

**РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОЙ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ:
ЕСТЬ ЛИ ДВИЖЕНИЕ «СНИЗУ»?¹****1. Введение**

Две наиболее важные черты российской модели корпоративного управления, отмечают исследователями практически единодушно. Акционерной собственности присущ крайне высокий уровень концентрации, на основе которой сложился контроль доминирующего собственника. Следствием высокой концентрации и фактором упрочения позиций крупных совладельцев стало их участие в исполнительном управлении компаниями в качестве топ-менеджеров.

Все эмпирические исследования российских предприятий с середины 1990-х годов (Бюро экономического анализа, ГУ ВШЭ, ИСАРП, ИЭПП, Российский экономический барометр, ЦЭФИР и др.) свидетельствовали о высокой и постоянно возрастающей концентрации акционерной собственности.² Подобная тенденция стала реакцией предпринимателей на несовершенство законодательства и правоприменительной практики на фоне вывода активов в интересах менеджеров (или их коалиции с некоторыми акционерами). Акционеры таким образом стремились защитить свои права собственности и упрочить контроль над бизнесом. В итоге, в российской системе корпоративного управления основным игроком стал контролирующий акционер. Это способствовало преодолению проблемы безбилетника (у крупных акционеров есть стимулы к развитию бизнеса) и помогало решению агентской проблемы.

Высокий уровень концентрации присущ и другим переходным экономикам, где сложилась «блокхолдерская» модель.³ В России он был существенно выше (по сути, превалирует модель контролирующего собственника), что свидетельствует о серьезных изъянах институциональной среды.

Процессы концентрации пакета акций в руках небольшой группы акционеров или даже одного акционера начались сразу же после приватизации, а новые частные акционерные общества обычно сразу же создавались как компании с высокой концентрацией капитала. Основным стимулом к концентрации была необходимость установления (для внешних собственников) или сохранения, получение легитимных прав (для менеджеров) контроля над деятельностью предприятия и его финансовыми потоками. Собственники и потенциальные инвесторы понимали, что только концентрированная собственность позволяет защитить права собственности и поставить под контроль управляющих.

¹ Препринт подготовлен в рамках Программы Центра фундаментальных исследований НИУ ВШЭ. В работе использован опрос предприятий, выполненный в 2009 году при финансовой поддержке Минэкономразвития России. Автор благодарит коллег из Института анализа предприятий и рынков НИУ ВШЭ, в первую очередь д.э.н. С.Б. Авдашеву и О.М. Уварову, за совместную работу и помощь. Особая признательность д-ру экономики Du Julan (Университет Гонконга) и за полезные комментарии.

² См., например: Капелюшников Р., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопросы экономики. 2005. № 2.; Структурные изменения в российской промышленности / Под ред. Е. Г. Ясина. М.: ГУ–ВШЭ, 2004; Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / под ред. Т.Г.Долгопятовой, И. Ивасаки, А.А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007.

³ Капелюшников Р. Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений // Российский журнал менеджмента. 2006. Том 4. № 1. С.3-28.

Уровень концентрации капитала в России год от года возрастал. Если в первой половине удельный вес АО, на которых есть акционер с блокирующим пакетом, в выборках достигал 40-65% а доля АО с держателем более 50% акций – 30-40% выборки, то к середине нынешнего десятилетия доля компаний с наличием владельца контрольного пакета достигла уже 70-75%. Высокая концентрация стала универсальной чертой предприятий разных отраслей, размеров и организационных форм.

Контролирующим акционерам стали доступны разнообразные способы жесткого контроля управляющих, формальные и неформальные, как использующие внутрикорпоративные механизмы (например, собрание акционеров и совет директоров), так и нет. Как показывает практика, активно применяются следующие инструменты контроля: установление контроля (причем вполне легитимного) над деятельностью органов управления обществом; частые замены менеджмента (или угроза их увольнения); создание дополнительных звеньев исполнительного управления, а также прямое (регулярное или case-by-case) вмешательство в дела предприятия, в обход процедур корпоративного управления.⁴

Основным способом контроля стало слияние владения и управления путем непосредственного участия крупных собственников в исполнительном менеджменте компаний в качестве ее топ-менеджера. Подобный институт широко распространился в российской корпоративной практике не только вследствие приватизации («красный директор» - владелец предприятия), но и как инструмент, сознательно выбранный собственником - предпринимателем. В условиях неразвитости рынков управленческого труда и слабости внешних институтов защиты прав собственности, он предпочел этот инструмент высоким затратам на предотвращение оппортунизма наемных менеджеров.

Подчеркнем, что для всей пост-приватизационной истории характерны интенсивные процессы перераспределения капитала. По данным разных обследований (Российский экономический барометр, ГУ ВШЭ, Центр экономической конъюнктуры), в 1990-е-начале 2000х годов ежегодно примерно 6-8% компаний меняли основного собственника, причем в первой половине 2000х годов интенсивность передела только возрастала. Характерной чертой перераспределения тогда стал переход крупных пакетов акций: и широко распространившиеся недружественные поглощения, и добровольные продажи (выход из бизнеса с премией за контроль, которым активно пользовались «красные директора»). В условиях высокой концентрации основным внешним механизмом корпоративного управления стал рынок корпоративного контроля, тогда как фондовый рынок приобрел определенное значение только для узкой группы крупнейших компаний, выставивших в свободное обращение незначительные пакеты акций.

Названные особенности российской системы корпоративного управления оказались предопределены интересами и действиями «снизу» участников управления компаниями на фоне неблагоприятной институциональной среды. Опираясь именно на их свидетельства, мы оценим, какие изменения системы происходили на микроуровне во второй половине 2000х годов. Эмпирической основой исследования стали материалы мониторинга конкурентоспособности (КСП) предприятий, охватывающего примерно 1000 предприятий обрабатывающей промышленности с числом занятых не менее 100 и не более 10 тыс. человек⁵

Первый раунд мониторинга проведен на рубеже 2005-2006 гг. совместно ГУ ВШЭ и Всемирным банком. В нем участвовало 1002 предприятия восьми видов экономической деятельности: производство пищевых продуктов, текстильное и швейное производство,

⁴ Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск 1 / Под ред. А.Е. Шаститко. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2008.

⁵ Описание основной выборки см.: Российская промышленность на перепутье. Что мешает нашим фирмам стать конкурентоспособными // В.Голикова, К. Гончар, Б.Кузнецов, А.Яковлев. М.: Изд. Дом ГУ ВШЭ, 2007.

обработка древесины и производство изделий из дерева, химическое производство, металлургическое производство и производство изделий из металла, производство электро-, электронного и оптического оборудования; транспортных средств и оборудования; машин и оборудования. Предприятия были расположены в 49 регионах России. Средняя численность занятых составила 661 человек (медиана – 315).

Второй раунд мониторинга проведен в феврале-июне 2009 г. ИАПР ГУ ВШЭ и «Левада-центром» по заказу Минэкономразвития России. Опрошено 1006 руководителей; в финальную выборку вошло 957 предприятий из 48 регионов. Среднее число занятых на предприятиях выборки – 587 человек (медиана - 290). Панельная выборка, в которой руководители предприятий участвовали в обоих опросах, составила 499 объектов. Во втором раунде респондентом почти на 68% предприятий был первый исполнительный руководитель (генеральный директор, исполнительный директор), а еще в 31% - его заместитель по экономическим, финансовым, коммерческим вопросам. Менее полутора процентов респондентов занимали другие должности (обычно в ранге заместителя первого лица или председателя совета директоров).

Кроме того, для некоторых сопоставлений будут использованы данные опроса, проведенного совместно ИАПР ГУ ВШЭ и Университетом Хитоцубаши (Токио) весной-летом 2005 года в 64 регионах России (исполнитель полевых работ – «Левада-центр»). В нем участвовали руководители 822 акционерных обществ с численностью занятых более 100 человек восьми основных отраслей промышленности, включая топливно-энергетический комплекс, и сектора связи (кроме почтовой). В опрос вошли более 100 обществ, чьи акции или облигации торгуются на биржах. Средняя численность занятых обследованных фирм составила 1884 человека (медиана – 465).⁶

В анализе результатов мониторинга использованы данные по хозяйственным обществам, составившим более 95% всей выборки и ее панельной части. Они включают три основных формы организации предприятий: открытые акционерные общества (АО), закрытые АО и общества с ограниченной ответственностью (ООО). Именно для этих форм можно обсуждать структуру владения и характеризовать инструменты обеспечения контроля над бизнесом. Интеграционные процессы обусловили переплетение ООО и акционерных обществ в группах компаний, когда многие материнские (управляющие) компании существуют в виде ООО, контролируя деятельность открытых и закрытых АО.

Работа имеет следующую структуру. Во втором разделе будут кратко описаны экономические и институциональные условия, способствовавшие росту спроса со стороны бизнеса на инструменты корпоративного управления и его развитию. В третьем разделе характеризуется динамика уровня концентрации собственности и степени распространения инструмента сращивания собственности и исполнительного управления, связь этих тенденций с действием рынка корпоративного контроля. В четвертом – проведен эмпирический анализ факторов, которые могли повлиять на выявленные изменения. В завершающей части обсуждаются полученные результаты.

2. Условия развития системы корпоративного управления

Истекшее десятилетие характеризовалось существенными изменениями в экономической и институциональной среде функционирования российского бизнеса, которые особенно весомо они проявились во второй половине 2000х годов.

Серьезным экономическим фактором стала глобализация. В современном мире она, прежде всего, выражается в активизации инвестиционных связей, росте прямых иностранных инвестиций, зачастую взаимных, а не только и не столько в расширении

⁶ Подробное описание выборки см.: Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / Под ред. Т.Г.Долгопятовой, И.Ивасаки и А.А.Яковлева. М.: изд. дом ГУ ВШЭ, 2007. Приложение 1. С. 415-424.

международной торговли.⁷ В условиях открытости экономики усиливается конкурентное давление на российский бизнес, причем не только со стороны развитых стран, но и других быстро растущих экономик. Ужесточается конкуренция на рынках сбыта, борьба за трудовые ресурсы и источники инвестирования внутри страны и за ее пределами. В то же время глобализация дает возможности для интернационализации деятельности компании, выхода на мировые рынки товаров и факторов производства, недаром вторая половина 2000х продемонстрировала и существенный рост прямых иностранных инвестиций в экономику России, и вложений российских компаний за рубежом в покупку различных активов, в том числе и предприятий.

Вторым весомым экономическим фактором послужила благоприятная экономическая конъюнктура в мире (рост спроса и цен на сырьевые товары) и экономический рост внутри страны, начавшийся после финансового кризиса 1998 года. Постепенное преодоление трансформационного спада создавало стимулы к реструктуризации компаний и удлинению горизонта принятия решений собственниками и менеджерами, получению доходов от работающего и приносящего прибыль бизнеса, а не увода активов. Все это способствовало появлению заинтересованности в более четкой спецификации прав собственности и инвестированию в производство.

Среди институциональных предпосылок следует выделить улучшение корпоративного законодательства и правоприменительной практики. Для развития формальных институтов переломным стал 2002 год, когда были введены в действие новая редакция закона об акционерных обществах и второй закон о банкротстве, существенно ограничивающие возможности экспроприации акционеров, перехвата контроля над бизнесом. Тогда же был одобрен Правительством России и рекомендован к применению Кодекс корпоративного поведения – свод норм лучшей практики, разработанный с учетом рекомендаций ОЭСР. В последующие годы развитие законодательства способствовало более четкому определению и защите прав собственности (регулирование сделок с заинтересованностью, борьба с рейдерскими захватами, регламентация рынка ценных бумаг и требования к эмитентам). На этом фоне постепенно улучшалась практика работы арбитражных судов.⁸

Эволюционировало экономическое поведение российских предприятий. Для значительной их части и их контролирующих владельцев весомыми стали рыночные мотивы развития бизнеса: рост прибыли и стоимости компаний, расширение (сохранение) доли на глобализующемся рынке.⁹ Эти мотивы развития и реструктуризации частного бизнеса способствовали и формированию новой структуры рынков.¹⁰ В большинстве отраслей происходило укрупнение компаний путем слияний и поглощений.

В условиях ужесточающейся конкуренции у крупных компаний необходимостью стала борьба за превращение в глобальных игроков. Компании несырьевого сектора оказались перед непростой задачей поиска конкурентных преимуществ, что подтолкнуло их к встраиванию в транснациональные цепочки добавленной стоимости, поиску синергетических эффектов кооперации с иностранными партнерами, в том числе с развивающихся рынков. Быстрыми темпами росло число и объемы транснациональных сделок слияний и поглощений.

⁷ Губайдуллина Ф. Прямые иностранные инвестиции, деятельность ТНК и глобализация // Мировая экономика и международные отношения, 2003, № 2. С. 42–47.

⁸ См.: Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск 1 / Под ред. А.Е. Шаститко. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2008; Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск 2 / Под ред. А.Е. Шаститко. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2009.

⁹ Долгопятова Т.Г., Ивасаки И., Яковлев А.А. Российский бизнес 20 лет спустя: путь от социалистического предприятия и рыночной фирме // Мир России, 2009, № 4. С. 106.

¹⁰ М. Дерябина. Реструктуризация российской экономики через передел собственности и контроля // Вопросы экономики. 2001. № 10. С.55-69; А. Радыгин. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе (некоторые новые тенденции) // Вопросы экономики. 2001. № 5. С.26-34.

Соответственно, расширилась практика участия зарубежных инвесторов в капитале компаний, куда их зачастую привлекали сами российские совладельцы, а также создание ими предприятий на территории России. Иностранцы приносили в деятельность российских предприятий не только инвестиции, но и опыт работы в рыночных экономиках, квалифицированные управленческие кадры, привыкшие следовать стандартам корпоративного управления, новые технологии, практики и процедуры менеджмента и корпоративного управления.¹¹

У компаний усилились мотивации к выходу на рынки кредитных заимствований, в том числе на мировые, а также на фондовые рынки с облигациями и акциями. Расширение практики размещения акций крупным бизнесом (на фоне ряда регулятивных мер государства) способствовало развитию российского фондового рынка, тем самым усилило интерес к его инструментам и у компаний второго эшелона.

Эволюция мотивов и практик поведения привела к повышению спроса со стороны бизнеса на инструменты корпоративного управления. Собственники оказались заинтересованными в их использовании для контроля над деятельностью наемных менеджеров, а также в соблюдении норм хорошего корпоративного управления для улучшения имиджа компании, особенно при выходе на глобальные финансовые рынки или размещении акций на биржевых площадках.

3. Тенденции развития системы корпоративного управления во второй половине 2000х годов

3.1. Динамика концентрации собственности: достигнут ли предел?

В середине 2000-х годов крайне высокая концентрация собственности оставалась неотъемлемой и универсальной чертой российского корпоративного сектора. По данным опроса руководителей 822 АО, почти 70% обследованных предприятий имели высокий уровень концентрации (наличие акционера с пакетом акций свыше 50%), у 17% фирм наблюдался средний уровень (у крупнейшего акционера есть блокирующий пакет, но нет контрольного). Лишь у 13% фирм на тот момент отсутствовал держатель блокирующего пакета (низкий уровень концентрации). В числе обществ с наличием держателя контрольного пакета только 30% указали, что в их компаниях есть второй крупный акционер, который смог сосредоточить блокирующий пакет. Это значит, что почти половина обследованных компаний имела акционера с контрольным пакетом акций, чья власть не была ограничена другим крупным собственником.

Сложившийся уровень концентрации капитала тогда почти 70% респондентов из числа давших определенный ответ назвали оптимальным для развития бизнеса, около 18% считали нужным его повысить, и всего 13% - снизить. Высокая концентрация в равной степени была характерна для предприятий разных отраслей и размеров, а также компаний, представленных или не представленных на биржах.

Крайне высокий уровень концентрации собственности оказался характерен и для крупнейшего бизнеса. По данным обследования 75 российских компаний, дающих 90% капитализации всех российских публичных фирм, доминирующему акционеру принадлежало в среднем 58% акций. При этом в компаниях, чьи акции торгуются на зарубежных биржах, эта доля не превышала 50% (в 17 компаниях, имеющих листинг LSE – 56%, в компаниях, имеющих листинг на NYSE/NASDAQ – около 34%).¹²

¹¹ Более подробно о роли иностранных акционеров см. Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск 2 / Под ред. А.Е. Шаститко. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2009. Глава 2.

¹² Портрет Совета Директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления. М.: Стандарт энд Пурз, 2007.

Наряду со сделками приобретения дополнительных пакетов акций крупнейшим акционером (консолидированной группой акционеров) такое увеличение в начале десятилетия может объясняться также повышением прозрачности отношений собственности, раскрытием информации о собственнике пакетов акций (бенефициаре), ранее формально разделенных между различными владельцами.

Данные мониторинга позволяют оценить возникшую во второй половине 2000х годов новую тенденцию деконцентрации собственности. Первый раунд продемонстрировал крайне высокий ее уровень: в 2005 году 3/4 хозяйственных обществ имели контролирующего владельца, всего 8% составили предприятия со средним уровнем концентрации и 16% – низким. В итоге почти 44% обществ имели собственника, не ограниченного другим крупным владельцем. Распределение объектов по уровню концентрации было схожим для предприятий разных размеров и видов экономической деятельности и для компаний, представленных на биржах или нет.

По данным второго раунда, в конце 2000-х годов, концентрация собственности упала (см. рис. 1): в 2009 г. менее чем в 2/3 хозяйственных обществ ее уровень был высоким, а в каждом пятом обществе — низким. В итоге менее 39% предприятий имели доминирующего владельца, не ограниченного вторым крупным собственником. По-прежнему не обнаружено значимых расхождений по видам экономической деятельности и размерам бизнеса.

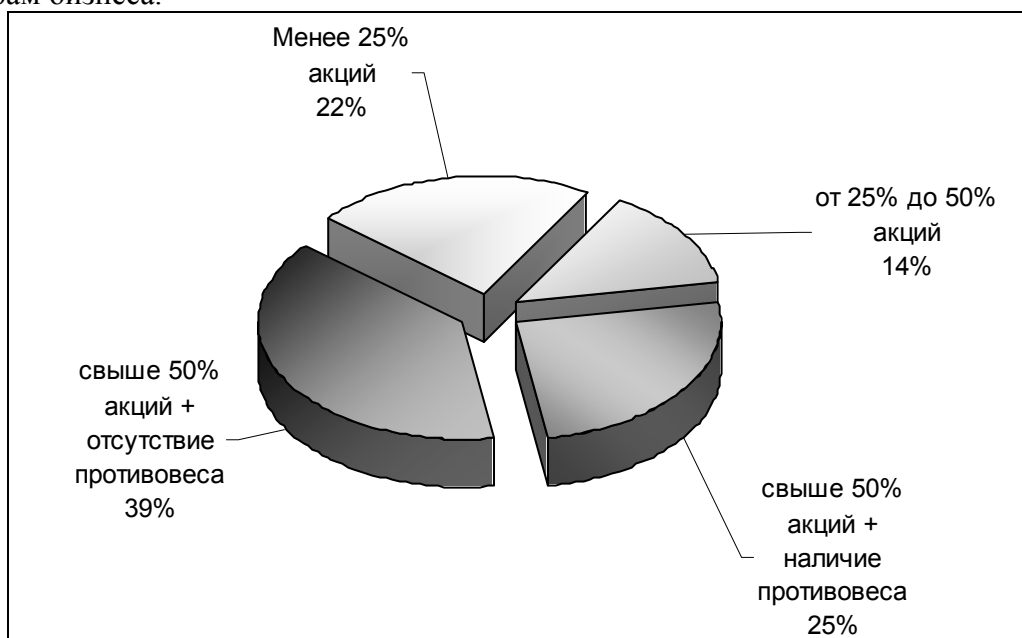


Рис. 1. Группировка хозяйственных обществ по уровню концентрации собственности
Источник: данные второго раунда мониторинга

Для корректной оценки динамики концентрации сопоставим компании панельной выборки (табл. 1). По всем хозяйственным обществам доля фирм с высоким уровнем концентрации уменьшилась более чем на 6 п. п., хотя по АО снижение было меньшим, на 4,4 п.п. Налицо падение концентрации собственности в промышленности. Процесс деконцентрации, о появлении признаков которого в 2006 году свидетельствовали материалы обзора Стандарт энд Пурз по 70 крупнейшим российским компаниям, представленным на фондовом рынке,¹³ судя по всему, к концу десятилетия постепенно распространились на бизнес меньших размеров.

¹³ Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2006 г.: скромные успехи на фоне всеобщего стремления к IPO. М.: Стандарт энд Пурз, 2006.

Таблица 1

Распределение предприятий панельной выборки по уровню концентрации капитала
(% от числа ответивших)

Группа предприятий по уровню концентрации	2005	2009	Изменения, п. п. ^а
Низкая	15,4/16,8	15,7/18,5	+0,3/+1,7
Средняя	11,0/9,4	15,0/13,9	+4,0/+4,5
Высокая	73,6/73,9	69,3/67,7	-4,3/-6,2
– в том числе с наличием противовеса	33,2/30,4	28,7/27,2	-4,5/-3,2
– с отсутствием противовеса	40,4/43,5	40,6/40,5	+0,2/-3,0
Количество ответивших	337/405	286/368	-

Примечание:

^а В числителе приведены данные по АО, в знаменателе – по АО и ООО.

Уровень концентрации собственности в основном снижался на предприятиях, где четыре года назад он был высоким (табл. 2). Кстати, это можно объяснить не только продажей акций или паев новым владельцам, но и четким разделением владения между собственниками, представлявшими ранее единую команду. В итоге весомая группа хозяйственных обществ – пятая часть уменьшила пакет акций или паев в руках крупнейшего владельца, а шестая часть его увеличила.

Таблица 2

Распределение предприятий панельной выборки по динамике концентрации капитала
(% от числа ответивших)

Направление движения предприятий между группами с разной степенью концентрации ^а		Изменение уровня концентрации в 2009 г. по сравнению с 2005 г. ^а	
От низкой к высокой	8,8/9,9	Рост	17,5/17,4
От низкой к средней	3,3/2,6		
От средней к высокой	5,5/4,9		
Была и осталась низкая	3,6/3,5	Без изменений	63,9/62,6
Была и осталась средняя	3,6/3,2		
Была и осталась высокая	56,6/55,9		
От средней к низкой	0,4/0,6	Падение	18,6/20,0
От высокой к средней	8,0/7,2		
От высокой к низкой	10,2/12,2		
Количество ответивших	274/345	Количество ответивших	274/345

Примечание:

^а В числителе приведены данные по АО, в знаменателе – по АО и ООО.

При учете изменений в условиях осуществления контроля (то есть переходов компаний и внутри группы с высокой концентрацией) доля фирм, сохранивший прежний уровень концентрации и контроля, снизилась до 37%, падение уровня характерно для 32% обществ, а рост – для 31.

Распределение предприятий по динамике концентрации и ограничений контроля в разрезе видов экономической деятельности иллюстрирует рисунок 2. Они поровну поделились на виды деятельности с преобладанием оценок или в пользу роста, или падения концентрации. Более всего ее снижение характерно для пищевого производства (баланс оценок в пользу падения более 13 п.п.), а рост – для производства транспортных средств и оборудования, текстильного и швейного производства (баланс оценок в пользу роста 18-19 п.п.). Действительно, отрасли еще находятся на разных этапах преодоления шоков реформ и приватизации 1990-х годов, завершения реструктуризации бизнеса. Менее привлекательные для инвесторов предприятия продолжают процесс концентрации собственности и контроля, который для лидеров в области адаптации к рыночным условиям завершился.



Рис. 2. Распределение хозяйственных обществ по динамике концентрации собственности и контроля в разрезе видов деятельности

Источник: данные второго раунда мониторинга

Для оценки уровня и динамики концентрации представляет интерес вопрос, какое влияние на них могли оказать внешние механизмы корпоративного контроля. Что касается фондового рынка, то среди фирм, чьи акции или облигации представлены на биржах, более 42% снизили уровень концентрации против менее 18% у остальных. Наиболее интересна роль сделок на рынках корпоративного контроля, которые мы измеряли фактом смены основных собственников в течение ряда предшествующих лет. По данным второго раунда мониторинга, в выборке хозяйственных обществ сменили их в 2005-2008 гг. чуть более 23% предприятий, то есть в среднем 5,8% ежегодно (по панельной выборке – 6,0%), причем разницы между АО и ООО практически не было.¹⁴

Участие в сделках корпоративного контроля сопровождалось ростом уровня концентрации владения и появлением иностранных инвесторов, но шло на фоне более стабильного уровня концентрации (табл. 3). Зависимость между уровнем концентрации капитала и приходом новых владельцев линейна: при наиболее высокой концентрации (при отсутствии другого центра контроля) почти 29% объектов прошли ранее через сделки контроля, тогда как наличие противовеса и средний уровень концентрации понизили эту долю до 23%, и 17% распыленных предприятий сменили владельца.

Смена собственника чаще предшествовала приходу иностранных инвесторов: она была характерна для 23% предприятий, где не было их участия и 27% фирм с миноритарным пакетом вплоть до 42% там, где иностранцы имели контрольный пакет.

В то же время, именно стабильные по контролю фирмы, не менявшие основных собственников, характеризовалась более динамичным изменением уровня концентрации, как в сторону падения, так и роста. Для компаний, сохранивших основных собственников, доля объектов с падением концентрации составила 22% (то есть баланс в пользу снижения концентрации превысил 8 п.п.).

¹⁴ Предшествующие три года (2002-2004 гг.) характеризовались более активным переделом собственности – по данным первого раунда, во всей выборке хозяйственных обществ ежегодно на уровне почти 10% (по панели – 8,5%). Аналогично, по данным опроса 822 АО, ежегодно в 2001-2004 гг. смена происходила на 7,5% предприятий обрабатывающей промышленности. В целом, можно говорить об уменьшении интенсивности сделок на рынках корпоративного контроля во второй половине 2000х годов.

Роль сделок по переходу контроля в структуре владения предприятиями

Индикаторы собственности	Прошли через смену владельцев	Не прошли через смену владельцев	Значимость различий ^a
Предприятия с низкой концентрацией капитала, %	15,6	24,2	0,049**
Предприятия со средней концентрацией капитала, %	13,7	21,4	
Предприятия с высокой концентрацией капитала, %	70,7	55,4	
- в том числе с отсутствием противовеса, %	46,7	36,3	
Предприятия с падением уровня концентрации, %	13,8	22,0	0,078*
Предприятия с низким уровнем концентрации, %	73,8	59,8	
Предприятия с выросшим уровнем концентрации, %	12,5	18,1	
Предприятия наличием иностранных совладельцев, %	15,3	8,8	0,015**
Доля иностранных частных владельцев, % капитала	10,2	5,0	0,012**

Примечание:

^a Для сравнения частот использован критерий χ^2 , средних – тест Крускала-Уоллеса: ** - значимо на 5% и *-10% уровне.

Концентрация собственности остается высокой, но пределы ее, по-видимому, достигнуты. Во второй половине 2000х годов на многих компаниях ряда отраслей начались процессы падения концентрации, причем в большей степени они были характерны для устоявшихся собственников бизнеса.

3.2. Корпоративный контроль: происходит ли отход собственников от исполнительного управления?

Как отмечено выше, практика исполнения доминирующими владельцами (акционерами) обязанностей первого руководителя и/или топ-менеджеров широко распространилась в 1990е годы как инструмент решения агентской проблемы, реакция на крайний оппортунизм менеджмента, слабость корпоративного законодательства и правоприменения. В условиях усложнения рыночной среды и роста конкуренции проявилась тенденция постепенного отхода крупных собственников от прямого исполнительного руководства с назначением наемных директоров, а вслед за этим – и использование внутренних инструментов корпоративного управления для контроля их деятельности.

Интеграционные процессы размывали практику совмещения управления и владения, поскольку интеграция выступает особой формой контроля: вхождение в группу компаний делает предприятия более зависимыми от головных компаний и их владельцев.¹⁵ Поэтому наиболее часто наемные директора работали в дочерних структурах групп компаний и холдингов. В то же время отход собственников от управления становится необходимой предпосылкой профессионализации управленческой деятельности, так как управленческие навыки «красных директоров» да и основателей

¹⁵ Подчеркнем в связи с этим, что существование управляющих компаний в форме ООО снижает возможности использования корпоративных инструментов в дочерних акционерных обществах, выводя всю группу компаний из-под действия корпоративного законодательства.

бизнеса не всегда применимы. В 2000е годы улучшилось предложение на рынке управленческого труда, постепенно растет генерация более молодых и подготовленных управленцев.

Опрос 822 АО показал, что только для 29% обследованных компаний можно говорить о некоем формальном отделении управления от владения, когда директор не имел акций компании, а ее крупные акционеры не входили в состав исполнительного руководства (было возможно только наличие миноритариев из числа менеджеров, но не первого руководителя). Среди независимых предприятий она наблюдалась на 21%, среди головных компаний холдингов – на 22%, тогда как среди рядовых участников групп компаний примеров отделения было вдвое больше – почти 44% случаев. «Полное совмещение», то есть наличие акционеров в лице и высшего менеджмента, и директора, наблюдалось на более 40% АО, причем на 48% независимых предприятий и всего 24% рядовых участников холдинга.¹⁶ Приватизированные предприятия также отличились более низкой долей АО с отделением управления от собственности – там их оказалась только четверть против 37% в новых или реорганизованных компаниях, что свидетельствовало об эффекте выбранного способа приватизации.

Сам факт формального отделения управления от владения, как показывают материалы интервью с руководителями компаний, способствует реальному изменению в распределении компетенций, постепенному закреплению за наемными менеджерами некоторых управленческих функций (в частности, производственно-технологических вопросов, оперативной составляющей сбыта и снабжения, а иногда – и оперативных финансовых вопросов). При этом крупные акционеры сохраняют возможность использования названные ранее способов осуществления контроля управляющих.

Во втором раунде мониторинга топ-менеджеры были крупными совладельцами около 42% фирм в 2009 году, а директор владел акциями или паями 48% хозяйственных обществ.¹⁷ Совмещение двух распределений дает группировку по соотношению управления и владения (см. рисунок 3): разделение функций характерно уже для 41% хозяйственных обществ, в то время как ситуация полного совмещения – для трети.

Не располагая возможностями прямого сопоставления данных двух раундов, тем не менее, мы можем сравнить эти результаты с данными опроса 822 АО, приведя их по возможности к сопоставимому виду (таблица 4).¹⁸ Мы видим, что доля фирм с отделением управления от владения увеличилась более чем на треть – почти 10 п.п., при этом почти на 27% меньше стало фирм с первым руководителем – совладельцем бизнеса.

¹⁶ Более подробно см. Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / Под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007. Гл. 1.

¹⁷ Подобные вопросы в первом раунде не задавались.

¹⁸ Для этого из выборки АО 2005 года исключены предприятия сектора связи, топливно-энергетического комплекса и промышленности строительных материалов (круг оставшихся отраслей близок к охваченным мониторингом видам экономической деятельности), а также фирмы с числом занятых свыше 10 тыс. человек. Из данных второго раунда были исключены ООО.

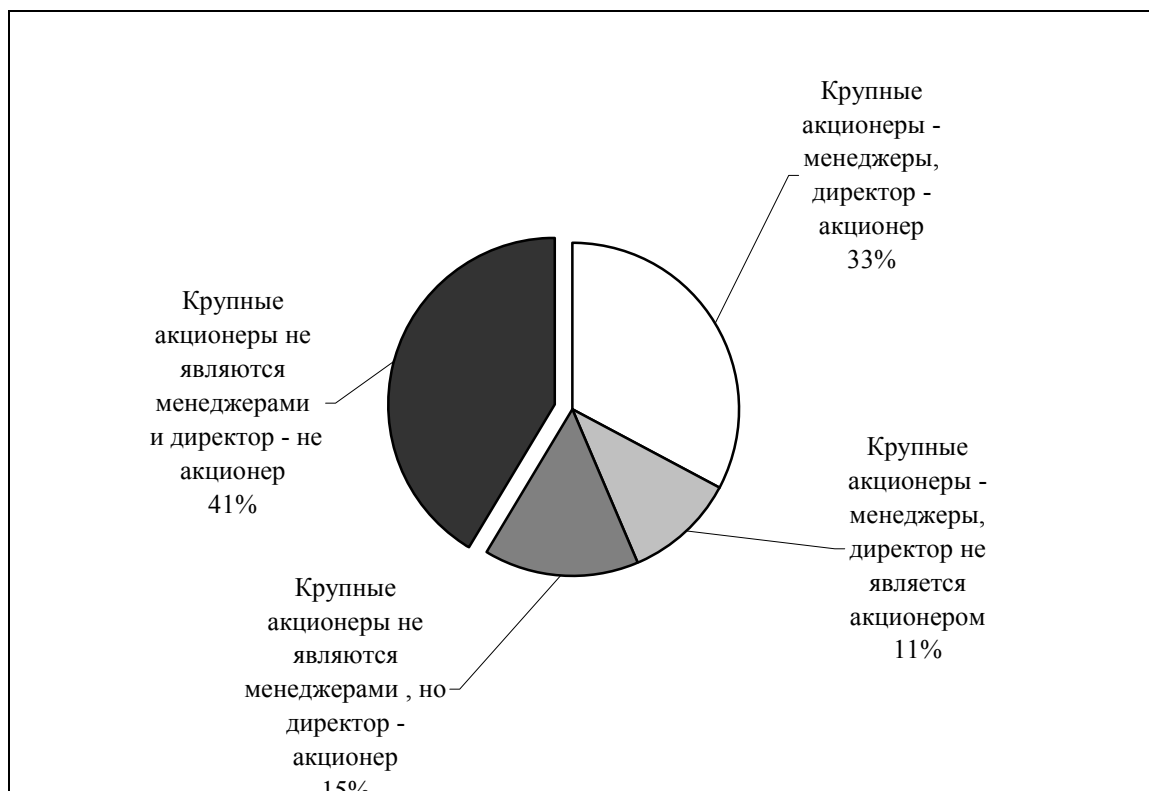


Рис. 3. Распределение хозяйственных обществ по участию собственников в управлении
Источник: данные второго раунда мониторинга

Таблица 4

Примерная динамика соотношения владения и управления в обрабатывающей промышленности (% ответивших)

Формы участия акционеров в управлении	2005 ^а	2009 ^б	Расхождение, п.п.
Крупные акционеры – менеджеры, и директор – акционер компании	43,3	36,2	-7,1
Крупные акционеры работают топ-менеджерами компании	8,3	11,2	+2,9
Директор – акционер компании	20,5	15,0	-5,5
Крупные акционеры не являются топ-менеджерами, директор не имеет акций компании	27,9	37,6	+9,7
Количество ответивших	541	635	-

Примечания:

^а Рассчитано по акционерным обществам следующих отраслей обрабатывающей промышленности: пищевая, легкая, химическая и нефтехимическая, лесная, целлюлозно-бумажная и деревообрабатывающая промышленность, металлургия, машиностроение и металлообработка. Число занятых в этих общества не превышает 10 тыс. человек.

^б Рассчитано по АО восьми видов экономической деятельности.

Рассмотрим возможную роль базовых характеристик в появлении различий между обществами с разными формами контроля (см. таблицу 5). Такие характеристики как размер предприятия и его возраст (косвенная характеристика истории создания, приватизации) не были значимы. Как и в опросе 822 АО 2005 года, принадлежность к дочерней фирме в отличие от независимых предприятий и управляющих компаний продемонстрировала яркие расхождения по удельному весу предприятий с наемным менеджментом и с полным совмещением функций.

Таблица 5

Распределение предприятий по участию собственников в управлении при разных характеристиках бизнеса (% числа ответивших) ^a

Группы предприятий	Отделение управления от владения	Менеджеры – крупные совладельцы	Директор – совладелец	Полное совмещение
Предприятия разных организационных форм				
ООО	52,9	9,8	14,7	22,5
ЗАО	33,0	11,7	14,9	40,4
ОАО	39,6	11,0	15,0	34,5
Статистическая значимость различий 0,002***				
Группировка предприятий по участию в интеграционных процессах				
Независимые предприятия	31,8	11,0	16,3	40,8
Рядовые члены групп компаний	70,3	9,4	10,8	9,4
Управляющие компании	23,1	19,2	15,4	42,3
Статистическая значимость различий 0,000****				
Участие ценных бумаг предприятий в биржевой торговле				
Да, участвуют	23,0	11,5	13,1	52,5
Нет, не участвуют	42,3	10,9	15,2	31,7
Статистическая значимость различий 0,005***				

Примечание:

^a Использован критерий χ^2 , **** - различия значимы на 0,1% уровне, *** - на 1%.

Интересно, что не проявилось позитивного действия фактора открытости бизнеса, которое могло бы стимулировать разделение функций.¹⁹ Связь между выходом на биржи и организацией контроля оказалась обратной: при участии в торгах больше было ситуаций с полным совмещением, тогда как разделение скорее характерно для компаний вне фондового рынка. Аналогично, неожиданно в лидерах по отделению управления оказались ООО с 53% случаев в отличие от АО с 38% (а преимущества ОАО по сравнению с ЗАО не значимы).

При сопоставлении в разрезе видов деятельности (см. рисунок 4) разброс также значим (на уровне 0,011): разделение функций встречалось с минимальной частотой в производстве машин и оборудования (30%) и с максимальной – в производстве электронного оборудования (более 50%). Подгруппа с полным совмещением реже всего представлена в химическом производстве (20%), а чаще всего – при производстве машин и оборудования (44%). Если исключить металлургию, то практически равен удельный вес фирм с директором – совладельцем, а вот менеджеры – крупные акционеры преобладали в химической промышленности.

Вновь обратимся к анализу роли сделок на рынках корпоративного контроля. Оказалось, что их проведение в предшествующие годы способствовало движению в сторону разделения функций в 2009 году, более ярко это проявилось в акционерных обществах (см. таблицу 6). Разделению функций предшествовала смена владельца в 31% предприятий, тогда как разным аспектам совмещения – менее 18%, причем при наличии совладельцев и среди первых руководителей, и других топ-менеджеров передел ранее прошел всего на 13% обществ. С этой стороны результаты можно интерпретировать как использование инструмента сращивания управления и владения для окапывания существующих менеджеров-собственников.

Таким образом, мы располагаем определенными свидетельствами продолжения отхода крупных собственников от исполнительного управления. По итогам второго раунда мониторинга подтвердилась сильная связь интеграционных процессов и использования формы контроля с отделением управления от владения, а также влияния

¹⁹ Подобная связь была отмечена в исследовании по данным 822 АО.

сделок на рынках корпоративного контроля. Интересно, что связь принадлежности к акционерным обществам (и ОАО) и факта отделения неожиданно оказалось отрицательной, что, возможно, говорит о сохранении квази-АО и иллюзорности различий между частной и публичной формами организации бизнеса в России

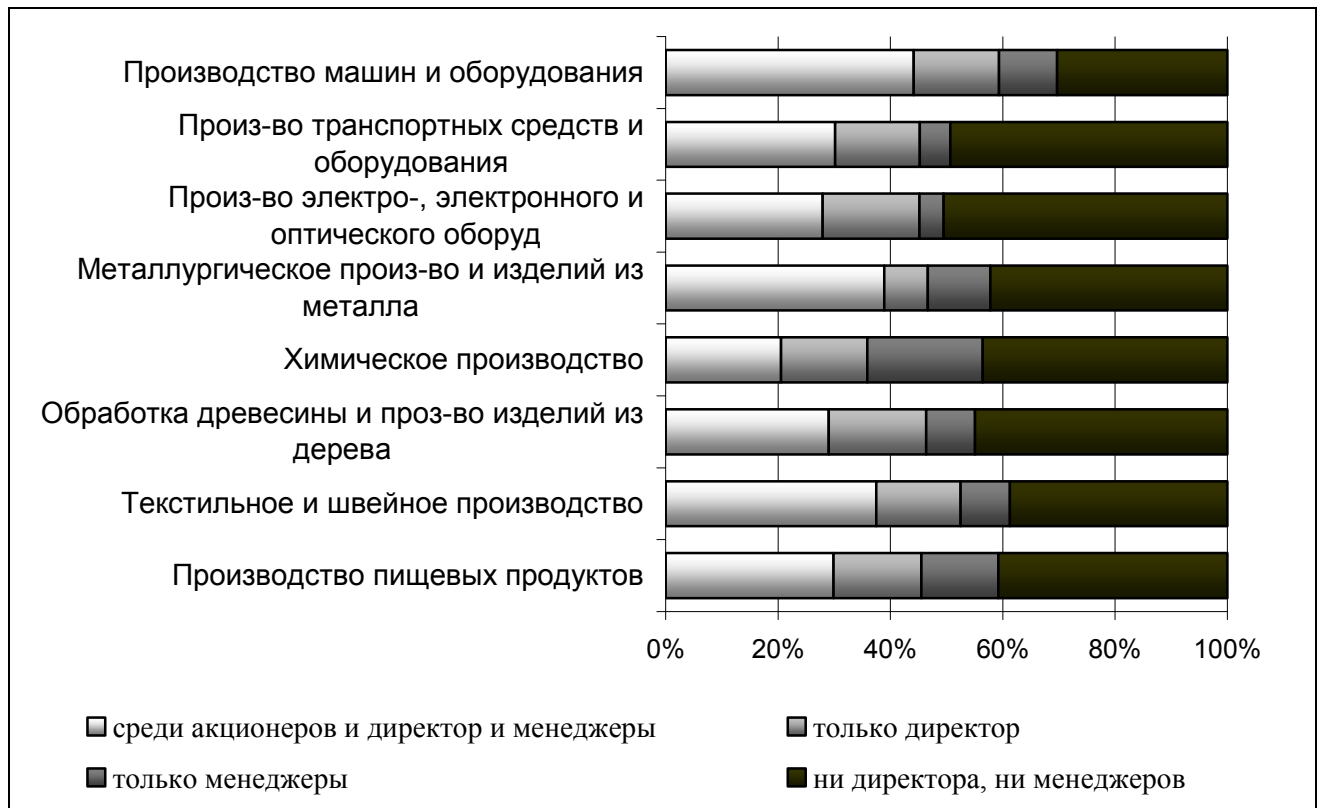


Рис. 4. Распределение хозяйственных обществ по участию собственников в управлении в разрезе видов деятельности

Источник: данные второго раунда мониторинга

Таблица 6

Роль сделок по переходу контроля в соотношении владения и управления предприятиями (% числа ответивших)^a

Формы участия собственников в управлении	Прошли через смену владельцев	Не прошли через смену владельцев	Значимость различий ^б
Предприятия с полным совмещением функций	18,5/18,2	37,5/42,3	0,000****/ 0,000****
Крупные менеджеры – совладельцы	13,2/14,2	10,0/10,1	
Директор – совладелец	13,2/12,2	15,1/15,5	
Предприятия с отделением управления от владения	55,0/55,4	37,5/32,2	

Примечания:

^a В числителе приведены данные по всем хозяйственным обществам, в знаменателе – по АО.

^б Для сравнения использован критерий χ^2 : **** - значимо на 0,1% уровне.

4. Факторы эволюции модели корпоративного управления

В настоящем разделе представлен эмпирический анализ роли различных факторов, как внешних, так и лежащих на стороне владельцев компаний, и способствовавших выявленным изменениям российской системы корпоративного управления.

4.1. Эмпирический анализ факторов снижения концентрации

Мы сформулировали следующие гипотезы о влиянии поведенческих характеристик бизнеса на динамику концентрации:

- ее снижению должны способствовать присутствие на фондовых рынках, а также более высокая инвестиционная активность и потребность в привлечении новых инвестиций. Поэтому внешний фактор конкурентной среды также будет подталкивать к падению концентрации капитала;

- в то же время, незавершенность реструктуризации предприятия, обычно требующая консолидированных усилий собственников и топ-менеджеров, будет поддерживать стимулы к стабилизации или даже повышению уровня концентрации;

- определенное влияние окажет позиция основных собственников. Наличие иностранных владельцев может способствовать склонности к деконцентрации, исходя из их представлений о рациональной структуре капитала, российские владельцы, выросшие в условиях взаимного недоверия, скорее предпочтут сохранить высокую концентрацию.

Для тестирования гипотез использованы модели множественного выбора: бинарная логистическая и порядковая пробит регрессии. В первом случае зависимой является переменная, принимающая значение «1» при переходе предприятия в группу с более низким уровнем концентрации собственности и «0» – при сохранении позиции или переходе в группу с более высоким уровнем. Во втором случае зависимая переменная принимает три значения: снижение, стабильность и рост уровня концентрации. Независимые переменные и спецификации для обоих случаев идентичны.

Контрольными переменными выступают размеры бизнеса (логарифм численности занятых), принадлежность к одному из восьми видов экономической деятельности (базовая категория – производство машин и оборудования), организационно-правовая форма (базовая категория – ООО). Отраслевая принадлежность, как мы уже видели ранее, также может быть фактором разнонаправленной динамики концентрации.

Описательная статистика независимых переменных представлена в таблице 7 (в скобках приведены имена переменных для уравнений регрессии; отсутствие имени означает, что переменная используется как базовая категория). Наши предположения подтверждаются парными распределениями для факта присутствия на биржах, структуры собственности и в меньшей степени – наличия конкурентной среды, а также совершенствования организационных структур. По видам деятельности различия оказались незначимы, хотя падение концентрации в наибольшей степени характерно для металлургии и обработки древесины (32 и 31%), а в наименьшей – для текстильного и швейного производства (11%).

Гипотезы тестировались по всей выборке хозяйственных обществ в разных спецификациях: модель М1 отражает поведенческие характеристики (инвестиционное поведение и выход на фондовый рынок), в модель М2 добавлены индикаторы проведения реструктуризации, а в М3 – внешний фактор работы фирмы в конкурентной среде. Эти модели не учитывали влияние отраслевой принадлежности бизнеса, отраслевые дамми включены в модели М4–М6. Кроме того, предварительно рассчитана базовая спецификация М0, характеризующая вклад исключительно основных характеристик бизнеса (размера, отраслевой принадлежности, организационно-правовой формы и уровня конкуренции).

Полученные результаты логистической регрессии (см. Приложение, табл. П1) показывают, что модель М0 не отличалась существенной значимостью и не позволяла улучшить предсказание зависимой переменной. Значимым стало только отрицательное влияние регистрации в виде закрытого общества (по сравнению с ООО) и положительное – нахождения фирмы в конкурентной среде на шансы снижения концентрации.

Таблица 7

Сопоставление компаний с разной динамикой концентрации собственности
(описательная статистика)

Независимые переменные	Падение	Нет изменений	Рост	Значимость различий ^{а, б}
Среднее число занятых, человек (<i>COMSIZ</i>)	725	569	593	0,577/ 0,319
ООО, %	26,1	19,0	20,0	0,504/
Закрытые АО, % (<i>CLOCOM</i>)	17,4	26,9	26,7	0,192
Открытые АО, % (<i>OPENCO</i>)	56,5	54,2	53,3	
Компании, осуществившие значительные инвестиции в 2005–2008 гг., %	43,5	43,7	50,0	0,567/ 0,970
Компании, осуществившие незначительные инвестиции в 2005–2008 гг., % (<i>INVSMA</i>)	30,4	28,8	33,3	
Компании, не осуществлявшие инвестиций в 2005–2008 гг., % (<i>INVNOT</i>)	26,1	27,4	16,7	
Компании, планирующие инвестиции в ближайший год, % (<i>INVPLA</i>)	27,9	32,7	37,9	0,505/ 0,370
Компании, ценные бумаги которых представлены на фондовых биржах, % (<i>STOCKM</i>)	21,2	7,8	5,2	0,003***/ 0,001***
Средняя доля владения иностранных инвесторов, % уставного капитала (<i>OWNFOR</i>)	15,8	7,4	7,2	0,075*/ 0,023**
Средняя доля владения российских частных собственников, % уставного капитала (<i>OWNRUS</i>)	77,5	90,8	90,4	0,009***/ 0,002***
Компании, работающие в конкурентной среде, % (<i>COMPET</i>)	44,9	36,1	26,7	0,098*/ 0,093*
Компании, совершенствующие организационные структуры, % (<i>RESORG</i>)	53,6	67,1	66,7	0,115/ 0,038**
Компании, проводящие реструктуризацию бизнес-процессов, % (<i>RESPRO</i>)	34,8	42,6	41,7	0,512/ 0,250

Примечания:

^а Сравнение частот – тест χ^2 , сравнение средних – тест Крускала–Уоллеса; *** значимо на уровне 1%, ** – 5%, * – до 10%.

^б В числителе отражена значимость при сравнении всех трех групп, в знаменателе – фирм с падением уровня концентрации по сравнению с остальными предприятиями.

Модели М1–М6 улучшали прогноз распределения на 3–5 п. п. Наиболее весомое позитивное влияние (увеличение шансов падения концентрации в 5–7 раз) устойчиво оказывал факт присутствия ценных бумаг компании на биржах. Также устойчивым было отрицательное влияние размера владения российских инвесторов. Впрочем, исключение этой переменной из спецификаций делало значимым (на уровне до 5%) положительное влияние величины участия иностранных инвесторов практически без изменения коэффициентов при других переменных и их значимости (при незначительном ухудшении параметров моделей).

Не подтвердилось ожидаемое влияние инвестиционного поведения: не выявлена роль прошлой инвестиционной активности в 2005–2008 годы. Напротив, относительно устойчивым было отрицательное влияние инвестиционных планов на ближайший год.

Как и ожидалось, позитивным оказался факт работы фирмы в конкурентной среде.

Контроль отраслевой принадлежности не отразился на роли названных переменных. В бинарной модели (в отличие от порядковой) проявилась отрицательная

роль принадлежности к закрытым компаниям (по сравнению с ООО), а также среди отраслей – к производству транспортных средств и оборудования (по сравнению с производством машин).

Для порядковых пробит-моделей получены близкие результаты. Модель, аналогичная базовой, не отличалась существенной значимостью, там проявился только фактор конкуренции, а также принадлежности к текстильному и швейному производству, которая способствовала росту концентрации по сравнению с машиностроением. В спецификациях без отраслевого контроля вхождению компаний в группы с падающей или неизменной концентрацией содействовали присутствие на биржах, доля владения иностранными инвесторами, наличие конкурентной среды, а наличие планов по инвестированию или владение российских инвесторов – препятствовало. Контроль отраслей не изменил результатов, добавив в число значимых не только принадлежность к текстильному и швейному производству, но и производству транспортных средств. Роль организационной формы (здесь при базовой категории ОАО) нигде не проявилась.

Таким образом, удалось подтвердить устойчиво значимое положительное влияние рыночных условий на стимулы к снижению концентрации (конкуренция на товарных рынках и присутствие на рынках ценных бумаг), а также предполагаемое влияние российских и иностранных совладельцев. Гипотезы о роли склонности к инвестициям и проведении реструктуризации не нашли подтверждения.

4.2. Факторы привлечения наемного менеджмента: чем определен выбор собственника?

Какие условия деятельности компаний способствуют или препятствуют выбору ведущих собственников в пользу наемного менеджмента? На этот вопрос мы уже пытались ответить, используя метод бинарной логистической регрессии на данных опроса 822 АО.²⁰ Опираясь на предпосылки (гипотезы) и результаты этого эмпирического анализа, мы предприняли исследование факторов, влияющих на выбор формы контроля с отделением владения и управления, на материалах второго раунда мониторинга. Были выдвинуты две аналогичные базовые гипотезы:

1) Гипотеза 1. Различные инструменты защиты прав собственности могут работать как стимулы к выбору отделения управления от владения, представляя иные возможности контроля над исполнительным менеджментом.

К этим инструментам мы относим, как следует из предшествующего изложения, во-первых, включение предприятий в группы компаний в качестве их рядовых членов, поскольку в этих группах действуют и другие способы управления предприятиями.

Во-вторых, высокая концентрация собственности может помочь контролировать наемных менеджеров, позволяя подчинить себе органы управления обществом, управлять процессами замены топ-менеджмента.

В то же время, при распыленном владении как раз возможны предпочтения к приглашению наемных менеджеров, потому что назначение кого-либо из собственников на управленческие позиции дает им явные преимущества захвата оперативного контроля и финансовых потоков, что наша промышленность уже проходила первой половине 1990х годов. Поэтому компромиссом может стать использование наемных руководителей. Действительно, анализ по данным 2005 года показал позитивную роль низкой концентрации в выборе отделения управления от владения. Согласно второму раунду мониторинга, в условиях распыленной собственности 57% компаний выбрали разделение функций, тогда как наиболее низка доля предприятий с наемным менеджментом (22%) на предприятиях со средним уровнем концентрации, а вот при высоком ее уровне доля составила более 38%.

²⁰ См.: Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / Под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007. Гл. 3.

2) Вторая гипотеза касается усложняющейся деловой среды и роста конкуренции, выдвигающих более высокие требования к качеству и профессионализму менеджмента.

В качестве не прямых индикаторов сложности могут выступать размер бизнеса, принадлежность некоторым отраслям (например, машиностроительным видам деятельности, особенно электронному и оптическому оборудованию). Также возрастающая сложность менеджмента может быть связана с усилением стратегической ориентации поведения предприятий (см. вставку с описанием процедуры определения индикатора стратегического поведения) и необходимостью выживания в условиях высокой конкуренции на рынках.

Вставка

Для определения склонности к стратегическому поведению были выбраны пять исходных переменных, характеризующие стратегическое поведение:

1) целевые установки бизнеса по позиционированию на товарных рынках (стать лидером по производству продукции, выпускать продукцию по аналогам ведущих фирм, закрепиться на рынках традиционной продукции за счет хорошего соотношения цена-качество);

2) характер осуществления инвестиций в 2005-2008 гг. (не было, незначительные и значительные);

3) планирование инвестиций в ближайшие 12 месяцев (да-нет);

4) горизонт стратегического видения (5-значная шкала по длительности горизонта прогнозирования развития «перспективы не обсуждаются», «менее 1 года», «1-3 года», «4-5 лет» и «свыше 5 лет»);

5) глубина инновационных процессов (глобальные инноваторы, инноваторы на российском рынке, инноваторы для предприятия, имитаторы, пассивные).

На основе этих переменных проведен кластерный анализ. Вначале была построена группировка из 3 классов, однако третий класс (66 объектов) по значениям всех переменных был близок к первому классу, и все эти значения были хуже, нежели у второго, за единственным исключением. Только по длительности горизонта планирования предприятия третьего класса вышли в абсолютные лидеры, обогнав все остальные. Поскольку этот показатель сам по себе тесно связан с размерами бизнеса и некоторыми видами деятельности, процедура кластеризации была продолжена. В итоге выбрана группировка на два класса (все предприятия третьего класса вошли в первый): склонные к стратегическому поведению (28% выборки хозяйственных обществ) и не склонные (72%).

В то же время необходимость системной реструктуризации играет обратную роль: для ее проведения необходимо наличие единого центра принятия решений, то есть совмещение управления и владения. В нашем обследовании мы выбрали в качестве индикаторов реструктуризации предприятий совершенствование организационных структур и реструктуризацию бизнес-процессов (это иные индикаторы, нежели используемые в опросе 822 АО).

Кроме того, в качестве частных гипотез выдвинуты предположения, что на увеличение шансов выбора формы с отделением управления от владения действуют:

1) наличие особых собственников, государства или иностранных инвесторов;

2) открытость компании, то есть принадлежность к ОАО, к торгуемым на биржах фирмам (разделение есть позитивный сигнал для розничных инвесторов);

3) принадлежность к новым компаниям, а не к приватизированному бизнесу. В данном случае у нас есть лишь косвенный индикатор истории бизнеса – год его создания.

В регрессионном уравнении зависимая переменная принимает значение «1», если собственности и менеджмент разделены и «0» в остальных случаях. Независимые переменные приведены в таблице 8 (в скобках приведены имена переменных для регрессии, отсутствие имени означает, что переменная используется как референтная категория). В уравнение включена также переменная *INDUST* для представления набора восьми видов деятельности (базовая категория – производство машин и оборудования, где

представительство компаний с отделением управления от владения было минимальным), а размеры отражены логарифмом занятости.

Таблица 8

Сравнение компаний с формальным отделением управления от владения и с разными формами совмещения (описательная статистика)

Независимые переменные	Совмещение	Разделение	Значимость различий ^a
Среднее число занятых, человек (<i>COMSIZ</i>)	572	525	0,649
ООО, % (<i>LLICOM</i>)	19,5	31,3	0,000***
Закрытые АО, % (<i>CLOCOM</i>)	25,6	17,9	
Открытые АО, %	54,9	51,0	
Созданы после 1999 года, % (<i>COMNEW</i>)	8,7	11,0	0,273
Созданы в 1992-1998 гг., % (<i>COMMID</i>)	17,3	13,8	
Созданы до 1992 года, %	74,0	75,2	
Компании, чьи ценные бумаги представлены на фондовых биржах, % (<i>STOCKM</i>)	10,0	4,3	0,003**
Независимое предприятие или материнская компания в группе компаний, % (<i>BUSINES</i>)	87,2	56,9	0,000***
Участники группы компаний (дочерние фирмы), %	12,8	43,1	
Средняя доля владения иностранных инвесторов, % уставного капитала (<i>OWNFOR</i>)	3,2	11,6	0,001**
Средняя доля владения органов власти всех уровней, % уставного капитала (<i>OWNSTA</i>)	1,2	5,0	0,044*
Низкий уровень концентрации, % компаний (<i>CONLOW</i>)	15,6	30,5	0,000***
Средний уровень концентрации, % компаний (<i>CONMED</i>)	19,0	7,9	
Высокий уровень концентрации и наличие противовеса, % компаний (<i>CONCOU</i>)	26,1	23,7	
Высокий уровень концентрации и отсутствие противовеса, % компаний	39,1	38,0	
Компании, работающие в конкурентной среде, % (<i>COMPET</i>)	37,4	34,0	0,313
Стратегически ориентированные компании, % (<i>STRBEH</i>)	31,0	23,7	0,036*
Компании, совершенствующие организационные структуры, % (<i>RESORG</i>)	62,6	64,3	0,623
Компании, проводящие диагностику и реструктуризацию бизнес-процессов, % (<i>RESPRO</i>)	35,8	38,6	0,401
Рейтинг инвестиционного потенциала региона, в среднем (<i>REGRAT</i>)	5,43	5,65	0,333
Расположение в столицах (центрах) регионов, % компаний (<i>CAPLOC</i>)	47,6	41,5	0,121
Расположение в небольших городах, % компаний (<i>TOWLOC</i>)	39,4	44,4	
Расположение в поселках городского типа, селах, % компаний (<i>VILLOC</i>)	8,1	6,6	
Расположение в Москве, % компаний	4,9	7,5	

Примечание:

^a сравнение частот – тест χ^2 , сравнение средних – тест Крускала-Уоллеса: ***: значимо на 0,1% уровне, **: - значимо на 1% уровне, *: на 5% уровне.

Модель оценивалась для всех хозяйственных обществ и отдельно для ООО и АО с учетом особого регулирования этих форм (при этом переменная «доля владения органов власти» в расчеты для ООО не включена).

Кроме того, по аналогии с исследованием 2005 года, мы попытались отразить не только сторону спроса на наемный менеджмент, но и сторону его предложения. Очевидно, что речь должна идти о региональных характеристиках, поскольку рынок труда в России имеет ярко выраженные региональные различия.²¹ Предположив, что степень развитости рынка управленческого труда может позитивно повлиять на выбор в пользу наемных менеджеров, в настоящем анализе в качестве прокси-переменных также использована информация о статусе поселения, в котором размещено предприятие. Но в данном случае в качестве меры регионального развития взят рейтинг инвестиционного потенциала региона, предложенный рейтинговым агентством «Эксперт РА».²² Была рассчитана вторая модель (R), в которую введены оба названных индикатора.

Основные результаты анализа приведены в Приложении (таблица П2).²³ По данным всех трех основных выборок устойчивый значимый эффект характерен для различных характеристик собственности, включая интеграцию. Неожиданно ООО оказались более ориентированы на выбор модели с отделением управления от владения; не было различий между закрытыми и открытыми АО. Факторы сложности менеджмента и реструктуризации не были значимы, также как и отраслевая принадлежность, размеры бизнеса. Среди региональных характеристик наблюдалось слабое негативное влияние расположения предприятия в столицах регионов (по сравнению с Москвой) только для полной выборки.²⁴

Мы вновь получили устойчивые результаты в пользу высокой роли интеграции (принадлежности предприятий к дочерним фирмам групп компаний) в повышении шансов привлечения наемных руководителей. Для раздельного рассмотрения факторов выбора форм контроля в разных типах предприятий модели тестировались для предприятий, представляющих бизнес, то есть независимые предприятия и управляющие компании (В), а также для предприятий, представляющих часть бизнеса, дочерние предприятия холдингов, групп компаний (S). Расчеты сделаны для всех обществ и АО (расчеты по ООО из-за малых выборок не позволили получить значимые оценки).

При оценке уравнений для двух подвыборок различных по статусу предприятий получены интересные результаты.

Во-первых, для дочерних компаний не удалось получить значимые модели. Это может означать, что факторы выбора организации контроля на предприятиях, фактически представляющих часть фирмы, лежат вне объяснения нашими гипотезами и, судя по всему, определяются предпочтениями владельцев групп компаний или разделением ответственности в группах, которые наш опрос не улавливает. Подобные факторы в принципе трудно измерить, поскольку речь может идти о доверии, устоявшихся связях. В данном случае модель не работала и в части второй гипотезы о роли сложности менеджмента (в отличие от анализа по 822 АО по данным 2005 года).

Предприятия, представляющие бизнес, сохранили устойчивое влияние характеристик собственности. Кроме того, здесь проявилось влияние отраслевой

²¹ В эмпирическом анализе по данным опроса 822 АО были использованы географические показатели: статус места размещения предприятия (Москва, столицы регионов, нестоличные и малые города, поселки городского типа и села), численность населения в этом поселении. Кроме того, использованы региональные данные Росстата о размере средней заработной платы руководителей предприятий и организаций в регионе расположения предприятия.

²² Регионы получали рейтинги от 1 (наилучший потенциал) до 12 (наихудший). См.: <http://www.raexpert.ru/ratings/regions/2008/> for details.

²³ При разбиении небольшой подвыборки ООО на две части не удалось получить значимых результатов.

²⁴ Оба региональных индикатора не проявили значимого хотя бы на 10% уровне влияния по отдельности в АО и ООО, а также при разбиении выборки с учетом статуса предприятий. При этом на общие параметры модели они практически не повлияли, потому и не приведены в Приложении.

принадлежности, отчасти ожидаемое (позитивное влияние на шансы выбора для предприятий транспортного машиностроения), отчасти неожиданного (позитивное влияние пищевой промышленности). Предполагаемое влияние реструктуризации подтвердил только один индикатор – реструктуризация бизнес-процессов. Роль стратегического поведения и присутствия на биржах оказалась негативной (хотя и невысокой). Судя по всему, в отличие от концентрации капитала тип формального контроля пока не столь важен для инвесторов на фондовых рынках.

Таким образом, свыше 40% обследованных обществ прибегали к привлечению наемных менеджеров, снижая их возможности окапывания. По результатам анализа факторов, влияющих на выбор формы контроля, подтвердилась первая гипотеза о роли защиты прав собственности, которая внесла весомый вклад в увеличение шансов выбора наемных менеджеров, особенно для независимых предприятий. Корпоративная интеграция стала решающим фактором отделения управления от владения. Прямое участие в управлении предпочитают владельцы независимых предприятий и управляющих компаний, а привлечение наемных менеджеров – дочерние фирмы. Негативное влияние на выбор низкой концентрации также может быть объяснено трудностями защиты прав собственности в случае ее распыления.

В то же время вторая базовая гипотеза не нашла убедительного подтверждения. Возможно, что проведение второго раунда в кризисное время не могло представить доказательств эффективности наемных менеджеров в нестабильных условиях. Мы не получили и устойчивых подтверждений роли открытости компании или ее возраста. Для дочерних фирм, где 70% избрали (а точнее, владельцы всей бизнес-группы избрали для них) форму контроля с отделением управления от владения, остальные факторы несущественны. Не исключено, что реальное влияние оказывали не вошедшие в модель факторы и может быть в принципе не формализуемые российские особенности организации управления в группах компаний, холдингах.

5. Заключение

..... еще в работе....(ТД)

Приложение

Таблица III

Бинарная логистическая регрессия оценки шансов принадлежности к группе компаний с падением уровня концентрации собственности в 2005–2009 гг.^a

Модель ^b	M0	M1	M2	M3	M4	M5	M6
<i>Константа</i>	-2,352*** (0,867)						
<i>COMSIZ</i>							
<i>OPENCO</i>							
<i>CLOCOM</i>	-0,871** (0,429)				-0,945* (0,520)	-0,886* (0,524)	
<i>STOCKM</i>	H/В	1,823**** (0,488)	1,691*** (0,496)	1,616*** (0,502)	1,971**** (0,510)	1,853**** (0,519)	1,757*** (0,523)
<i>INVSMA</i>	H/В						
<i>INVNOT</i>	H/В						
<i>INVPLA</i>	H/В	-0,690* (0,391)	-0,788** (0,400)	-0,847** (0,410)		-0,751* (0,416)	-0,844** (0,430)
<i>OWNRUS</i>	H/В	-0,024** (0,011)	-0,024** (0,011)	-0,026** (0,011)	-0,025** (0,011)	-0,024** (0,011)	-0,028** (0,012)
<i>OWNFOR</i>	H/В						
<i>BUSINESS</i>							
<i>COMPET</i>	0,501* (0,288)	H/В	H/В	0,694** (0,340)	H/В	H/В	0,855** (0,364)
<i>RESORG</i>	H/В	H/В			H/В		
<i>RESPRO</i>	H/В	H/В			H/В		
<i>INDUST</i>		H/В	H/В	H/В			
N	345	293	293	293	293	293	293
-2Log likelihood	326,479	248,960	246,635	242,467	238,040	235,925	230,337
R ²	0,084	0,163	0,175	0,195	0,217	0,227	0,253
Нагелькерка Тест модели χ^2	18,80*	31,06***	33,39***	37,55****	41,98***	44,10***	49,69****

Примечания:

^a Использован метод ENTER, обозначение «H/В» означает, что переменная не включена в модель.

^b В скобках указаны стандартные ошибки. Для простоты оставлены только знаки коэффициентов при независимых переменных с уровнем значимости до 10%: **** - значимо на уровне 0,1%, *** - 1%, ** - 5 и * - 10% уровне.

Источник: расчеты автора.

Таблица П2

Бинарная логистическая модель выбора наемных топ-менеджеров владельцами предприятия

Выборка ^{a b}	АО и ООО	АО и ООО (модель R) ^c	АО	ООО ^d	АО и ООО-В	АО и ООО-S	АО-В	АО-S
<i>Константа</i>	1,410* (0,745)	1,729** (0,870)	1,269 (0,852)	0,328 (1,822)	0,406 (0,879)	0,256 (1,484)	-0,109 (1,024)	-0,386 (1,800)
<i>BUSINES</i>	-1,763**** (0,239)	-1,787**** (0,241)	-2,011**** (0,283)	-1,235** (0,560)				
<i>COMSIZ</i>	-0,235 (0,257)	-0,201 (0,260)	-0,147 (0,303)	0,032 (0,578)	-0,505 (0,318)	0,108 (0,553)	-0,271 (0,366)	0,093 (0,724)
<i>LLICOM</i>	0,574** (0,273)	0,632** (0,276)			0,668** (0,333)	0,202 (0,529)		
<i>CLOCOM</i>	-0,224 (0,278)	-0,181 (0,280)	0,212 (0,287)		-0,456 (0,364)	-0,126 (0,533)	0,427 (0,368)	-0,300 (0,599)
<i>MEDCOM</i>	-0,141 (0,308)	-0,053 (0,314)	-0,094 (0,372)	-0,330 (0,606)	-0,609 (0,392)	0,740 (0,762)	-0,092 (0,456)	-0,032 (0,913)
<i>NEWCOM</i>	-0,228 (0,404)	-0,147 (0,412)	-1,740* (0,911)	0,542 (0,579)	-0,171 (0,495)	-0,578 (0,783)	-1,348 (1,135)	-2,320 (1,467)
<i>STOCKM</i>	-0,643 (0,443)	-0,552 (0,457)	-0,718 (0,478)	-0,135 (1,604)	-1,212* (0,642)	-0,248 (0,851)	-1,093* (0,663)	-0,153 (0,905)
<i>CONLOW</i>	0,929*** (0,282)	0,966*** (0,286)	1,005*** (0,348)	1,231* (0,631)	1,108*** (0,350)	0,841 (0,637)	1,100** (0,439)	1,219 (0,765)
<i>CONMED</i>	-0,359 (0,355)	-0,328 (0,358)	-0,099 (0,391)	-1,773 (1,094)	0,289 (0,412)	-1,664** (0,813)	0,274 (0,453)	-0,516 (0,973)
<i>CONCOU</i>	0,057 (0,259)	0,068 (0,264)	0,111 (0,309)	-0,037 (0,565)	0,153 (0,334)	0,188 (0,483)	0,078 (0,395)	0,502 (0,620)
<i>OWNSTA</i>	0,018* (0,010)	0,019** (0,009)	0,023** (0,010)		0,024* (0,013)	0,010 (0,015)	0,032** (0,015)	0,018 (0,016)
<i>OWNFOR</i>	0,019**** (0,005)	0,019**** (0,005)	0,019*** (0,007)	0,025*** (0,009)	0,030**** (0,008)	0,006 (0,008)	0,026*** (0,010)	0,016 (0,012)
<i>COMPET</i>	-0,162 (0,220)	-0,117 (0,223)	-0,089 (0,261)	-0,697 (0,510)	-0,259 (0,278)	0,132 (0,449)	-0,168 (0,332)	0,343 (0,548)
<i>STRBEH</i>	-0,412 (0,263)	-0,429 (0,268)	-0,591* (0,318)	0,271 (0,611)	-0,836** (0,349)	0,044 (0,522)	-1,262*** (0,437)	0,318 (0,682)

<i>RESORG</i>	-0,275 (0,232)	-0,323 (0,238)	-0,321 (0,278)	-0,461 (0,521)	-0,606** (0,288)	0,386 (0,483)	-0,703** (0,350)	0,437 (0,586)
<i>RESPRO</i>	0,175 (0,234)	0,180 (0,237)	-0,018 (0,276)	0,924* (0,547)	0,728** (0,301)	-0,577 (0,465)	0,569 (0,349)	-1,242** (0,574)
<i>REGRAT</i>		0,054 (0,039)						
<i>CAPLOC</i>		-0,953* (0,489)						
<i>TOWLOC</i>		-0,539 (0,484)						
<i>VILLOC</i>		-0,734 (0,613)						
<i>INDUST</i>	Да	Да	Да	Да	Да**	Да	Да**	Да
N	531	531	407	124	389	142	303	104
-2Log likelihood	575,445	569,002	414,972	126,535	383,487	156,411	277,972	110,444
Псевдо R ²	0,311	0,324	0,338	0,400	0,286	0,180	0,263	0,240
Нагелькерка								
Тест модели	138,970****	145,411****	115,140****	44,060***	87,100***	19,380	58,900****	19,520
χ^2								

Примечания:

^a Использован метод ENTER.

^b Стандартные ошибки приведены в скобках. ****: значимо на 0,1% уровне, ***: на 1% уровне, **: 5%, *: 10% уровне.

^c В уравнение включены прокси переменные, характеризующие развитие рынка труда.

^d Переменная «доля участия органов власти в капитале» исключена из модели, поскольку эти собственники в ООО не представлены из-за законодательных ограничений.

Источник: расчеты автора.