

НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

СОБСТВЕННОСТЬ И КОРПОРАТИВНЫЙ КОНТРОЛЬ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ В УСЛОВИЯХ АКТИВИЗАЦИИ ИНТЕГРАЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ

Т. Г. ДОЛГОПЯТОВА

Институт анализа предприятий и рынков ГУ–ВШЭ

В настоящей статье предпринята попытка дать качественную характеристику трансформации корпоративного контроля в российских компаниях в начале XXI в. Анализ базируется на материалах углубленных интервью, фокусированных на проблематике корпоративного управления. В статье дано краткое описание исследований, изучающих отношения собственности и интеграционные процессы в российской экономике. На основе результатов интервью рассмотрены особенности структур акционерной собственности и корпоративного контроля в условиях интенсивных интеграционных процессов, выявлены доминирующие модели контроля в российских акционерных обществах и их влияние на использование базовых механизмов корпоративного управления. При этом особое внимание уделено вопросам разделения/совмещения собственности и управления. Показано, что интеграция способствует постепенному отделению оперативного управления от собственности и становлению спроса на легитимные институты контроля акционеров над исполнительным менеджментом.

Проблематика корпоративного управления в России начала обсуждаться с середины 1990-х гг. после завершения ваучерной приватизации, которая стала результатом политического компромисса между государством и трудовыми коллективами и заложила основу для дальней-

шего перераспределения собственности. Основным предметом дискуссии было доминирование акционерной собственности работников при фактическом контроле менеджеров, дискриминирующем внешних собственников (в том числе иностранных инвесторов, которые были шокированы

Статья подготовлена на основе результатов исследования, проведенного в 2003–2004 гг. в рамках проекта «Insiders, Outsiders, and Good Corporate Governance in Transitional Economies: Cases of Russia and Bulgaria». Проект реализован благодаря гранту Программы поддержки независимых аналитических центров (Think Tanks Partnership Program), финансируемой Агентством по международному развитию США. Автор выражает признательность В. В. Голиковой, Ю. В. Симачеву, А. А. Яковлеву, а также Т. Фраю и В. Минчеву за участие в разработке сценария интервью, за плодотворные дискуссии и комментарии. Однако названные организации и лица не несут ответственности за содержание данной статьи.

© Т. Г. Долгопятова, 2004

российской практикой корпоративных отношений).

Поскольку корпоративное управление является инструментом защиты прав собственности, на его качество существенно повлияли многие институциональные недостатки российских реформ. В то же время корпоративное управление — это важная характеристика российского бизнеса, которая влияет на его финансирование и реструктуризацию, а также инвестиционные возможности. Риски корпоративного управления определяют инвестиционный климат.

Исторически акционерная (корпоративная) собственность возникает на основе сложившегося института индивидуальной, частной собственности, в том числе и крупной. В России была предпринята беспрецедентная попытка быстрого создания корпораций на основе массовой безвозмездной (ваучерной) приватизации в обществе, которое более 70 лет не знало частной собственности и не допускало ее легитимного существования даже в сфере мелкого производства. В итоге возникла «другая» частная собственность, которая характеризуется не только состоянием перманентного передела, но и неравенством экономических агентов, внеэкономическим принуждением, правовой незащищенностью [Устюжанина, 2001]. Для формальных структур собственности характерна непрозрачность и искусственная запутанность, многозвенные схемы владения бизнесом [Паппэ, 2002б].

В конце 1980-х гг. контроль над государственными предприятиями фактически осуществлялся коалициями трудовых коллективов и администраций. Ваучерная приватизация привела к легализации контроля в первичной структуре акционерного капитала [Долгопятова, 1995]. К моменту завершения массовой приватизации акционерная собственность российских предприятий справедливо рассматривалась как распыленная и инсайдерская практически всеми без исключения исследователями (напр.: [Blasi, Kroumova, Kruse, 1997]). Ограниче-

ния в реализации прав собственности (неликвидность акций, отсутствие дивидендов, вывод активов в интересах менеджеров) на фоне сильного трансформационного спада и высокой инфляции стимулировали акционеров к концентрации собственности для получения легитимного контроля над акционерными обществами. Российский корпоративный сектор в условиях несовершенства правовых институтов пошел по ожидаемому пути формирования крупного акционера с пакетом акций, позволяющим ему контролировать управляющих [Стиглиц, 2001, с. 116–117]. Поэтому в 1990-е гг. на фоне процессов концентрации собственности основные направления постприватизационного перераспределения акционерного капитала состояли в его переходе от рядовых работников к менеджерам, от трудовых коллективов в целом — к внешним собственникам.

Проблема корпоративного управления возникает при трактовке акционерной собственности как собственности, отделенной от управления. Эта проблема была поставлена в 1930-е гг. в классической работе [Berle, Means, 1932]. Теоретически проблема корпоративного управления как проблема расхождения интересов менеджеров и собственников отражена в модели отношений «агент — принципал» [Jensen, Meckling, 1976]. Агентскую проблему связывают с принципиальной неполнотой контрактов, не позволяющей зафиксировать все возможные ситуации и действия [Grossman, Hart, 1986]; с асимметрией информации, затрудняющей мониторинг деятельности менеджмента [Aghion, Tirole, 1997]; с трудностями контроля менеджеров со стороны множества мелких акционеров, которые могут рассматривать хорошее управление компанией как общественное благо [Стиглиц, 2001]. В контексте взаимоотношений менеджеров с акционерами корпоративное управление рассматривается как *совокупность правил и норм (механизмов), которые защищают владельцев акций от оппортунистического поведения менеджеров.*

Другой, более широкий подход к корпоративному управлению основан на концепции заинтересованных лиц [Aoki, 1994; Стиглиц, 2001], которая расширяет состав участников корпорации и включает в него так называемых «стейкхолдеров» (финансовых и нефинансовых агентов, так или иначе заинтересованных в деятельности корпорации и обладающих возможностями повлиять на ее работу). Корпоративное управление в этом контексте — это *механизм установления баланса интересов между заинтересованными участниками бизнеса, иными словами, совокупность институтов, стимулирующих менеджмент заботиться об интересах всех участников* [Tirole, 2001]. Агентская теория опирается на понимание фирмы как «сети контрактов» [Alchian, Demsetz, 1972]. Согласно концепции заинтересованных лиц фирма воспринимается как коалиция всех необходимых участников ее деятельности, тем самым проблема корпоративного управления выходит за рамки решения вопроса о достижении экономической эффективности, приобретая социологический и политологический аспекты [Dallago, 2002].

В экономической литературе в последние годы активно обсуждается проблематика собственности и корпоративного управления. Межгосударственные сопоставления продемонстрировали разнообразие структур собственности и форм контроля акционерного капитала, причем распыленная собственность среди них встречается редко [La Porta et al., 1998; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999]. В среде специалистов сложилось мнение о необходимости расширения трактовки понятия корпоративного управления для достижения адекватности институциональным реалиям переходных экономик [Berglof, von Tadden, 1999; Стиглиц, 2001]. Уже несколько лет обсуждается вопрос о степени соответствия российской корпоративной практики основным моделям корпоративного управления [Радыгин, Энтов, 1999], причем выявлены связи особенностей российского корпоративного управле-

ния с процедурами и методами приватизации [Black, Kraakman, Tarassova, 2000; Fox, Heller, 1999; Woodroff, 2003].

Начиная с середины 1990-х гг. Бюро экономического анализа (БЭА), ГУ-ВШЭ, Российский экономический барометр (РЭБ) и другие организации в своих эмпирических исследованиях специально фокусировали внимание на изучении корпоративной собственности и контроля в российских компаниях. Проводился и количественный анализ взаимосвязи между результатами деятельности предприятий и структурами собственности в переходных экономиках (см.: [Bevan, Estrin, Schaffer, 1999; Аукционек, Батяева, 2000; Кузнецов, Муравьев, 2001] и др.). Однако однозначных выводов о влиянии того или иного собственника на эффективность деятельности компаний пока не сделано.

Методы и информационная основа анализа

Начало экономического подъема после кризиса 1998 г. способствовало новому переделу собственности и выявило проблемы, связанные с очевидными пробелами в корпоративном законодательстве и правоприменении. В то же время в условиях интенсивных интеграционных процессов в российском бизнесе происходили существенные изменения в составе доминирующих акционеров, а также в формах и способах реализации корпоративного контроля в компаниях. Соответственно трансформировались взаимоотношения между различными группами акционеров, акционерами и менеджерами, другими участниками корпоративного управления.

Интеграция расширяет границы предприятия, опираясь на перераспределение акционерной собственности и модифицируя представление о корпоративном контроле. В связи с этим ключевым для понимания изменений становится разграничение между экономическим и юридическим представлениями о фирме, т. е. между пониманием предприятия как *юридического*

лица и как бизнеса, который существует в виде *отдельного предприятия или группы компаний, контролируемых одним владельцем либо группой собственников.*

Институциональная природа корпоративных отношений проявляется в двух взаимосвязанных аспектах:

- «макроэкономическом», где речь идет о сложившихся институтах регулирования корпоративных отношений, включая право и правоприменение, которые в основном сформированы государством;
- «микроэкономическом», где реальную структуру корпоративного контроля и характер использования существующих легитимных норм, а тем самым и спрос на институты корпоративного управления, определяет поведение экономических агентов — участников внутрикорпоративных отношений.

Продолжая традицию эмпирических исследований поведения предприятий [Долгопятова, 1995], мы прежде всего обращаемся ко второму аспекту, где происходит, условно говоря, «корпоративное управление на микроуровне», естественно, с той оговоркой, что оно формируется и под воздействием макроинститутов. Информационной основой анализа наряду с ранее выполненными эмпирическими исследованиями проблем собственности и корпоративного управления стали проведенные во второй половине 2003 г. 20 углубленных интервью с руководителями открытых акционерных обществ (ОАО) (см. их краткую характеристику ниже), дополненные информацией о деятельности этих ОАО, полученной из разнообразных источников (региональных СМИ, интернет-сайтов и др.). Респонденты — это высшие менеджеры компаний, зачастую являющиеся крупными акционерами. Поэтому их мнения и оценки отражают прежде всего позицию основных внутрикорпоративных агентов — крупных акционеров и исполнительного менеджмента.

Материалы интервью позволяют проанализировать качественные изменения последних лет, включая:

- усиление концентрации собственности, влияние этого процесса на текущее состояние и перспективы развития бизнеса;
- трансформацию моделей корпоративного контроля на микроуровне, ее влияние на внутрикорпоративные механизмы управления;
- видоизменение взаимосвязей интеграционных процессов, структур собственности и контроля.

Интервью не дают возможности для проведения репрезентативного анализа, но позволяют увидеть те процессы, которые формализованное обследование не всегда может уловить. Результаты интервью имеют самостоятельное значение, хотя и могут послужить основой количественного анализа.¹

Интеграция как предпосылка формирования корпоративного контроля

Интеграционные процессы — характерная черта современной российской экономики, их предпосылки, стимулы и последствия уже получили отражение в ряде исследований. Так, детальная история становления и развития крупнейших «олигархических» бизнес-групп представлена в [Паппэ, 2000], а количественный анализ их роли в инвестиционном процессе и привлечении квалифицированных кадров сделан в [Дынкин, Соколов, 2002].

Интеграционные процессы влияют на структуру товарных рынков, способствуя

¹ Мы рассматриваем выводы по материалам интервью как предварительные. Они могут служить гипотезами для проведения масштабного количественного исследования. Одним из результатов упомянутого выше проекта стали разработка и пилотная апробация формализованного вопросника по проблематике корпоративного управления, четко разграничивающего бизнес и предприятие. В перспективе предполагается проведение обследования и проверка на базе репрезентативной выборки обсуждаемых в данной статье гипотез.

Краткая характеристика серии интервью

Интервью проведены с руководителями 20 ОАО, из которых 17 — промышленные, 2 — транспортные и 1 относится к сфере услуг. Выбор в качестве объекта исследования открытого акционерного общества обусловлен тем, что именно для этой организационно-правовой формы корпорации характерно более жесткое государственное регулирование и, учитывая особенности правового статуса, здесь можно ожидать и более яркого проявления проблем во взаимоотношениях акционеров между собой и с менеджментом.

Интервью проводились в разных областях России: Красноярской (2), Новгородской (6), Новосибирской (2), Свердловской (4), а также в Москве и Московской области (6). При этом некоторые московские объекты представляли собой управляющие компании холдингов, чьи предприятия расположены в других регионах России.

В выборке представлены группы разнообразных по своим размерам предприятий: 5 объектов средних размеров (от 200 до 500 чел. занятых), 5 — относительно крупных (от 501 до 1000 чел.), 4 — крупных (от 1001 до 5000 чел.) и 6 сверхкрупных (более 5000 занятых). Малые предприятия в исследовании не рассматривались.

В выборку были специально включены 5 объектов, чьи ценные бумаги торгуются на биржах, а также не менее 5 предприятий, которые имеют иностранных инвесторов или экспортируют не менее 15–20% продукции.

С точки зрения истории создания бизнеса в числе анализируемых объектов 17 приватизированных и 3 вновь созданных. Однако интенсивные реорганизации (слияния, присоединения, разделения) и смена собственника уже сделали это подразделение условным: в одной бизнес-группе могут быть объединены как новые, так и приватизированные предприятия, причем различных организационно-правовых форм.

Респондентами в 7 случаях были генеральные директора ОАО, в 11 — высшие менеджеры компаний (заместители директора по экономике или финансам либо — в самых крупных компаниях — руководители подразделений, ответственных за корпоративные отношения), в 1 случае — ключевой собственник (который в то же время являлся генеральным директором вышестоящей структуры) и еще в 1 случае — председатель совета директоров. 11 руководителей были не только представителями исполнительного менеджмента, но и членами совета директоров ОАО.

их переделу [Авдашева и др., 2000; Дерябина, 2001]. Основные стимулы к интеграции связаны со снижением производственных затрат и экономией на транзакционных издержках, усилением рыночной власти, с защитой от оппортунистического поведения рыночных контрагентов [Авдашева, 2002]. Интеграция сопровождается активными реорганизациями предприятий, связанными как с реструктуризацией активов, так и с выстраиванием системы управления бизнесом. В эмпирическом исследовании формальных реорганизаций

[Лазарева, 2004] по данным 1994–1999 гг., в частности, показано, что мотивами интеграции были усиление рыночной власти и обеспечение сбыта продукции. Разнообразные интеграционные процессы могут рассматриваться также как путь реструктуризации, способствующий адаптации бывших советских предприятий к новым условиям [Авдашева, 2002]; как восстановление аналогов советских главков и объединений [Радыгин, 2001]; как фактор структурной перестройки российской экономики [Дерябина, 2001].

Основным механизмом интеграции стали изменения отношений собственности [Паппэ, 2002a], Россия оказалась лидером по слияниям и поглощениям в странах Центральной и Восточной Европы [Central and East European..., 2002]. Эти явления находят косвенное подтверждение в эмпирических исследованиях структур акционерной собственности. Так, опросы ГУ–ВШЭ и БЭА [Долгопятова, 2001; Симачев, 2001; Dolgopyatova, 2003], Российского экономического барометра [Капелюшников, 2001; Aukutsionek, Dyomina, Kapelyushnikov, 2003], ряда других организаций [Витебский и др., 2002; Гуриев и др., 2003; Радыгин, Энтов, 2001] показывают, что год от года все большая доля акционерного капитала промышленных компаний переходит к другим нефинансовым предприятиям и организациям. В разных обследованиях присутствие этой группы акционеров отмечается в 40–50% выборки, причем их доля оценивается в среднем на уровне 40–50% акционерного капитала. В наиболее репрезентативном структурном обследовании Госкомстата России выявлено, что нефинансовым предприятиям и организациям принадлежит до 65% уставного капитала.²

Сегодня российские корпорации работают в условиях экономического роста и формирования конкурентных рынков. В связи с этим интеграционные процессы в бизнесе, направленные на увеличение его масштабов и доли на рынке, становятся важным фактором повышения его конкурентоспособности. Объединение связанных производств или работающих на одном рынке компаний позволяет уменьшать издержки производства и трансакций. Вхождение предприятия в бизнес-группу

² Ежегодное обследование охватывает около 27 тыс. предприятий разных организационно-правовых форм. Данные об уставном капитале относятся не только к АО, но и к другим хозяйственным обществам. При расчете использованы опубликованные абсолютные данные, поэтому среднее значение тяготеет к структуре более крупных объектов [Госкомстат РФ, 2002, с. 81].

закрепляется приобретением его акций. Участие в капитале предприятия является страховкой хозяйственных связей и вложенных в его развитие инвестиций, а также — при включении в мощную группу — позволяет защитить его от недружественного поглощения.

Наши данные показывают, что после кризиса 1998 г. предприятия активно проводили реорганизации. Отдельное независимое предприятие перестало быть доминирующей формой бизнеса, широко распространились разнообразные интегрированные бизнес-структуры. Бизнес как предпринимательская деятельность его владельца теперь существует, как правило, в форме группы компаний, причем это характерно и для среднего, и для крупного бизнеса.³ Создание группы компаний, связанных отношениями собственности, способствует включению бизнеса в новые виды деятельности или его реструктуризации, в то же время является способом организации корпоративного управления в условиях навязанной при приватизации формы открытого АО.

Бизнес-группы формируются путем разнообразных реорганизаций (слияний, поглощений, разделений), которые часто сопровождаются созданием специальных управляющих холдинговых компаний. При этом передел собственности и интеграционные процессы сегодня стерли различия между приватизированными и новыми предприятиями, поскольку они часто объединены в единой бизнес-группе. Группа компаний включает предприя-

³ Любопытно, что и в малом предпринимательстве широко распространены группы компаний, но объединены они не столько формальной управляющей структурой, сколько непосредственным участием их собственника в управлении [Dolgopyatova, 2000; OECD Economic Surveys..., 2002]. Подобный способ предпринимательской деятельности влияет на повышение ее устойчивости (диверсификацию рынков сбыта) и в то же время является своеобразным средством преодоления барьера между малым и средним бизнесом.

тия различных организационно-правовых форм, причем фирмы, выполняющие роль управляющей компании, зачастую регистрируются как закрытые АО или общества с ограниченной ответственностью. Акционерные связи, построенные в основном по вертикальному принципу (хотя есть и примеры перекрестного владения), позволяют фактически обходить нормативно-правовые требования к открытому обществу.

Как показало наше обследование 20 объектов (юридических лиц), часть из них еще были самостоятельными предприятиями (в нашей выборке их осталось 9, причем одно из них на момент опроса уже поглощалось некоей бизнес-группой). Еще 6 объектов являлись дочерними компаниями крупных бизнес-групп. Остальные 5 объектов представляли группы компаний (вертикальные холдинги), за которыми стоит консолидированный собственник. При этом группы компаний значительно различались по масштабам бизнеса. В 2 случаях речь идет о крупном интегрированном бизнесе, управляемом специально созданными холдинговыми компаниями. Еще 3 объекта являются примерами реструктуризации приватизированного предприятия в группу компаний, где функции управления могут выполняться холдинговой компанией либо быть сосредоточены между производящими единицами.

После 1995 г. на 12 из исследованных нами объектов прошли различные реорганизации и реструктуризация бизнеса, особенно интенсивными они были после 1999 г. (затронули 10 объектов из 12). В основном речь идет: о поглощениях, в результате которых предприятия становились членами группы или приобретались внешним собственником (3 примера); о выстраивании вертикальной организации управления холдингом (5 случаев); о разнообразных внутригрупповых слияниях и реорганизациях; о формировании групп на основе реструктуризации предприятий (3 примера). Если все бизнес-группы или члены групп прошли в той или иной степени через реструктуризацию бизнеса, то из числа независимых предприятий ни одно не было реструктурировано. Соб-

ственно говоря, пул независимых предприятий в основном состоит из объектов, находящихся в сложном экономическом положении (исключением является лишь одно предприятие пищевой промышленности).

Интеграционные процессы, особенно в рамках вертикальной интеграции, стимулировали переход собственности к внешним владельцам. Наше обследование позволяет проиллюстрировать связь между структурами собственности и корпоративного контроля и формами интеграции. Дополнительным фактором, влияющим на выбор той или иной организации корпоративного управления на предприятии, выступают масштабы бизнеса в целом.

Концентрация собственности: состояние и последствия для бизнеса

Практически все известные эмпирические исследования [Долгопятова, 2003; Капелюшников, 2001; Кузнецов, Долгопятова, Симачев, 2002] показывают, что высокая концентрация собственности характерна для многих российских компаний и степень ее год от года возрастает. Например, такой показатель, как доля крупнейшего акционера в капитале промышленного предприятия, составил в конце 1990-х — начале 2000-х гг., по данным ряда обследований, примерно 30–40%. Доля компаний, у которых заведомо есть собственник с контрольным пакетом акций, оценивается в 20–40% выборки. При этом косвенные свидетельства респондентов [Голикова и др., 2003] подтверждают тот факт, что доминирующий собственник существует у не менее чем 2/3 открытых АО.

Вместе с тем немногочисленные попытки эконометрического анализа влияния концентрации собственности на эффективность работы компаний (обычно для ее измерения брались те или иные текущие показатели эффективности) не дали однозначных результатов. В одних случаях отмечено позитивное влияние концентрации собственности на различные показатели

эффективности работы предприятий [Радыгин, Энтов, 2001], в других — негативное [Кузнецов, Муравьев, 2000], а где-то такой связи не обнаружено [Долгопятова, Кузнецов, 2004]. В некоторых исследованиях выявлена нелинейная связь. Так, согласно обследованию РЭБ, проведенному для преимущественно средних промышленных предприятий [Капелюшников, 2001], наиболее эффективными оказываются предприятия со средним уровнем концентрации (владение 10–50% акций), а по данным крупнейших российских компаний [Кузнецов, Муравьев, 2000], связь концентрации и рентабельности, напротив, имеет U-образную форму, достигая минимума при 52%-м владении крупнейшего акционера.

На наш взгляд, по целому ряду причин показатели текущей эффективности предприятия трудно считать адекватным отражением состояния бизнеса. Представляется, что высокая концентрация собственности должна поддерживать позитивные перспективы развития бизнеса, его инвестиционную активность.

Интервью также подтверждают, что для российских открытых АО характерен высокий уровень концентрации собственности.

Так, среди 20 изученных предприятий и групп компаний более чем в половине случаев присутствует собственник как минимум с 50%-м пакетом акций (включая и 2 ОАО с паритетным владением 50 : 50). На 6 объектах также наблюдается значимый уровень концентрации, с наличием акционера, владеющего от 25 до 50% акций. Всего в 2 компаниях крупнейший акционер имел от 10 до 25% акций. Только 1 предприятие в выборке продемонстрировало распыленную структуру собственности, почти не изменившуюся после приватизации.

При этом половина респондентов считала сложившийся уровень концентрации собственности на своем предприятии приемлемым. О потребности в увеличении концентрации говорили 7 респондентов. Речь шла не только о дальнейшем росте пакета крупнейшего акционера (в случае благополучного предприятия пищевой промышленности), но и о легализации уже сложившегося фактического владения (как минимум в 2 случаях).

Разделим выборку на три кластера, различающихся по уровню концентрации акционерного капитала. Их сопоставление показывает различия в экономическом состоянии и других характеристиках бизнеса (табл. 1).

Таблица 1

Сопоставление уровня концентрации акционерного капитала и состояния бизнеса

Показатели состояния и деятельности компании		Кластеры компаний, разделенных по уровню концентрации собственности, и число предприятий		
		Высокая концентрация (11)	Средняя концентрация (6)	Низкая концентрация (3)
1	2	3	4	5
Тип бизнеса	Независимое предприятие	3	3	3
	Член группы, дочерняя фирма	5	1	
	Группа компаний	3	2	
Размеры бизнеса	Средний			3
	Средний и относительно крупный	6	1	
	Крупный и сверхкрупный	5	5	
Потребность в концентрации капитала	Есть	4	2	1
	Нет	7	1	2
	Нет данных		3	

Окончание табл. 1

1	2	3	4	5
Динамика выпуска продукции	Сильный рост	7	4	0
	Умеренный рост	2	2	1
	Стабильная или умеренное падение	2	0	2
Отношение динамики выпуска к динамике числа занятых*	Позитивное	7	5	1
	Нулевое или негативное	4	1	2
Экспорт	Есть	7	6	1
	Нет	4	0	2
	Возможен	2		
Состояние оборудования и технологий	Плохое	0	0	2
	Среднее	6	4	1
	Хорошее	5	2	0
Стратегическое планирование	Краткосрочное	0	2	3
	Среднесрочное	5	1	0
	Долгосрочное	6	3	0
Инвестиции за последние 3 года	Регулярные	11	4	0
	Нерегулярные, не было	0	2	3
Источники инвестиций	Собственные средства	10	5	3
	Кредиты	8	2	
	Государство	1	2	
Управленческая команда	Новая	3	2	0
	Смешанная	6	1	0
	Старая	2	3	3
Факт смены высших менеджеров	Есть	5	1	0
Угроза захвата бизнеса	Есть	3	0	2
Расхождение интересов между крупными и мелкими акционерами	Есть	3	3	0
	Не применимо	2		1
	Нет данных		1	
Расхождение интересов между крупными собственниками и менеджерами	Есть	2	0	0
	Не применимо	4	3	2
Регулярные выплаты дивидендов	Есть	2	0	2
Доминирующая позиция в совете директоров	Менеджеры	4	4	2
	Группы, собственники	7	2	
	Нет данных			1
Роль совета директоров в компании	Номинальная	4	4	3
	Экспертная	3	1	
	Мониторинг, принятие решений	4	1	
Корпоративные конфликты или шантаж	Есть	2	2	1
Предпочтительные способы урегулирования корпоративных конфликтов	Переговоры	5	4	3
	Суд	5	3	1
	Бизнес-ассоциации	1	1	
	Нет данных		1	

* Это отношение — индикатор реструктуризации персонала. Оно может быть «позитивное», если динамика выпуска лучше динамики изменения числа занятых, негативное или нулевое, если динамика выпуска хуже динамики изменения числа занятых или совпадает с ней.

Надо отметить, что консолидации собственности сопутствуют интеграционные процессы. В кластере с наименьшим уровнем концентрации собственности все предприятия являются независимыми. С повышением уровня концентрации растет и присутствие интегрированного бизнеса. Таким образом, кластер с наиболее высоким уровнем концентрации капитала включает почти все компании — члены бизнес-групп.

Предприятия с низкой концентрацией собственности характеризуются не только недостаточно интенсивной динамикой выпуска продукции и реструктуризации персонала, плохим состоянием оборудования и низким уровнем технологий, но и отсутствием или нерегулярностью инвестиций, ориентацией исключительно на собственные источники финансирования, краткосрочным горизонтом планирования. На этих предприятиях сохранился старый менеджмент, сложившийся еще до приватизации. Два предприятия со среднеконцентрированной собственностью (и со старым менеджментом) при неплохих текущих результатах также демонстрируют отсутствие инвестиций и стратегического планирования.

Предприятия и группы компаний с сильной концентрацией корпоративной собственности отличает от объектов со средним уровнем концентрации прежде всего лучшее состояние оборудования и технологий, более широкое использование кредитов для инвестиций. Вместе с тем текущие показатели динамики выпуска продукции, реструктуризации персонала, напротив, лучше в бизнесе со средним уровнем концентрации. Одно из возможных объяснений: вследствие интеграции деятельность компаний — участников бизнес-групп подчинена интересам этого бизнеса в целом, поэтому их эффективность некорректно оценивать по их индивидуальным результатам. Другое объяснение: высокий уровень концентрации капитала позволил собственнику раньше завершить реструктуризацию и преодолеть послед-

ствия перехода к рынку. Предприятия с сильной концентрацией капитала характеризуются активной сменой высших менеджеров, а также созданием новых управленческих команд с привлечением новых специалистов и одновременным сохранением части прежних квалифицированных кадров.

Вместе с тем, по мнению респондентов, часть предприятий и групп компаний с высокой или средней консолидацией собственности нуждается в дальнейшей ее концентрации. Это необходимо для упрощения контроля над бизнесом или для его реорганизации в интересах доминирующего собственника (продажи, слияния или поглощения), для лучшей защиты от захвата. Надо заметить, что угроза захвата ощущается не только среди компаний с низкоконцентрированной собственностью, но и среди предприятий с сильной концентрацией капитала. В последнем случае наиболее привлекательные компании (независимое небольшое предприятие пищевой промышленности, а также принадлежащие новым предпринимателям металлургические производства) чувствуют себя недостаточно защищенными от посягательств более крупного бизнеса или государства. Однако для большинства других компаний — участников бизнес-групп угроза захвата уже не воспринимается реальной (как сказал один из респондентов, «это маловероятно, все уже поделено»).

Инсайдеры и аутсайдеры: кому принадлежит бизнес

Эмпирические исследования [Aukutsionek, Duomina, Kapelyushnikov, 2003; Долгопятова, 2003; Кузнецов, Долгопятова, Симачев, 2002; Радыгин, Энтов, 2001] свидетельствуют о незначительной роли финансовых инвесторов и иностранных акционеров в капитале предприятий. Основные собственники — это работники предприятий и внешние акционеры — юридические лица. Обычно на долю работников в среднем приходится 30–45%

капитала, при этом на менеджеров — якобы 10–20% (исключение — это данные РЭБ, где говорится уже о 28% капитала), но, как правило, оценки доли администрации предприятия всегда занижены. На внешних собственников приходится 50–60%, причем в основном на нефинансовые организации и физических лиц.

Первые годы после приватизации работники предприятия занимали обычно не менее 60–70% мест в составе совета директоров [Басаргин, Перевалов, 2000]. Количественный анализ структуры советов директоров, по опросам ГУ–ВШЭ и БЭА [Dolgopyatova, 2004], свидетельствует о сохранении доминирующих позиций работников. Ведущая роль в советах принадлежит представителям администрации (от трети до 40% мест), на втором месте (15–25%) — представители трудового коллектива (часто те же менеджеры) или сторонние крупные собственники.

Рассмотрим основные типы акционеров и выявим их принадлежность к миноритарным или крупным собственникам в рамках анализируемой нами выборки. Наши данные ярко свидетельствуют о господствующих позициях менеджеров или частных внешних собственников (в основном бизнес-групп, а не отдельных акционеров). В открытых АО наследие массовой приватизации в основном преодолено.⁴

Трудовые коллективы. Одно предприятие находится в собственности трудового коллектива при реальном менеджерском контроле, а еще два характеризуются весомой долей собственности работников при наличии крупных пакетов акций у

менеджеров. Все эти предприятия небольшие по размерам, относятся к «выживающим». Вместе с тем трудовым коллективам на многих предприятиях принадлежат мелкие пакеты акций, обычно распыленные. На трех предприятиях суммарная доля трудового коллектива доходит до 20%, но там уже сложились крупные внешние собственники с контрольным пакетом акций или контроль принадлежит их коалиции с менеджерами.

Государство. По условиям обследования в выборке не были представлены предприятия, где в роли крупных собственников выступали органы власти. Мы имеем единственный пример предприятия, где государство имеет 25% акций с перспективой приватизации. Два других случая формально выходят за рамки прямого участия государства, но довольно типичны: АО в легкой промышленности, сохранившее 5% акций в руках регионально-отраслевого объединения (наследника советского главка); АО в оборонной промышленности с контрольным пакетом голосующих акций в руках холдинга со 100%-й федеральной собственностью.

Менеджеры. Во многих компаниях директор и другие высшие менеджеры являются крупными акционерами. Директор единолично или коалиция менеджеров становится доминирующим собственником. В нашем обследовании это характерно как минимум для половины объектов, тогда как еще на некоторых менеджеры также являются крупными, хотя формально и не контролирующими собственниками. Такая ситуация характерна как для приватизированных предприятий, так и для нового частного бизнеса, где собственник прямо участвует в управлении.

Редкий случай — менеджеры как миноритарные акционеры (два примера). В приватизированных компаниях, купленных новыми собственниками, директора уже не являются акционерами. При этом мелкая собственность других менеджеров

⁴ Респонденты не всегда четко раскрывали сведения о собственности. Более открытым выглядел бизнес с уже сложившимся крупным собственником (высококонцентрированный, не предполагающий дальнейшей концентрации), а также предприятия, входящие в группы. Наименее прозрачен приватизированный бизнес с доминированием менеджеров (особенно где концентрация еще не завершена), где иногда намеренно смешивалась собственность директора, других менеджеров, трудового коллектива.

сохранилась как наследие массовой приватизации, но постепенно уменьшается. В то же время в перспективе не исключено наделение новых наемных менеджеров пакетами акций, о чем говорили некоторые респонденты (например, собственник бизнеса).

Вместе с тем налицо примеры, когда директор и другие менеджеры не являются акционерами приватизированных или вновь созданных компаний.

Внешние российские негосударственные собственники. Эта группа акционеров отличается большим разнообразием: юридические и физические лица, финансовые и нефинансовые организации, бывшие работники предприятия и сторонние граждане.

Примерно на половине объектов представлены миноритарные внешние собственники. Чаще всего это бывшие работники предприятия или фирмы — владельцы небольших пакетов акций. Среди них скрыты и владельцы, аффилированные с доминирующим собственником и менеджерами фирмы. Миноритарные акционеры встречаются на приватизированных предприятиях или в компаниях, представленных на фондовых рынках, вне зависимости от истории становления бизнеса. По-видимому, 9 исследованных нами компаний имеют крупных внешних собственников. В основном доминирующие собственники — это юридические лица, за которыми стоят бизнес-группы или другой бизнес (владельцы). При этом доминирующие внешние собственники встречаются в компаниях, относящихся как к частному, так и к приватизированному бизнесу.

Иностранные инвесторы. В выборку включены 6 объектов с прямым участием в капитале иностранных инвесторов. Крупный инвестор с 50%-м пакетом акций встретился только 1 раз, в иных случаях речь идет о миноритарном владении. Как минимум в 2 случаях наблюдались «квазииностранные» инвестиции (фирм, аффилированных с менеджментом предприятия). Кроме того, есть 3 примера до-

черних совместных предприятий с капиталом США и Германии (с распределением капитала 50 : 50) в группах компаний, созданных при реструктуризации приватизированных предприятий.

Менеджерам обычно принадлежат независимые предприятия и относительно небольшие по размерам группы компаний, созданные в ходе реструктуризации основного приватизированного предприятия (самая крупная группа — это 3500 работников). Для внешнего собственника более характерно владение интегрированными формами бизнеса (предприятиями, входящими в бизнес-группы, крупными по масштабам деятельности группами компаний).

Как правило, внешний собственник или его представители непосредственно участвуют в управлении акционерным обществом. При наличии наемного исполнительного менеджмента доминирующий собственник закрепляет за собой исключительное право на формирование и координацию работы совета директоров или использует другие, неформальные, процедуры жесткого контроля. Доступ к инсайдерской информации о предприятии позволяет отнести доминирующего внешнего собственника к инсайдерам. Аутсайдерами остаются только миноритарные акционеры (физические и юридические лица), не аффилированные с руководством или владельцами бизнеса.

Состав советов директоров акционерных обществ также свидетельствует об инсайдерском характере контроля со стороны менеджеров-собственников или крупных внешних акционеров.

Так, совет директоров обычно невелик (7 или 9 человек), стабилен в течение многих лет или характеризуется незначительными изменениями (типичное высказывание респондента: «У нас совет устоялся, там все свои»). Нестабильность состава совета, отмеченная всего в трех случаях, как раз являлась индикатором изменения состава акционеров и усиления консолидации капитала у внешнего владельца.

В большинстве компаний в составе совета преобладают менеджеры, иногда — представители крупных внешних собственников. В половине случаев решения совета подконтрольны исполнительному менеджменту или непосредственно генеральному директору АО. Крайне редко встречается представительство миноритарных акционеров, трудовых коллективов, партнеров по бизнесу (всего в 1–2 случаях). Несколько чаще наблюдается активное участие органов власти (регионального и местного уровней), даже при отсутствии пакета акций (обычно в крупных компаниях, важных с точки зрения региона). Что касается так называемых «независимых директоров», то они присутствуют в советах 3 компаний (еще 2 случая упоминания независимого директора, по нашему мнению, вызваны неадекватным пониманием этого термина респондентом). Это 2 публичные холдинговые компании, чьи акции торгуются на бирже, а также предприятие, входящее в один из этих холдингов.

Таким образом, концентрация собственности закрепляет легитимное господство инсайдерского контроля доминирующих собственников. Разделение исполнительного менеджмента и акционеров еще не дает оснований говорить о независимости менеджеров, жестко контролируемых крупными собственниками.

Важные черты инсайдерского контроля: инвестиционная и дивидендная политики

Официальные статистические данные [Госкомстат РФ, 2002, с. 113; 2003а, с. 26, 30–31; 2003б, с. 11; 2004, с. 142] свидетельствуют: в структуре источников инвестиций в основной капитал собственные средства составляют в начале 2000-х гг. до половины инвестиций в экономике и почти две трети — в промышленности; доля банковских кредитов не превышает 5–5,5%. Заемные средства других организаций уже превысили 8%. При этом доля средств, привлеченных за счет выпуска ценных бумаг, — менее 0,5%. Вес иностранных инвестиций также не пре-

вышает 5%. Опросы промышленных предприятий [Гуриев и др., 2003; Dolgoruyatova, 2004] также показывают, что собственные средства составляют до 80% инвестиций, банковские займы — от 5 до 15%, средства предприятий-партнеров — до 5%, тогда как эмиссия ценных бумаг и иностранные инвестиции замыкают список источников с 0,5–1% от объема вложений.

Большинство обследованных нами компаний регулярно инвестируют в основные фонды, а также декларируют наличие инвестиционных планов. Они осуществляют вложения в основные фонды, опираясь в основном на собственные средства, иногда используя банковские кредиты и средства бюджетов.

Многие респонденты подробно характеризовали свои инвестиционные намерения, связанные в основном с совершенствованием технологии и закупками современного оборудования, комплексной реконструкцией производств. Вместе с тем 5 предприятий не осуществляли инвестиций или делали это нерегулярно, путем мелких вложений и исключительно собственными средствами и (в 1 случае) с помощью региональных органов власти. Это были приватизированные независимые предприятия с распыленной, умеренно концентрированной или концентрированной собственностью, которые контролировались менеджерами на основании их доминирования в собственности или распоряжения акциями трудовых коллективов.

Собственные средства — основной источник инвестиций для подавляющего большинства предприятий и в прошлом, и, скорее всего, в будущем. При этом предприятия — члены бизнес-групп также активно использовали перераспределяемые внутри этих групп средства. Такое перераспределение характерно для бизнеса разных масштабов. Подчеркнем, что не выявлено ни одного случая инвестиций со стороны партнеров, с которыми предприятие не связано имущественными отношениями.

Кредиты банков использовались половиной компаний. Они были основным источником развития только для некоторых эффективных и быстрокупаемых видов деятельности (3 примера), где эти кредиты выдавались под залог. Также кредиты банков как дополнительный источник средств использовались крупными предприятиями, входящими в группы или тесно связанными с государством, с оборонным комплексом. Некоторые респонденты были противниками получения кредитов в банках, признавая тем самым, что при существующих условиях кредитования их проекты не окупаются. Наблюдалась также примеры товарных кредитов от зарубежных поставщиков оборудования.

Государство, в основном в лице региональных или местных органов власти, прямо или косвенно участвовало в инвестиционной деятельности нескольких крупных по меркам региона предприятий (всего 3 примера), способствуя их доступу к льготным кредитам. Федеральные органы при этом действовали через свой государственный холдинг.

Иностранные инвестиции в небольших объемах имели место только в 3 компаниях, получавших их от своих акционеров. В перспективе еще 2 предприятия рассчитывали на техническую помощь зарубежных правительственных организаций.

Ценные бумаги. Обращает на себя внимание, что никто не использовал в последние три года выпуск акций для финансирования инвестиций, хотя некоторые компании проводили эмиссию. Скорее всего, эти выпуски были направлены на осуществление корпоративных действий и реорганизаций.

Большинство респондентов и в дальнейшем исключили возможность выпуска или продажи акций для инвестирования из-за опасений утраты контроля над бизнесом. 3 респондента говорили о «возможности» долевого финансирования в

принципе, но серьезность этих намерений ничем не подтверждена. Отрицая эмиссию ценных бумаг, некоторые респонденты не исключали продажу бизнеса или весомой его части определенному партнеру. Обследование зафиксировало единственный случай выпуска нескольких траншей облигаций, которые были представлены на фондовом рынке. Однако и здесь полученные средства не использовались для финансирования инвестиций в основной капитал. Что касается возможных планов, то 1 из респондентов также собирался выпустить облигации, хотя и не уточнил, в каких целях.⁵

Сложившаяся система самофинансирования (предприятие и его акционеры) с ограниченным участием банков и государства укрепляет инсайдерский контроль. Кстати, именно необходимостью инвестиций сами респонденты часто объясняли отсутствие регулярной выплаты дивидендов по обыкновенным акциям.

В нашем обследовании факт выплаты дивидендов по обыкновенным акциям или возможность выплат при наличии достаточной прибыли отмечались в 6 случаях. При этом регулярная выплата дивидендов (не менее двух раз за последние три года) отмечена только в 4 компаниях. 2 случая — это компании одной бизнес-группы с высококонцентрированной собственностью, одна из которых — голубая фишка фондового рынка. Здесь выплата дивидендов стратегически ориентирована на создание имиджа бизнеса, рост его капитализации. 2 других примера диаметрально противо-

⁵ Небольшой объем выборки не позволил уловить заметную сегодня тенденцию роста долгового финансирования компаний за счет выпуска корпоративных облигаций. Бум рынка облигаций 2002–2003 гг. тем не менее не отразился значимо на источниках финансирования инвестиций в основной капитал. По официальным данным [Госкомстат, 2004], в 2003 г. средства от выпуска корпоративных облигаций составили всего 0,2% инвестиций в основной капитал в экономике.

положны — это небольшие неблагополучные предприятия со значительным участием работников в капитале. Здесь дивидендная политика направлена на поддержание отношений с трудовым коллективом, используется для упрочения контроля за предприятием со стороны менеджеров и защиты его от захвата.

Таким образом, дивидендная политика АО не связана непосредственно с консолидацией собственности или типом доминирующего собственника, но непременно учитывает интересы миноритарных акционеров, будь то работники или институциональные инвесторы. Действительно, по мнению ряда респондентов, причиной разногласий с миноритарными акционерами зачастую является именно дивидендная политика. И если одни предприятия платят дивиденды даже в ущерб инвестициям, то другие предлагают мелким акционерам обмен обыкновенных акций на привилегированные. Используя легальный и добровольный механизм отделения участия в доходах от участия в управлении открытым АО, эти компании смягчают проблему взаимоотношений с миноритарными акционерами, особенно из числа нынешних и бывших работников.

Модели корпоративного контроля на микроуровне

Наряду с дискуссиями о становлении национальной модели корпоративного управления в российской экономике происходило и обсуждение моделей (типов) корпоративного контроля на микроуровне, соответствующих наиболее типичным ситуациям. Так, в работе [Афанасьев, 2000], с учетом основных сторон внутрикорпоративных отношений (менеджеров, трудового коллектива, внешнего собственника), выделялись три типа основного контроля и еще два типа смешанного контроля (внешних собственников и менеджмента, внешних собственников и работников). Эта типология отражала результаты при-

ватизации в середине 1990-х гг. и учитывала возможные мотивы, ограничения и коалиции при принятии решений в АО.

На наш взгляд, с началом интенсивного передела собственности и смены менеджмента в российских компаниях (примерно с 1997 г.) усилилось влияние распределения собственности на реальный корпоративный контроль. Поэтому сегодня модель (как устойчивое распределение контроля в компаниях между собственниками и менеджерами) основывается на реальной структуре акционерного капитала. Доминирование инсайдерского контроля в российских АО не исключает разной степени консолидации собственности и разнообразия типов доминирующего акционера. С учетом этих двух параметров в нашей работе [Долгопятова, 2001] были выделены четыре модели корпоративного контроля, характерные для приватизированных предприятий промышленности конца 1990-х гг.

1. *Модель I — «частное предприятие»*, в которой совмещены функции собственников и управляющих. Крупнейший собственник — директор, при этом мелкими акционерами могут быть другие менеджеры, рядовые работники, органы власти, с которыми достигается баланс интересов.
2. *Модель II — «коллективная менеджерская собственность»*, в которой также совмещены функции собственников и управляющих. В таком «кооперативе менеджеров» группа высших менеджеров предприятия, обычно не более 4–5 человек, сосредоточивает в своих руках контрольный пакет акций. Как правило, никто из ведущих акционеров не обладает блокирующим пакетом, но доля директора превышает доли каждого из членов команды.
3. *Модель III — «концентрированное внешнее владение»*, где внешний собственник распоряжается контрольным пакетом акций, а менеджеры — это наемный персонал или владельцы мелких

пакетов акций (3–5%). Данная модель в основном сформировалась в ходе вторичного перераспределения приватизированной акционерной собственности.

4. *Модель IV* — «распыленное владение», где контроль фактически принадлежит менеджменту предприятия. Для данной модели характерно, что менеджер (команда менеджеров) обычно является собственником пакета акций средних размеров (5–15%). При этом остальные акции частично распылены среди мельчайших акционеров — инсайдеров и сторонних лиц, частично могут находиться в виде небольших пакетов у государственных органов, институциональных инвесторов, других собственников. Основные черты модели — сочетание бесконтрольности менеджмента, его неуверенности в будущем и невозможности и/или нежелания увеличить свою долю в собственности.

Эти модели присутствуют и в новом частном бизнесе, организованном в форме АО, за исключением модели IV, которая была порождена особенностями российской массовой приватизации в условиях экономического спада.

Интенсивные процессы перераспределения акционерной собственности на фоне интеграции способствовали трансформации структур контроля на микроуровне. В сложившейся институциональной среде модели контроля с распыленной и умеренноконцентрированной собственностью (II и IV) не могли конкурировать с моделями, основанными на сильной концентрации собственности (I и III), и постепенно вытеснялись. Так, многие российские АО были поглощены крупными российскими бизнес-группами, куплены внешним собственником или постепенно перешли в фактически личную собственность генерального директора.

Сегодня модель частного предприятия — это не только следствие сосредоточения акций у директора, но и результат непосредственного участия внешнего доминирующего собственника в управлении

(это, например, бизнес, начатый «с нуля»; покупка приватизированных предприятий, сопровождающаяся заменой прежнего менеджмента). Граница между моделями I или III подвижна. Выбор между ними находится в руках доминирующего акционера, который может принять решение о продаже бизнеса, его реорганизации, изменении системы управления. Вместе с тем пока еще сохраняется модель коллективной собственности менеджеров, причем воспроизводит ее именно новый бизнес.⁶

В табл. 2 приведены основные характеристики обследованных объектов, которые позволяют отнести их к той или иной модели корпоративного контроля. В нашей небольшой выборке налицо доминирование моделей I и III. Модели II и IV еще сохранились на неблагоприятных и в основном некрупных независимых предприятиях.

Заметим, что сегодняшняя практика дает и редкие примеры децентрации собственности, регулируемой доминирующими акционерами: компания «Вимм-Билль-Данн», некоторые другие публичные АО. Наше обследование не могло уловить такие тенденции, хотя о возможной продаже части акций несколько респондентов упоминали. Эти новые явления можно интерпретировать как первые шаги к формированию модели с распыленной собственностью нового типа, которая будет характерной только для небольшого числа компаний. Речь идет о модели контроля, в которой в отличие от модели IV главенствующая роль в кратко- и среднесрочной перспективе будет принадлежать доминирующему собственнику, а не менеджерам, — о новой модели «регулируемого» распыления.

⁶ Эта ситуация — следствие преимущественно «командной» организации новой предпринимательской деятельности в России (в противовес «семейной», которая характерна и для европейских, и для азиатских экономик). Она присуща и крупному, и малому бизнесу. Однако объяснение подобного феномена выходит за рамки данной статьи.

Разделение собственности и контроля и спрос на корпоративное управление

Среди акционерных обществ с доминированием инсайдеров можно выделить два типа компаний по фундаментальному признаку разделения собственности и контроля, с которым связывают основную проблему корпоративного управления.

Интуитивное понимание разделения собственности и контроля трудно формализовать. Мы введем рабочее определение: *собственность и контроль разделены, когда директор предприятия не является акционером, а другие топ-менеджеры — наемные работники или мелкие акционеры*. В этом определении приводится необходимое условие разделения собственности и контроля, но не достаточное. В АО с разделением собственности и оперативного управления используются иные формы контроля доминирующего собственника над деятельностью предприятия (формирование и координация работы совета директоров, непосредственное участие собственника в управлении «вышестоящей» холдинговой компанией, другие неформальные способы).

Выборка предприятий (за исключением 1 предприятия с распыленной собственностью) распадается на два кластера. В кластер с разделенными собственностью и контролем попало 7 объектов (из них 1 предприятие, в котором контрольный пакет акций принадлежит концерну со 100%-м государственным участием). В кластер с неразделенными собственностью и контролем — 12 предприятий (фактически одно из них на момент интервью было поглощено внешним собственником (группой), при этом старый менеджмент, продавший свои акции новому собственнику, был сохранен).

Сопоставление двух кластеров (табл. 3) демонстрирует серьезные различия в формах бизнеса. Разделение собственности и оперативного управления характерно

именно для предприятий — членов групп (только один случай, где внешний собственник — инвестиционная компания, про которую неизвестна ее принадлежность к группе). Совмещение — это черта независимых предприятий и групп компаний (прежде всего относительно небольших групп). Если речь идет о крупной группе, то в холдинговой компании собственники сами являются исполнительными менеджерами, обеспечивая контроль над бизнесом в целом. При этом оперативное управление предприятиями в составе крупной группы часто передано наемным менеджерам. Их лояльность обеспечивается высокими заработками, требованиями следования особым корпоративным нормам поведения.

Различия в текущих и перспективных экономических характеристиках этих двух кластеров связаны в основном с уровнем концентрации собственности и типом доминирующего собственника, с характером интеграции. В кластере компаний с совмещением собственности и контроля присутствуют независимые предприятия с доминированием менеджеров, они чаще оказываются в плохом экономическом состоянии.

Разделение собственности и контроля, присущее интегрированному бизнесу, коррелирует с более высокой степенью концентрации собственности, с фактом смены высших менеджеров, с формированием современных управленческих команд.

Кластеры различаются по характеристикам корпоративного контроля. Советы директоров компаний с разделением собственности и управления жестко контролируются доминирующим собственником (обычно бизнес-группой), иногда исполнительный менеджмент даже не входит в состав членов совета. Именно в этих компаниях в функции советов входит принятие решений и мониторинг исполнительного менеджмента, что характерно для наиболее крупных бизнес-групп. Однако налицо и формально существующие «бутафорские» советы в открытых АО.

Таблица 2

Модели корпоративного контроля на микроуровне

№	Тип бизнеса	Масштабы бизнеса*	История бизнеса	Интеграционная активность в 1997–2003 гг.	Размеры объекта	Концентрация капитала**	Доминирующие собственники	Модель контроля	Собственники
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1	Группа компаний	Средний	Приватиз.	Реструктуризация, создание группы	Относительно крупный	Высокая	Директор	I (возможен переход в III)	
2	Предприятие	—	Приватиз.	Нет	Относительно крупный	Высокая	Директор	I (из II)	
3	Предприятие	—	Приватиз.	Нет	Крупный	Средняя	Менеджеры	II	
4	Предприятие	—	Приватиз.	Нет	Средний	Умеренная	Менеджеры, предприятие-партнер	II с элементами III	
5	Группа компаний	Средний	Приватиз.	Банкротство, создание группы	Крупный	Средняя	Менеджеры	I или II	
6	Предприятие	—	Приватиз.	Нет	Средний	Высокая	Директор	I	
7	Член группы компаний	Суперкрупный	Приватиз.	Вхождение в вертикальный холдинг, слияния	Сверхкрупный	Средняя	Группа	III	
8	Предприятие	—	Приватиз.	Нет	Средний	Умеренная	Менеджеры	II	
9	Предприятие	—	Приватиз.	Нет	Относительно крупный	Средняя	Менеджеры	II	
10	Член группы компаний	Крупный	Приватиз.	Вхождение в вертикальный холдинг	Сверхкрупный	Высокая	Группа	III	
11	Предприятие	—	Приватиз.	Идет поглощение группой	Крупный	Средняя	Директор	I (идет к III)	

1	2	3	4	5	6	7	8	9
12	Член группы компаний	Крупный	Приватиз.	Вхождение в вертикальный холдинг	Сверхкрупный	Высокая	Государственный холдинг	III (из IV)
13	Член группы компаний	Суперкрупный	Приватиз.	Поглощение группой	Сверхкрупный	Высокая	Группа	III (из IV или II)
14	Предприятие	—	Приватиз.	Поглощение	Относительно крупный	Высокая	Инвестиционная компания	III (из I или II)
15	Группа компаний	Средний	Приватиз.	Реструктуризация, создание группы	Крупный	Высокая	Менеджеры	I (из II)
16	Предприятие	—	Приватиз.	Нет	Средний	Распыленная	Нет	IV
17	Группа компаний	Суперкрупный	Приватиз.	Реорганизация бизнес-группы	Сверхкрупный	Высокая	Группа	I (из III)
18	Группа компаний	Крупный	Новый	Слияния	Сверхкрупный	Средняя	Группа	I
19	Совместное предприятие	Крупный	Новый	Нет	Средний	Средняя (50:50)	Российская и зарубежная фирмы	III
20	Член группы компаний	Крупный	Новый	Вхождение в вертикальный холдинг	Относительно крупный	Средняя (50:50)	Группа (2 собственника)	III (возможен переход в I)

* Масштаб бизнеса оценивается только для групп компаний и классифицируется как средний (значимый для экономики города, региона), крупный (весомая роль в отрасли) или суперкрупный (важная роль в национальной или мировой экономике).

** Концентрация капитала: распыленная (никто не владеет пакетом акций более 10%), умеренная (крупнейший акционер владеет свыше 10% акций, но не более чем 25%), средняя (крупнейший акционер владеет более 25% капитала, но не более 50%), высокая (крупнейший акционер владеет более 50% акций).

*** С означает совмещение, а Р — разделение.

Таблица 3

**Сопоставление 2 типов компаний с разными формами корпоративного контроля
по характеристикам бизнеса**

Показатели состояния и деятельности бизнеса		Кластеры компаний по типам корпоративного контроля	
		Тип 1: разделение собственности и управления — 7	Тип 2: совмещение собственности и управления — 12
1	2	3	4
Тип бизнеса	Независимое предприятие	1	7
	Член группы, дочерняя фирма	5	0
	Группа компаний	0	5
Размеры бизнеса	Средний и относительно крупный	3	6
	Крупный и сверхкрупный	4	2
Уровень концентрации капитала	Высокий	6	5
	Средний	1	5
	Низкий	0	2
Потребность в концентрации капитала	Есть	3	3
	Нет	4	6
	Нет данных		3
Динамика выпуска продукции	Сильный рост	3	8
	Умеренный рост	3	2
	Стабильная, умеренное падение	1	2
Отношение динамики выпуска к динамике числа занятых	Позитивное	3	10
	Нулевое или негативное	4	2
Экспорт	Есть	3	9
	Нет	4	3
	Возможен	2	
Состояние оборудования и технологий	Плохое	0	1
	Среднее	4	7
	Хорошее	3	4
Стратегическое планирование	Краткосрочное	0	4
	Среднесрочное	2	4
	Долгосрочное	5	4
Инвестиции за последние 3 года	Регулярные	7	8
	Нерегулярные, не было	0	4
Источники инвестиций	Собственные средства	6	10
	Кредиты	5	5
	Государство	1	2
Управленческая команда	Новая	4	1
	Смешанная	3	4
	Старая	0	7
Факт смены высших менеджеров	Есть	5	1
Угроза захвата бизнеса	Есть	2	3

Окончание табл. 3

1	2	3	4
Расхождение интересов между крупными и мелкими акционерами	Есть	3	3
	Не применимо	2	
	Нет данных		1
Расхождение интересов между крупными собственниками и менеджерами	Есть	2	0
	Не применимо		8
Регулярные выплаты дивидендов	Есть	1	3
Доминирующая позиция в совете директоров	Менеджеры		9
	Группы или собственники	7	2
	Нет данных		1
Роль совета директоров в компании	Номинальная	2	8
	Экспертная		4
	Мониторинг, принятие решений	5	0
Корпоративные конфликты или шантаж	Есть	2	3
Предпочтительные способы урегулирования корпоративных конфликтов	Переговоры	5	11
	Суд	5	4
	Бизнес-ассоциации	0	2
	Нет данных		1

Там решения доминирующего собственника только получают «отражение в документе» в соответствии с требованиями закона, а вырабатываются вне формальных корпоративных процедур, о чем открыто говорили некоторые респонденты.

Напротив, совмещение собственности и контроля отдает советы на откуп менеджерам, и потому здесь трудно разделить акционеров, директоров и исполнительных топ-менеджеров. Как паллиатив, на лучших предприятиях сложилась экспертная форма работы совета: обсуждение проблем и возможных путей их решения, привлечение мнения сторонних экспертов.

Причина корпоративных конфликтов и формирования спроса на правовые инструменты их разрешения — это расхождение интересов участников корпоративного управления.

В нашем обследовании практически нет упоминания о расхождении интересов крупных собственников и менеджеров (в половине случаев эти понятия просто совпадают). Надо также учитывать, что большин-

ство наших респондентов — менеджеры (и только собственник предприятия отметил такое расхождение). Еще один особый случай наблюдался в АО с государственным участием, где государство реорганизовало АО с заменой его директора. А вот расхождение интересов между миноритарными и крупными акционерами было зафиксировано в 6 случаях, причем оно относительно чаще наблюдалось при разделении собственности и контроля.

Корпоративные конфликты или случаи корпоративного шантажа встречались редко в компаниях обоих кластеров. Однако при разделении собственности и контроля суд как способ разрешения корпоративных споров признавался столь же приемлемым, как и переговоры.

Заключение

В результате интенсивного передела собственности в российских открытых АО сложился высокий уровень концентрации акционерного капитала, что выражается в контроле доминирующего акционера.

Дальнейшие трансформации будут во многом предопределены его решениями, определяющими участие в управлении компаний и границы компетенции исполнительного менеджмента. Хотя в настоящее время превалирует совмещение собственности и контроля, интеграционные процессы способствуют постепенному их разделению. Крупные интегрированные бизнес-группы уже передали оперативное управление своими предприятиями в руки наемных менеджеров. Вместе с тем вопросы стратегического развития остаются пока в компетенции бизнес-групп (точнее, их реальных собственников). В результате отделения управления от собственности формируется спрос бизнеса на легитимные институты корпоративного контроля акционеров над исполнительным менеджментом через советы директоров, а также на урегулирование корпоративных конфликтов через судебную (арбитражную) систему.

В перспективе открытые АО, несмотря на формальный статус публичной компании, будут различны по внутрикорпоративной системе управления. Одни предприятия перейдут в разряд частных, семейных фирм, где структура и стиль менеджмента тяготеют к малому и среднему бизнесу. Другие АО, входящие в интегрированные группы, станут

«закрытыми» компаниями, где шаг за шагом управленческие функции передаются наемным директорам. Тогда значимое место в менеджменте будет отведено инструментам распределения полномочий и ответственности между крупными акционерами и менеджерами (совет директоров, контракты с исполнительными директорами). Еще одна, но немногочисленная группа АО будет ориентирована на привлечение мелких инвесторов при сохранении доминирующего акционера. В этом случае в управлении компанией неизбежно повышение роли собрания акционеров и норм корпоративного управления, регулирующих взаимоотношения различных групп акционеров между собой и с заинтересованными лицами.

По нашему мнению, сегодня основным объектом исследования корпоративного управления в России должны стать мотивации и механизмы взаимодействия доминирующих собственников и менеджеров АО с учетом интеграционных процессов. В начале 2005 г. ГУ–ВШЭ проведет эмпирическое обследование по количественной оценке распространения тенденции к разделению функций владения и контроля, форм и последствий этого разделения для внутрикорпоративных отношений в компаниях.

ЛИТЕРАТУРА

- Авдашева С. Б. 2002. Интеграционные процессы в промышленности. В сб.: *Российская промышленность: институциональное развитие*. Под ред. Т. Г. Долгопятовой. М.: ГУ–ВШЭ; 91–111.
- Авдашева С. Б., Балюкевич В. П., Горбачев А. В., Дементьев В. Е., Паппэ Я. Ш. 2000. *Анализ роли интегрированных структур на российских товарных рынках*. М.: ТЕИС.
- Аукуционек С. П., Батяева А. Е. 2000. *Российские предприятия в рыночной экономике: ожидания и действительность*. М.: Наука.
- Афанасьев М. П. 2000. *Корпоративное управление на российских предприятиях*. М.: Интерэксперт.
- Басаргин В. Ф., Первалов Ю. В. 2000. Анализ закономерностей формирования корпоративного контроля на приватизированных предприятиях. *Проблемы прогнозирования* (5): 120–138.
- Витебский В. Я., Коленникова О. А., Косалс Л. Я. и др. 2002. *Оборонные предприятия России: 1995–2002 гг.* М.: ИСЭПН РАН.
- Голикова В. В., Долгопятова Т. Г., Кузнецов Б. В., Симачев Ю. В. 2003. Спрос на

- право в области корпоративного управления: эмпирические свидетельства. В сб.: *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»; 229–339.
- Госкомстат РФ. 2002. *Промышленность России. 2002. Статистический сборник*. М.: Госкомстат РФ.
- Госкомстат РФ. 2003а. *Инвестиции в России. 2003. Статистический сборник*. М.: Госкомстат РФ.
- Госкомстат РФ. 2003б. *Инвестиционная деятельность в России: условия, факторы, тенденции*. М.: Госкомстат РФ.
- Госкомстат РФ. 2004. *Социально-экономическое положение России: январь 2004 года*. М.: Госкомстат РФ.
- Гуриев С. М., Лазарева О. В., Рачинский А. А., Цухло С. В. 2003. *Корпоративное управление в российской промышленности*. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ» № 149. М.: МОНФ.
- Дерябина М. А. 2001. Реструктуризация российской экономики через передел собственности и контроля. *Вопросы экономики* (10): 55–69.
- Долгопятова Т. Г. 1995. *Российские предприятия в переходной экономике: экономические проблемы и поведение*. М.: Дело.
- Долгопятова Т. Г. 2001. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования). *Вопросы экономики* (5): 46–60.
- Долгопятова Т. Г. 2003. *Становление корпоративного контроля и эволюция акционерной собственности*. Препринт WP1/2003/03. М.: ГУ–ВШЭ.
- Долгопятова Т. Г., Кузнецов Б. В. 2004. Факторы адаптации промышленных предприятий (по результатам опроса руководителей). В сб.: *Модернизация экономики России: социальный контекст*. Под ред. Е. Г. Ясина. Кн. 2. М.: ГУ–ВШЭ; 237–272.
- Дынкин А. А., Соколов А. А. 2002. Интегрированные бизнес-группы в российской экономике. *Вопросы экономики* (4): 78–95.
- Капелюшников Р. И. 2001. Собственность и контроль в российской промышленности. *Вопросы экономики* (12): 103–124.
- Кузнецов Б. В., Долгопятова Т. Г., Симачев Ю. В. 2002. Преобразование отношений собственности. В сб.: *Российская промышленность: институциональное развитие*. Под ред. Т. Г. Долгопятовой. М.: ГУ–ВШЭ; 17–36.
- Кузнецов П. В., Муравьев А. А. 2000. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России. (Анализ «голубых фишек» фондового рынка). *Экономический журнал ВШЭ* 4 (4): 475–504.
- Лазарева О. В. 2004. *Изменение границ российских предприятий*. М.: ЕЕРС.
- 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.
- Радыгин А. Д. 2001. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе. *Вопросы экономики* (5): 26–45.
- Радыгин А. Д., Энтов Р. М. 1999. *Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг*. Научные труды ИЭПП № 12. М.: ИЭПП. <http://www.iet.ru/archiv/zip/wp12.zip>
- Радыгин А. Д., Энтов Р. М. 2001. *Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ*. Научные труды ИЭПП № 36. М.: ИЭПП. <http://www.iet.ru/papers/36/index.htm>
- Симачев Ю. В. 2001. Направления и факторы реформирования промышленных предприятий. *Экономический журнал ВШЭ* 5 (3): 328–348.
- Стиглиц Дж. 2001. Quis custodiet ipsos custodiet? Неудачи корпоративного управ-

- ления при переходе к рынку. *Экономическая наука современной России* (4): 108–146.
- Устюжанина Е. В. 2001. «Другая» частная собственность: приватизация по-русски. *Экономическая наука современной России* (2): 74–95.
- Aghion P., Tirole J. 1997. Formal and real authorities in organizations. *Journal of Political Economy* 105 (1): 1–29.
- Alchian A., Demsetz H. 1972. Production, information costs and economic organizations. *American Economic Review* 62 (6): 777–795.
- Aoki M. 1994. The contingent governance of teams: An analysis of institutional complementarity. *International Economic Review* 35 (3): 657–675.
- Aukutsionek S., Dyomina N., Kapelyushnikov R. 2003. Ownership structure of Russian industrial enterprises in 2003. *The Russian Economic Barometer* 12 (3): 3–11.
- Berglof E., von Thadden E-L. 1999. *The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries*. CEPR Working Paper 263.
- Berle A., Means G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan: N. Y.
- Bevan A., Estrin S., Schaffer M., 1999. *Determinants of Enterprise Performance During Transition*. CERT Discussion Paper 99/03.
- Black B., Kraakman R., Tarassova A. 2000. Russian privatization and corporate governance: What went wrong? *Stanford Law Review* 52 (6): 1731–1808.
- Blasi J., Kroumova M., Kruse D. 1997. *Kremlin Capitalism: The Privatization of the Russian Economy*. Cornell University Press: Ithaca.
- Central and East European Mergers and Acquisitions Survey*. 2001. PWC (PricewaterhouseCoopers). <http://www.pwcglobal.com/mandace>
- Dallago B. 2002. Corporate governance and governance paradigms. *East-West Journal of Economics and Business* 5 (2): 173–196.
- Dolgopyatova T. 2000. The evolution of new institutions in the small business sector. In *Shaping the Economic Space in Russia*. Harter St., Easter G. (eds). Ashgate Publishing: Aldershot; 163–188.
- Dolgopyatova T. 2003. Ownership and corporate control structures as viewed by statistics and surveys. *The Russian Economic Barometer* 12 (3): 12–20.
- Dolgopyatova T. 2004. Corporate ownership and control in the Russian companies after the decade of reforms. In *Corporate Governance in Transition Economies. Part 1. The Case of Russia*. Ikemoto Sh., Iwasaki Ich. (eds). The Institute of Economic Research Discussion Paper Series B 29. Hitotsubashi University: Tokio; 39–71.
- Fox M., Heller M. 1999. *Lessons from Fiascos in Russian Corporate Governance*. William Davidson Institute Working Paper 99–01. <http://www.wdi.bus.umich.edu>
- Grossman S., Hart O. 1986. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy* 94 (4): 691–719.
- Jensen M., Meckling W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–360.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishni R. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113–1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (2): 471–517.
- OECD Economic Surveys. Russian Federation. 2001-2002*. 2002. Volume 2002, Issue 5, Chapter 2. OECD: Paris.
- Tirole J. 2001. Corporate governance. *Econometrica* 69 (1): 1–35.
- Woodroff D. 2003. *Property Rights in Context: Privatization's Legacy for Corporate Legality in Poland and Russia*. Preprint WP1/2003/01. SU–HSE: Moscow.

Статья поступила в редакцию
20 февраля 2004 г.