрорастущих отраслей российской экономики.

В отношении бизнес-групп используется фиктивная переменная предприятия — члена группы (GROFIR), принимающая значение 1, если предприятие участвует в определенной холдинговой компании или бизнес-группе через механизм владения акциями. Кроме того, используются фиктивная переменная головного предприятия группы (GROCOR) и фиктивная переменная аффилированных компаний (GROAFF), которые характеризуют бизнес-группу предприятия-участника. Размер группы выражен через натуральный логарифм общего числа ее участников — GROSIZ.

Политические аспекты учреждения АО с точки зрения важности политики массовой приватизации и предписанных способов участия государственных органов в предприятиях отражены в фиктивных переменных, представляющих приватизированные бывшие государственные и муниципальные компании (PRICOM) и вновь учрежденные общества в форме выделения из приватизированных или государственных предприятий (SPIOFF).¹⁵ Кроме того, в качестве контрольных переменных в уравнение регрессии добавлены переменная размера предприятия (COMSIZ), представленная натуральным логарифмом общего количества работников, а также и дамми-переменные для отдельных отраслей промышленности.

Следуя теоретическим положениям предыдущего раздела предполагается, что

степень участия внешних акционеров, выраженная переменной OWNOUT и другими, отрицательно влияет на выбор формы ЗАО, т. е. является значимой со знаком минус. На данном этапе невозможно определить знак коэффициента при переменной MANSHA, так как он зависит от того, что имеет бóльшую важность: величина дополнительной прибыли от акций, которыми владеет менеджер или их группа (marginal assessment value of own shares), или дополнительные выгоды, получаемые менеджером при управлении закрытым акционерным обществом. Предполагается, что знак коэффициентов всех трех переменных, относящихся к спросу и предложению финансовых ресурсов, отрицателен, а знак коэффициента при SECGRO — положителен; также допускается, что знак коэффициентов при всех трех видах фиктивных переменных, характеризующих участие предприятий в бизнес-группе (GROFIR, GROCOR, GROAFF), отрицателен, отражая негативное воздействие на выбор формы ЗАО, в то время как при GROSIZ — положителен. Ожидается, что знак отрицателен для PRICOM и SPIOFF, отражающих воздействие государственной политики на создание компании в прошлом. Для COMSIZ знак коэффициента также предполагается отрицательным — в случае, если при увеличении размера предприятия увеличиваются основной капитал и число акционеров и постепенно выполняются все необходимые условия для выбора формы ОАО.

В табл. 4 сравниваются открытые и закрытые общества на основе всех вышеуказанных объясняющих переменных. Средняя доля владения акциями внешними акционерами ОАО превышает эту долю в ЗАО по всем их видам, и эта разница статистически значима на 1%-м уровне, за исключением иностранных инвесторов. В отличие от этого, доля обществ, где управляющие — крупные акционеры

¹⁵ Следовательно, вновь созданные предприятия, учрежденные частными фирмами или лицами, становятся базовой категорией эмпирического анализа.

Таблица 3

Определения, описательная статистика и источники переменных, использованных в эмпирическом анализе

| Переменная | Определение | Описательная статистика | |
|--|--|-------------------------|------------|
| | | Среднее значение | с. к. о. * |
| CORFOR (Closed JSC dummy) | Переменная равна единице, если организационно-правовой формой предприятия является ЗАО, и нулю — ОАО | 0,37 | 0,48 |
| OWNOUT (Ownership share of outside investors) | Доля владения акциями внешними акционерами, оцениваемая следующими шестью значениями: 0 (0%); 1 (менее 10,0%); 2 (10,1–25,0%); 3 (25,1–50,0%); 4 (50,1–75,0%); 5 (75,1–100,0%) | 1,87 | 2,14 |
| OWNSTA (Ownership share of the state) | Доля владения акциями государством, оцениваемая шестью значениями, как переменная OWNOUT | 0,37 | 1,02 |
| OWNFED (Ownership share by federal government agencies) | Доля владения акциями федеральными органами власти, оцениваемая шестью значениями, как переменная OWNOUT | 0,23 | 0,82 |
| OWNREG (Ownership share by regional and local government agencies) | Доля владения акциями региональными и местными органами власти, оцениваемая шестью значениями, как переменная OWNOUT | 0,17 | 0,70 |
| OWNPRI (Ownership share of private investors) | Доля владения акциями частными акционерами, оцениваемая шестью значениями, как переменная OWNOUT | 1,26 | 1,90 |
| OWNBAN (Ownership share by commercial banks) | Доля владения акциями коммерческими банками, оцениваемая шестью значениями, как переменная OWNOUT | 0,11 | 0,50 |
| OWNFIN (Ownership share by investment funds and other financial institutions) | Доля владения акциями инвестиционными фондами и другими финансовыми институтами, оцениваемая шестью значениями, как переменная OWNOUT | 0,16 | 0,68 |
| OWNCOR (Ownership share by non-financial corporate shareholders) | Доля владения акциями нефинансовыми корпоративными акционерами, оцениваемая шестью значениями, как переменная OWNOUT | 0,88 | 1,65 |
| OWNFOR (Ownership share by foreign investors) | Доля владения акциями иностранными инвесторами, оцениваемая шестью значениями, как переменная OWNOUT | 0,22 | 0,88 |
| MANSHA (Large managerial shareholder dummy) | Переменная равна 1, если управляющий АО является крупным акционером данного общества, и 0 — во всех остальных случаях | 0,51 | 0,50 |

Окончание табл. 3

| 1 | 2 | 3 | 4 |
|--|--|------|------|
| SECPLA (Securities issuance planning dummy) | Фиктивная переменная — предприятиям, планирующим эмиссию ценных бумаг на территории России в ближайшем будущем, присваивается значение 1; предприятиям, планирующим эмиссию облигаций и акций за рубежом, — значение 2; а во всех остальных случаях — значение 0 | 0,06 | 0,29 |
| RELBAN (Relationship-banking dummy) | Фиктивная переменная — предприятиям, устанавливающим долгосрочные доверительные отношения с определенными коммерческими банками для оперативного получения финансовых ресурсов, присваивается значение 1, а во всех остальных случаях — значение 0 | 0,82 | 0,39 |
| NUMFIN (Number of financial institutions) | Количество финансовых институтов на 1 тыс. нефинансовых коммерческих предприятий и организацией того субъекта федерации, в котором находилось анализируемое предприятие | 1,19 | 0,31 |
| SECGRO (Sectoral growth rate) | Рост отрасли промышленности, в которой функционирует анализируемое предприятие, выраженный реальным среднегодовым уровнем роста в процентах за 2001–2004 гг. | 6,04 | 4,61 |
| GROFIR (Business group participation dummy) | Переменная равна 1, если предприятие является частью определенной холдинговой компании или группы предприятий посредством владения акциями, и 0 — во всех остальных случаях | 0,33 | 0,47 |
| GROCOR (Core business group member dummy) | Переменная равна 1, если предприятие является головной компанией холдинга или группы, и 0 — во всех остальных случаях | 0,05 | 0,22 |
| GROAFF (Business group affiliation dummy) | Переменная равна 1, если предприятие является аффилированной компанией холдинга или группы, и 0 — во всех остальных случаях | 0,28 | 0,45 |
| GROSIZ (Organizational scale of business group) | Натуральный логарифм общего числа предприятий-участников бизнес-группы | 0,68 | 1,13 |
| PRICOM (Privatized company dummy) | Переменная равна 1, если предприятие было создано в форме АО в результате приватизации государственных и муниципальных предприятий, и 0 — во всех остальных случаях | 0,69 | 0,46 |
| SPIOFF (Spin-off company dummy) | Переменная равна 1, если предприятие является вновь учрежденным обществом в результате выделения из приватизированных или государственных предприятий, и 0 — во всех остальных случаях | 0,10 | 0,30 |
| COMSIZ (Company size) | Натуральный логарифм общего числа работников компании | 6,16 | 0,93 |

Примечание:

* с. к. о. — среднее квадратическое отклонение.

Составлено по: вычисления автора для NUMFIN основаны на данных [Российский..., 2005; Бюллетень..., 2005], для SEGGRO — на данных [Россия в цифрах..., 2005]. Все остальные переменные основываются на результатах совместного обследования предприятий.

Таблица 4

Сравнение статистических переменных открытых и закрытых обществ

| Объясняющие переменные | ОАО | ЗАО |
|---|---------|---------|
| Доля владения акциями внешними акционерами ^{1), 2)} , в том числе: | 2,20 | 1,17* |
| государством | 0,66 | 0,12* |
| федеральными органами власти | 0,49 | 0,09* |
| региональными и местными органами власти | 0,23 | 0,05* |
| частными акционерами ²⁾ | 1,71 | 1,04* |
| коммерческими банками | 0,19 | 0,07* |
| инвестиционными фондами и другими финансовыми институтами | 0,31 | 0,09* |
| нефинансовыми корпоративными акционерами | 1,06 | 0,69* |
| иностранными инвесторами | 0,37 | 0,31 |
| Доля предприятий с крупным акционерами-управляющими | 0,43 | 0,58** |
| Доля предприятий, планирующих эмиссию ценных бумаг | 0,12 | 0,08 |
| Доля предприятий, установивших доверительные партнерства с определенными коммерческими банками | 0,85 | 0,76** |
| Доля предприятий — участников группы предприятий, в том числе: | 0,41 | 0,36 |
| головных предприятий группы | 0,05 | 0,06 |
| аффилированных компаний | 0,35 | 0,31 |
| Количество предприятий — участников группы предприятий | 25,71 | 22,26 |
| Доля бывших государственных и общественных приватизированных предприятий | 0,78 | 0,51** |
| Доля вновь учрежденных предприятий в форме выделения из приватизированных или государственных предприятий | 0,09 | 0,11 |
| Среднее число работников, чел. | 2414,77 | 794,19* |

Примечания:

¹⁾ Доля владения означает величину процента владения акциями, оцененную следующими шестью значениями: 0 (0%); 1 (менее 10,0%); 2 (10,1–25,0%); 3 (25,1–50,0%); 4 (50,1–75,0%); 5 (75,1–100,0%).

²⁾ За исключением отечественных индивидуальных акционеров.

* Согласно *t*-тесту разница с открытым обществом значима на 1%-м уровне.

** Согласно тесту χ^2 разница с открытым обществом значима на 1%-м уровне.

на 15% больше у ЗАО, причем данная разница тоже значима на 1%-м уровне. Что касается всех остальных переменных, разница между ОАО и ЗАО в показателях доли компаний, имеющих долгосрочные доверительные кредитные отношения с определенным коммерческим банком, доли приватизированных предприятий, и среднего числа работников также статистически значима и находится в согласии с нашими гипотезами. Для остальных переменных, статистическая

значимость которых не была установлена в ходе простого сравнения, необходимо провести повторную проверку регрессионным анализом.

Перед проведением статистической оценки мы исключили все АО с уже выпущенными ранее ценными бумагами. Оставшиеся 557 обследованных предприятий составили основную выборку наблюдений (выборка I). Для проверки устойчивости результатов анализа проводится дополнительная оценка трех следующих

случаев: а) ситуации, когда выборка представляет собой основную выборку, за исключением предприятий отрасли связи (выборка II); б) ситуации, когда размер анализируемых предприятий ограничен уровнем среднего числа работников ЗАО $\pm \pm 1$ стандартного отклонения (выборка III); в) ситуации, когда анализируются только предприятия с устойчивой структурой владения акциями, в которых не наблюдалась смена основных акционеров за период с 2001 по 2004 г. (выборка IV). В первых двух случаях учитывается проблема смещенной оценки (или систематической ошибки), вызванной большими открытыми акционерными обществами и спецификой быстрорастущей отрасли связи, тогда как в последнем — мы имеем дело с возможностью коллинеарности структуры владения акциями и организационно-правовой формы, т. е. эндогенного соотношения между ними. Обычно при коллинеарности применяется правило операционных переменных, но здесь оценка дается на основании выборки IV из-за невозможности подбора идеальной операционной переменной, подходящей для всех переменных владения акциями. Для статистических тестов используются гетероскедастично-состоятельные стандартные ошибки в форме Уайта (White estimator of heteroskedasticity-consistent standard errors).

Основные результаты оценки даны в табл. 5.¹⁶

Модели А–D являются результатом оценки выборки I. Коэффициенты при всех объясняющих переменных данных моделей, за исключением величины владения акциями иностранными инвесторами и финансовыми институтами, включая коммерческие банки, приняли теоретически предполагавшиеся знаки, причем

¹⁶ Более того, была использована пробит-модель, но результаты анализа совпали с результатами данной таблицы.

их статистическая значимость высока.¹⁷ Значит, присутствие внешних акционеров сдерживает возможность того, что акционерное общество, являющееся объектом инвестиций, будет закрытым на всех уровнях агрегирования. Интересен тот факт, что предельная сила голоса государственных органов в данных случаях гораздо сильнее голоса частных акционеров. Величина спроса на финансовые ресурсы и уровень развития местных финансовых институтов имеют тенденцию к сдерживанию вероятности создания закрытых обществ. Между ростом отрасли промышленности и вероятностью появления ЗАО существует положительная зависимость. Акционерное общество, интегрированное в определенную группу предприятий через владение акциями, склонно к предпочтению обществ открытого типа. Эта вероятность больше у головных предприятий группы, чем у аффилированных предприятий. Однако, по мере возрастания организационного размера бизнес-группы, увеличивается величина отношения количества ЗАО к количеству предприятий — участников группы. Высока вероятность предпочтения ОАО приватизированными предприятиями и вновь учрежденными обществами в форме выделения из приватизированных или государственных предприятий. Увеличение размера компании значимо и ограничивает возможность того, что данное предприятие станет закрытым обществом.

¹⁷ Отсутствие статистической значимости величины владения акций иностранными инвесторами и финансовыми институтами сходно с выводами многих других исследователей о неактивности инвестиционных фондов и коммерческих банков в качестве институциональных инвесторов и незначительности присутствия иностранных инвесторов, а также о распространности случаев выкупа управляющими и другими заинтересованными лицами акций собственного общества посредством оффшорных компаний [Iwasaki, 2006].

Таблица 5

Оценка логит-модели выбора организационно-правовой формы

| Модель | A | B | C | D | E | F | G |
|---------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Выборка | I | I | I | I | II | III | IV |
| Const. | 4,429*** (0,90) | 4,419*** (0,92) | 4,481*** (0,92) | 4,499*** (0,90) | 3,512*** (0,92) | 4,482*** (1,00) | 3,961*** (1,13) |
| OWNOUT | -0,270*** (0,06) | | | -0,272*** (0,06) | -0,288*** (0,06) | -0,276*** (0,06) | -0,236*** (0,07) |
| OWNSTA | | -0,581*** (0,15) | | | | | |
| OWNFED | | | -0,511*** (0,18) | | | | |
| OWNREG | | | -0,710*** (0,25) | | | | |
| OWNPRI | | -0,199*** (0,06) | | | | | |
| OWNBAN | | | -0,121 (0,27) | | | | |
| OWNFIN | | | -0,369 (0,23) | | | | |
| OWNCOR | | | -0,268*** (0,07) | | | | |
| OWNFOR | | | 0,085 (0,12) | | | | |
| MANSHA | 0,440** (0,21) | 0,411** (0,22) | 0,447** (0,22) | 0,451** (0,22) | 0,476** (0,22) | 0,474** (0,22) | 0,487** (0,25) |
| SECPA | -0,607* (0,33) | -0,567* (0,33) | -0,591* (0,34) | -0,616* (0,33) | -0,545 (0,40) | -0,560 (0,38) | -0,862* (0,50) |
| RELBAN | -0,644*** (0,26) | -0,677*** (0,27) | -0,647** (0,28) | -0,649*** (0,26) | -0,610** (0,27) | -0,676*** (0,27) | -0,576* (0,31) |
| NUMFIN | -0,838*** (0,30) | -0,875*** (0,30) | -0,914*** (0,31) | -0,858*** (0,30) | -0,745** (0,31) | -0,818*** (0,31) | -0,651* (0,35) |
| SECGRO | 0,053** (0,02) | 0,056** (0,03) | 0,057** (0,03) | 0,052** (0,02) | -0,064 (0,08) | 0,063** (0,03) | 0,000 (0,03) |
| GROFIR | -1,178** (0,54) | -1,149** (0,53) | -1,044** (0,52) | | -1,025* (0,58) | -1,297** (0,55) | -0,865 (0,74) |
| GROCOR | | | | -1,456** (0,71) | | | |
| GROAFF | | | | -1,084** (0,55) | | | |
| GROSIZ | 0,486** (0,22) | 0,436** (0,22) | 0,387* (0,22) | 0,469** (0,22) | 0,437* (0,25) | 0,542** (0,23) | 0,310 (0,33) |

Окончание табл. 5

| Модель | A | B | C | D | E | F | G |
|----------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| PRICOM | -1,744*** (0,27) | -1,718*** (0,28) | -1,797*** (0,28) | -1,764*** (0,27) | -1,688*** (0,28) | -1,723*** (0,28) | -1,866*** (0,33) |
| SPIOFF | -0,913** (0,39) | -0,889** (0,40) | -0,894** (0,40) | -0,944** (0,39) | -0,872** (0,40) | -0,872** (0,40) | -1,030** (0,44) |
| COMSIZ | -0,312*** (0,12) | -0,292** (0,13) | -0,291** (0,13) | -0,316*** (0,12) | -0,256** (0,13) | -0,340** (0,15) | -0,316** (0,16) |
| Дамми-переменные для отраслей | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>N</i> | 557 | 555 | 555 | 557 | 525 | 534 | 389 |
| Псевдо R^2 | 0,19 | 0,20 | 0,21 | 0,19 | 0,16 | 0,19 | 0,17 |
| Concordant pairs (%) | 73,79 | 74,05 | 74,05 | 73,07 | 72,57 | 73,22 | 73,26 |
| Log-likelihood | -295,39 | -290,72 | -286,45 | -295,16 | -283,58 | -284,25 | -212,02 |
| Wald тест (χ^2) | 96,10*** | 102,32*** | 112,28*** | 97,56*** | 79,08*** | 96,56*** | 69,28*** |

Примечания:

I — основная выборка, II — выборка за исключением предприятий отрасли связи; III — выборка за исключением предприятий, где численность работников превышает среднюю величину ЗАО (794,19 человек) \pm 1 стандартное отклонение выборки (3149,14 человек), IV — выборка за исключением предприятий, где наблюдалась смена главного акционера с 2001 по 2004 гг.

* Значимо на 10%-м уровне.

** Значимо на 5%-м уровне.

*** Значимо на 1%-м уровне.

Следует отметить, что для российской экономики большое значение имеет тот факт, что фиктивная переменная управляющих — крупных акционеров (MANSHA), заслуживающая особого внимания, статистически значима и имеет положительный знак. Возможно, это указывает на то, что для управляющих владение акциями собственной компании важнее в качестве инструмента действенного контроля над управлением обществом, чем как средство капиталовложений; следовательно, среди них очень сильна мотивация к эффективному сдерживанию любого проникновения извне в управление предприятием, даже если при этом приходится частично жертвовать ликвидностью и стоимостью имеющихся у них акций.¹⁸ Результаты анализа свидетель-

¹⁸ Считается, что акции всех АО из выборки, использованной нами для проведения эмпири-

ствуют об очень высокой ценности для российских управляющих дополнительных льгот (fringe benefits), доступных при организационно-правовой форме только закрытого общества. Учитывая неразвитость рынков капитала и менеджеров, остается высокой вероятность сохранения существующей мотивации управляющих предприятиями в России и по сей день, спустя 14 лет с начала институционального перехода.

Неудивительно, что статистическая значимость переменной SECGRO в модели E сильно уменьшилась вследствие полного исключения из выборки предприятий

ческого исследования, не котируются на бирже, так же как и у подавляющего большинства российских предприятий. Соответственно, цена акций недостаточно чувствительна к результатам управления компанией, что ведет к крайне низкому эффекту мотивации управляющих наделением акциями.

отрасли связи, как быстрорастущего сектора экономики. Результаты оценки модели F отвергают существование смещенности в сторону крупных предприятий. В модели G заметно утрачивается значимость переменных SECGRO, GROFIR и GROSIZ, что не является особой проблемой, если принять во внимание то, что 49,8% предприятий, претерпевших большие изменения в структуре владения акций в течение 4 лет (с 2001 по 2004 гг.), либо сконцентрированы в отрасли связи, либо являются предприятиями — участниками бизнес-групп. Скорее важен тот факт, что с точки зрения статистической устойчивости результатов анализа между степенью объясненности и уровнем значимости переменных собственности OWNOUT и MANSHA в модели G и теми же величинами в модели A практически нет разницы.

Таким образом, результаты эконометрического анализа безусловно поддерживают сформулированную нами теоретическую гипотезу, свидетельствуя о возможности реального функционирования на практике шести механизмов организационного выбора, включая управленческий и имущественный эффекты ограничений на передачу акций.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Абсолютное большинство акционерных предприятий в России выбирает закрытый тип общества, который во многом не соответствует исконной сути акционер-

ных предприятий как современного института мобилизации общественного капитала. Эта тенденция заметна также и в отраслях промышленности и связи. Данная статья, основанная на результатах обследования предприятий, проведенного в первой половине 2005 г. совместной группой российских и японских исследователей, содержит теоретические и эмпирические объяснения экономического механизма вышеуказанного явления. В результате исследования были выявлены факторы, которые, как предполагается, оказывают сильное влияние на принятие решения о предпочтении предприятиями формы ЗАО: а) структура собственности предприятий с доминирующим большинством инсайдеров как следствие политики массовой приватизации; б) заметное стремление менеджеров АО к организационной закрытости в условиях неразвитости рынков капитала и менеджеров; в) слабый спрос предприятий на капитал и г) существенная ограниченность ресурсов национальных финансовых институтов. Следует отметить, что с учетом положений современной институциональной экономической теории результаты анализа предоставляют вполне рациональное объяснение характера поведения российских предприятий. Это означает, что надлежащая институциональная реформа, основывающаяся на положениях современной экономической теории, и дальнейшее развитие российской экономики по пути построения капиталистической рыночной экономики будут содействовать оздоровлению корпоративного сектора экономики России.

ЛИТЕРАТУРА

Бюллетень банковской статистики: региональное приложение 1 (17). 2005. М.: Центральный банк Российской Федерации.

Долгопятова Т. Г. 1995. *Российские предприятия в переходной экономике: экономические проблемы и поведение*. М.: Дело Лтд.

- ЗАО Р-Брок. 2003. Переуступка акций ЗАО. *Акционерное Общество* 4 (5): 68–73.
- Игнатов И. И., Филимосин П. М. (ред.). 2002. *Практический комментарий к новой редакции федерального закона «Об акционерных обществах»*. М.: ИНФРА-М.
- Клепач А., Яковлев А. 2004. О роли крупного бизнеса в современной Российской экономике: комментарий к докладу Всемирного Банка. *Вопросы экономики* (8): 36–45.
- Могилевский С. Д. 2004. *Правовые основы деятельности акционерных обществ*. М.: Дело.
- Российский статистический ежегодник 2004*. 2005. М.: Росстат.
- Россия в цифрах 2005: краткий статистический сборник*. 2005. М.: Росстат.
- Структура и основные показатели деятельности предприятий (без субъектов малого предпринимательства) за 2003 год (по данным структурного обследования)*. 2004. М.: Росстат.
- Тихомиров М. Ю. (ред.). 2001. *Комментарий к федеральному закону об акционерных обществах*. 2-е изд. М.: Юринформцентр.
- Шапкина Г. С. 2002. *Новое в Российском акционерном законодательстве: изменения и дополнения федерального закона об акционерных обществах*. М.: Центр Деловой Информации Ежедневника «Экономика и Жизнь».
- Alchian A. A., Demsetz H. 1972. Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review* 62 (5): 777–795. (Русск. пер.: Алчян А. А., Демсец Г. 2003. Производство, стоимость информации и экономическая организация. В кн.: Слуцкий А. Г. (ред.). *Вехи экономической мысли. Теория отраслевых рынков*. Т. 5. СПб.: Экономическая школа; 280–317.)
- Blass A. A., Carlton D. W. 2001. The choice of organizational form in gasoline retailing and the cost of laws that limit that choice. *Journal of Law and Economics* 44 (2): 511–524.
- Brickley J. A., Dark F. H. 1987. The choice of organizational form: The case of franchising. *Journal of Financial Economics* 18 (2): 401–420.
- Brooks R. W. 2002. Liability and organizational choice. *Journal of Law and Economics* 45 (1): 91–125.
- Coase R. H. 1937. The nature of the firm. *Economica* 4 (n. s.): 386–405. (Русск. пер.: Коуз Р. 1993. Природа фирмы. В кн.: Коуз Р. *Фирма, рынок и право*. М.: Дело Лтд при участии изд-ва Catallaxy; 33–53.)
- Deli D. N., Varma R. 2002. Closed-end versus open-end: The choice of organizational form. *Journal of Corporate Finance* 8 (1): 1–27.
- Dolgopyatova T. G., Iwasaki I. 2006. *Exploring Russian Corporations: Interim Report on the Japan-Russia Joint Research Project on Corporate Governance and Integration Processes in the Russian Economy*. IER Discussion Paper Series No. B35. Institute of Economic Research of Hitotsubashi University: Tokyo.
- Emery D. R., Lewellen W. G., Mauer D. C. 1988. Tax-timing options, leverage, and the choice of corporate form. *Journal of Financial Research* 11 (2): 99–110.
- Fama E. F., Jensen M. C. 1983a. Separation and ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 301–326.
- Fama E. F., Jensen M. C. 1983b. Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 327–349.
- Furubotn E. G., Richter R. 1997. *Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics*. University of Michigan Press: Ann Arbor, MI. (Русск. пер.: Фуруботн Э. Г., Рихтер Р. 2005. *Институты и экономическая теория. Достижения новой институциональной экономической теории*. СПб.: Издат. Дом С.-Петерб. гос. ун-та.)
- Gordon R. H., Mackie-Mason J. K. 1994. Tax distortion to the choice of organizational form. *Journal of Public Economics* 55 (2): 279–306.

- Grundei J., Talaular T. 2002. Company law and corporate governance of start-ups in Germany: Legal stipulations, managerial requirements, and modification strategies. *Journal of Management and Governance* 6 (1): 1–27.
- Guriev S., Rachinsky A. 2005. The role of oligarchs in Russian capitalism. *Journal of Economic Perspectives* 19 (1): 131–150.
- Hoffman D. E. 2002. *The Oligarchs: Wealth and Power in the New Russia*. Public Affairs: N. Y.
- Iwasaki I. 2003. The governance mechanism of Russian firms: Its self-enforcing nature and limitations. *Post-Communist Economies* 15 (4): 503–531.
- Iwasaki I. 2006. Enterprise reform and corporate governance in Russia: A quantitative survey. *Journal of Economic Surveys* (forthcoming).
- Jensen M. C., Meckling W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–360. (Русск. пер.: Дженсен М. С., Меклинг В. Х. 2004. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (4): 118–191.)
- Johnson J. 1997. Russia's emerging financial-industrial groups. *Post-Soviet Affairs* 13 (4): 333–365.
- Karpoff J. M., Rice E. M. 1989. Organizational form, share transferability, and firm performance: Evidence from the ANCSA corporations. *Journal of Financial Economics* 24 (1): 69–105.
- Mayers D., Smith C. Jr. 1981. Contractual provisions, organizational structure, and conflict control in insurance markets. *Journal of Business* 54 (3): 407–434.
- Milgrom P., Roberts J. 1992. *Economics, Organization and Management*. Prentice-Hall: Englewood Cliffs, NJ. (Русск. пер.: Милгром П., Робертс Дж. 1999. *Экономика, организация и менеджмент*. В 2 т. СПб.: Экономическая школа.)
- Perotti E. C., Gelfer S. 2001. Red barons or robber barons? Governance and investment in Russian industrial and financial groups. *European Economic Review* 45 (9): 1601–1617.
- Regan L., Tzeng L. Y. 1999. Organizational form in the property-liability insurance industry. *Journal of Risk and Insurance* 66 (2): 253–273.
- Weir C. 1996. Internal organization and firm performance: An analysis of large UK firms under conditions of economic uncertainty. *Applied Economics* 28 (4): 473–481.
- Williamson O. E. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism*. Free Press: N. Y. (Русск. пер.: Уильямсон О. И. 1996. *Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, «отношенческая» трактовка*. СПб.: Лениздат.)
- Williamson O. E. 1996. *The Mechanism of Governance*. Oxford University Press: N. Y.

Статья поступила в редакцию
11 апреля 2006 г.