

## ОБНОВЛЕНИЕ ДИРЕКТОРСКОГО КОРПУСА НА РОССИЙСКИХ ПРИВАТИЗИРОВАННЫХ ПРЕДПРИЯТИЯХ

**А. А. МУРАВЬЕВ**

*Европейский университет, Флоренция, Италия*

Статья посвящена смене руководителей российских приватизированных предприятий и представляет собой один из первых обзоров по данной теме. В работе сделан акцент на необходимости радикального обновления руководящего звена приватизированных предприятий, что было одним из важнейших условий их реструктуризации и повышения эффективности в 1990-е гг. Проанализированы экономические механизмы, обуславливающие смену менеджеров в развитых экономиках, и выделены специфические характеристики переходной экономики России, затруднившие обновление руководящего звена предприятий. Отдельно рассмотрены факторы, определяющие преемственность менеджеров. Обзор эмпирических исследований смены менеджеров в России указывает на недостаточно быстрое обновление директорского корпуса приватизированных предприятий, особенно в начале переходного периода. В то же время имеются свидетельства того, что процесс смены менеджеров в России определяется теми же факторами, что и в развитых экономиках; в частности, пребывание генеральных директоров на руководящем посту связано с результатами их деятельности. Теснота этой связи во многом определяет качество управления предприятиями. Для ее усиления в России необходимо повышение прозрачности компаний и совершенствование института права собственности.

С начала рыночных реформ в России смену менеджеров рассматривали как важный шаг на пути повышения эффективности российских фирм, особенно приватизированных предприятий, находившихся в эпоху централизованного планирования под управлением государства. Основным аргумент заключался в том, что смена менеджеров могла привести новый человеческий капитал, остро необходимый

этим предприятиям. Во многих источниках также указывалось, что ряд препятствий, таких как «окапывание» менеджеров и дефицит компетентных руководителей, могут существенно замедлить процесс обновления высшего управленческого звена предприятий.

Несмотря на важность проблемы смены менеджеров, на протяжении многих лет она оставалась малоизученной. И поныне

данные о смене менеджеров российских компаний остаются фрагментарными и несистематическими, являясь по преимуществу побочным продуктом отдельных исследований на уровне предприятий, а не результатом специального анализа. Эта статья — одна из первых работ, посвященных смене генеральных директоров российских компаний (см. также [Гуриев и др., 2002]). Ее основной целью является обобщение отрывочных данных из разных источников. В центре внимания работы — приватизированные предприятия, что связано с их доминирующей ролью в российской экономике, а также с особым значением смены менеджеров на таких предприятиях по сравнению с вновь созданными частными фирмами.

### **НЕОБХОДИМОСТЬ СМЕНЫ МЕНЕДЖЕРОВ В РОССИИ**

Общепризнано, что в начале переходного периода российские менеджеры плохо соответствовали требованиям, предъявляемым к руководителям действующих в рыночной экономике фирм. В советские времена генеральных директоров предприятий назначали за приверженность коммунистической идеологии или за способность заниматься лоббистской деятельностью в правительстве с целью привлечения основных фондов и обеспечения гарантий поставок ресурсов [Shleifer, Vasiliev, 1996]. Эти способности во многом утратили ценность в 1990-е гг.

Проблему недостаточной компетентности руководителей предприятий можно было решить двумя основными способами. Во-первых, с помощью массовых программ переподготовки и повышения квалификации имевшихся менеджеров. Во-вторых, некомпетентные руководители могли быть смещены с занимаемых постов. Однако ни один из упомянутых способов не гарантировал решения

проблемы. Первый — из-за неспособности большинства руководителей воспринять новые методы управления. В пользу этой точки зрения свидетельствует преклонный возраст генеральных директоров в СССР; во всяком случае, известно, что они были старше своих коллег на Западе [Liuhto, 2001]. Что касается второй альтернативы, то замена руководителей, по всей видимости, могла дать лишь ограниченный эффект из-за дефицита новых компетентных менеджеров, особенно в первые годы реформ. Впрочем, следует отметить, что рост эффективности предприятий не обязательно должен был стать результатом появления нового поколения руководителей. Поскольку в советское время далеко не всегда более талантливые менеджеры стояли во главе более крупных организаций или занимали более высокие посты на предприятиях, даже простое перемещение имевшихся руководителей могло привести к позитивным результатам. Очевидно, что таким образом можно было улучшить соответствие между управленческим талантом и производственными активами в масштабах экономики и тем самым добиться роста эффективности.

Помимо привлечения более компетентных руководителей к управлению предприятиями, смена менеджеров могла способствовать улучшению стимулов. Как правило, к основным стимулам руководителей относят увязку их денежного вознаграждения с результатами деятельности, а также опционы на акции и участие в капитале компании. Однако такого рода «позитивные» стимулы едва ли были достаточными в переходной экономике России. Причина проста: размер выгод, которые менеджеры могли извлечь, ведя себя оппортунистически и присваивая активы предприятий, оказался значительно большим, чем размер вознаграждения, на которое они могли рассчитывать при условии многолетней напряженной рабо-

ты на руководящем посту. Возможность быстрого обогащения стала следствием усиления менеджеров на фоне ослабления государства и трудовых коллективов в последние годы существования СССР. К началу переходного периода руководители предприятий фактически обладали многими правами, составляющими право собственности, и имели почти неограниченный контроль над активами предприятий.

Когда стимулы в виде увязки вознаграждения менеджеров с результатами деятельности оказываются недостаточными, существенно возрастает роль «негативных» стимулов или наказаний, включая смещение с руководящих постов за неэффективную работу. В переходных экономиках увольнение менеджеров было фактически единственным средством борьбы с их оппортунизмом. В ряде источников указывалось, что даже сравнительно небольшое число увольнений генеральных директоров могло оказать значительное позитивное влияние на результаты деятельности предприятий в переходных экономиках. Такие увольнения служили сигналом о наличии связи между пребыванием в должности и результатами деятельности менеджеров, что заставляло последних прилагать больше усилий с целью сохранения своих постов [Djankov, 1997].

### **ПРИЧИНЫ СМЕНЫ МЕНЕДЖЕРОВ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ АСПЕКТ**

Все случаи смены менеджеров можно отнести к одной из двух групп: рутинное обновление руководящего звена предприятий и вынужденный уход руководителей. К первой группе относятся выход на пенсию по достижении определенного возраста, что часто является обязательным, добровольный уход с занимаемой должности по состоянию здоровья или в силу

иных причин. Другими словами, речь идет о естественном, не связанном с экономическими факторами, процессе смены руководителей. Напротив, ко второй группе относятся увольнения менеджеров, обусловленные, как правило, их неэффективной работой.

Действия против плохо работающих руководителей, включая увольнения, обычно предпринимаются советами директоров или непосредственно акционерами, разочарованными в финансовых результатах деятельности компании. Менеджеры также могут столкнуться с давлением со стороны внешних инвесторов, пытающихся установить контроль над плохо функционирующей компанией, или со стороны кредиторов, которые приобретают право контролировать фирму в случае ее дефолта или нарушения условий кредитного соглашения. Действительно, увольнение менеджеров часто является следствием изменения структуры собственности или структуры контроля, обусловленных неудовлетворительными результатами компании.

Вместе с тем возможны ситуации, когда увольнения менеджеров не связаны с результатами их работы. Во-первых, лица, осуществляющие мониторинг деятельности компании и ее руководителей, могут прийти к неверным выводам о качестве управления и уволить компетентных и прилагающих достаточно усилий менеджеров. Это происходит вследствие того, что о результатах деятельности менеджеров обычно судят по результатам компании, которые подвержены воздействию целого ряда факторов, находящихся вне контроля руководителей, например, экономических спадов, отраслевых шоков и т. п. Во-вторых, изменения в структуре собственности и структуре контроля, предшествующие смене менеджеров, не обязательно имеют место в плохо управляемых компаниях. Например, враждебные поглощения более типичны для

переживающих не лучшие времена отраслей, а не для отдельных компаний, имеющих худшие, по сравнению со среднеотраслевыми, показатели эффективности [Morck, Shleifer, Vishny, 1989]. Сделки, приводящие к изменению структуры контроля, могут также затрагивать эффективно функционирующие компании, которые представляют особый интерес для покупателей, например, ввиду синергетических эффектов.

Среди упомянутых типов смены менеджеров, дисциплинирующие увольнения, т. е. увольнения за неэффективную работу, являются важнейшим механизмом корректировки несоответствий между производственными активами и управленческим талантом, равно как и обеспечения дополнительных («негативных») стимулов для менеджеров. Вероятность таких увольнений зависит от целого ряда специфических для конкретных фирм факторов, например, от структуры собственности, размера и состава совета директоров, размера и структуры обязательств и т. п. Влияние этих факторов на связь между сменой менеджеров и предшествующей деятельностью фирм кратко рассмотрено ниже.

### Структура собственности

Связь между сменой менеджеров и структурой собственности обусловлена влиянием последней на стимулы и возможности акционеров контролировать менеджеров. Обычно предполагают, что по сравнению с мелкими акционерами у крупных собственников такие стимулы мощнее, а возможности шире, поэтому связь между результатами деятельности и сменой менеджеров должна быть более четко выраженной в компаниях с более концентрированной структурой собственности. Вместе с тем концентрация собственности может иметь негативные

последствия. Во-первых, компании, имеющие контролирующего собственника, практически не сталкиваются с угрозой поглощения, что неизбежно ослабляет стимулы менеджеров. Во-вторых, когда доля крупного акционера в капитале компании настолько велика, что позволяет ему непосредственно влиять на процесс принятия корпоративных решений, он может преследовать цели, отличающиеся от максимизации прибыли. Одной из них является максимизация собственного благосостояния посредством извлечения так называемых частных выгод контроля. Извлечение этих выгод заметно упрощается, если крупный акционер имеет контрактные отношения с фирмой, являясь ее поставщиком, покупателем или менеджером. Когда крупные акционеры ограждают менеджеров от давления извне, одновременно извлекая частные выгоды контроля, связь между сменой менеджеров и результатами деятельности фирм ослабевает.

Существенное влияние на процесс смены руководителей оказывает их участие в капитале компаний в качестве акционеров. С одной стороны, такое участие создает для менеджеров дополнительные денежные стимулы к улучшению качества управления и тем самым повышает результаты деятельности фирмы [Jensen, Meckling, 1976]. Как следствие, снижается вероятность увольнения руководителей компании. С другой стороны, участие менеджеров в капитале фирмы способствует их «окапыванию», в результате чего они могут уменьшить объем усилий и наслаждаться легкой жизнью, не сталкиваясь с угрозой увольнения [Morck, Shleifer, Vishny, 1988]. Вне зависимости от того, какой из упомянутых эффектов — эффект улучшения стимулов или «окапывания» — доминирует, рост доли менеджеров в капитале предприятий снижает вероятность их увольнения.

## Структура советов директоров

Говоря о советах директоров, выделяют три характеристики, оказывающие наибольшее влияние на процесс смены менеджеров, а именно: долю независимых директоров, степень участия директоров в капитале компании и размер совета директоров. Большая доля независимых директоров обычно рассматривается как фактор, улучшающий мониторинг менеджеров и усиливающий связь между сменой менеджеров и результатами деятельности фирм. Один из аргументов состоит в том, что директора-инсайдеры, основная часть карьеры которых связана с одной фирмой, в большей мере привержены текущей стратегии компании и теснее связаны с ее менеджментом, чем независимые директора [Coyon, 1998]. Другой аргумент заключается в том, что независимые директора имеют стимулы к мониторингу команды менеджеров с целью завоевания репутации на рынке управленческого таланта [Weisbach, 1988].

Важно подчеркнуть, что независимые директора сталкиваются с целым рядом препятствий при мониторинге менеджеров. Одно из таких препятствий — проблема доступа к информации: менеджеры не обязательно предоставляют советам директоров все имеющиеся у них данные о компании. Другим препятствием является то, что независимые директора не владеют акциями компании, следствием чего становится их слабая финансовая заинтересованность в результатах ее деятельности [Jensen, 1993]. При прочих равных условиях рост доли членов совета директоров в капитале компании улучшает мониторинг деятельности менеджеров.

Что касается размера совета директоров, имеются свидетельства меньшей эффективности советов, состоящих из большого числа членов, что связано с проблемами координации и усложнением процедур принятия решений, переве-

рывающих преимущества наличия большего числа директоров с ценными и разнообразными знаниями и опытом [Jensen, 1993].

## Финансовые ограничения

Кредиторы могут влиять на компанию главным образом благодаря обретению ими целого ряда прав в случае ее дефолта или нарушения условий кредитного договора. Другой источник влияния кредиторов связан с практикой краткосрочного кредитования, вынуждающей фирму регулярно обращаться к ним с целью получения финансовых ресурсов [Shleifer, Vishny, 1997]. В экстремальной ситуации, когда компания становится банкротом, права контроля переходят от акционеров к кредиторам. Таким образом, значительная доля заемных средств в капитале или низкая ликвидность компании увеличивают вероятность ее банкротства и, как следствие, вероятность смены менеджеров.

## ФАКТОРЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ ПРЕЕМСТВЕННОСТЬ МЕНЕДЖЕРОВ

Говоря о преемственности менеджеров, обычно имеют в виду выбор между назначением на вакантный пост одного из сотрудников компании (инсайдера) либо стороннего менеджера (аутсайдера). В первую очередь этот выбор зависит от причины ухода предыдущего руководителя. За принудительной отставкой руководителей, вне зависимости от того, была ли она вызвана неэффективной работой или нет, чаще следует назначение внешних менеджеров. В первом случае предпочтение отдают внешним руководителям потому, что с их приходом увеличивается вероятность замены уже доказавшей свою неэффективность корпоративной стратегии на новую. Назначение на высший

руководящий пост менеджера-инсайдера, особенно проработавшего долгое время в компании и приверженного ее прежней стратегии, может не дать желаемого эффекта — улучшения результатов деятельности фирмы. Второй случай назначения менеджеров-аутсайдеров типичен для процессов поглощений, часто приводящих к смене всей управленческой команды.

Назначение внешнего руководителя сопряжено с риском, что он не будет обладать необходимым запасом специфического для фирмы человеческого капитала. Считается, что такой риск невелик в относительно однородных отраслях, состоящих из схожих фирм. Иными словами, для таких отраслей характерно широкое предложение компетентных менеджеров.

Что касается размера фирмы, то крупные компании по сравнению с мелкими сталкиваются с меньшими издержками при назначении преемника-инсайдера, поскольку располагают большим числом потенциальных кандидатов на должность руководителя. Таким образом, если уход руководителя не обусловлен неудовлетворительными результатами деятельности, вероятность назначения преемника-инсайдера оказывается выше в более крупных компаниях [Furtado, Rozeff, 1987].

Предпочтение менеджерам-инсайдерам может быть отдано и в силу того, что назначения инсайдеров создают дополнительные стимулы для сотрудников фирмы. Если в компании на вакантные должности назначают лучших из работающих в ней менеджеров, ее сотрудники получают стимулы к более эффективному труду, поскольку он увеличивает их шансы продвижения по служебной лестнице [Rosen, 1986]. Напротив, назначение менеджеров со стороны разрушает такого рода стимулы. Указанный эффект также зависит от характеристик отраслей. Поскольку у сотрудников предприятий, относящихся к

более однородным отраслям, больше возможностей для карьерного роста путем перехода в другую компанию, в таких отраслях негативное влияние внешних назначений на стимулы сотрудников выражено слабее [Parrino, 1997].

### **СМЕНА И ПРЕЕМСТВЕННОСТЬ ГЕНЕРАЛЬНЫХ ДИРЕКТОРОВ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ: ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЕ ЗАМЕЧАНИЯ**

В двух предыдущих разделах, где был затронут ряд теоретических аспектов смены и преемственности руководителей компаний, неявно подразумевалось существование и надлежащее функционирование рынков и институтов рыночной экономики. В частности, считалось само собой разумеющимся, что права собственности четко определены и хорошо защищены и существует хорошо развитый рынок управленческого таланта. Кроме того, предполагалось, что компании имеют контролирующего акционера или принадлежат распыленным внешним инвесторам при незначительной доле акций в руках менеджеров. Очевидно, что российская экономика отклоняется от такой эталонной модели. В этом разделе будут рассмотрены последствия подобного рода отклонений для смены и преемственности генеральных директоров российских компаний.

#### **Структура собственности**

Структура собственности российских предприятий сформировалась в процессе приватизации и резко отличалась от структуры собственности в большинстве других экономик. В частности, процесс приватизации привел к широкому распространению собственности инсайдеров, т. е. менеджеров и работников предприятий. Действительно, основными собственника-

ми большинства прежде государственных предприятий стали их сотрудники, причем их средняя доля в капитале компаний составляла около двух третей [Радыгин, Энтов, 1999].

Возникшая в ходе массовой приватизации структура собственности стала препятствием для быстрой смены менеджеров по нескольким причинам. Первая и наиболее очевидная — непосредственное участие менеджеров в капитале компании. Хотя львиная доля инсайдерской собственности принадлежала рядовым работникам, собственность менеджеров внесла ощутимый вклад в укрепление их позиций. Процессу «окапывания» менеджеров также способствовало приобретение ими дополнительных акций у работников после приватизации. Участие менеджеров в капитале предприятия, помимо «окапывания», разрушало их стимулы к поиску новых мест работы. Очевидно, что возможность перехода на работу в другую фирму менее привлекательна, если менеджер является собственником акций управляемой им компании. Во-вторых, закреплению менеджеров на руководящих постах способствовало не только их непосредственное участие в капитале компании, но и широкое распространение собственности работников. Определенная степень контроля менеджеров над голосами акционеров — сотрудников компании — типичное следствие собственности работников во всем мире [Hansmann, 1990]. В России такой контроль приобрел чрезвычайные формы, когда по различным причинам, включая опасение быть уволенными, рядовые сотрудники уступали свои права на участие в управлении компанией менеджерам. Последним часто удавалось предотвратить продажу работниками принадлежавших им акций, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. Таким образом, менеджеры могли заблокировать попытки поглощения компаний внешними инвесторами.

### Мягкие бюджетные ограничения

В течение нескольких лет с начала рыночных реформ роль финансовых ограничений в дисциплинировании российских менеджеров оставалась незначительной. Российские фирмы действовали в условиях мягких бюджетных ограничений, принимавших разные формы. До 1994 г. правительство предоставляло субсидии предприятиям, независимо от того, находились ли они в государственной собственности или уже были приватизированы. Однако прекращение практики субсидирования не привело к существенному ужесточению бюджетных ограничений, поскольку большинство предприятий немедленно прибегло к практике неплатежей, задерживая уплату налогов, выплату заработной платы и кредиторской задолженности контрагентам. Широкое распространение практики неплатежей стало возможным во многом из-за недостатков законодательства того времени о банкротстве.

Вступление в силу нового закона в 1998 г. было очевидным шагом вперед ввиду ужесточения бюджетных ограничений для большинства фирм, за исключением ряда социально и стратегически важных отраслей. Однако огромные полномочия, предоставленные судам в определении судьбы предприятий, в сочетании с коррупцией привели к тому, что банкротства стали механизмом перераспределения собственности и установления контроля над компаниями (часто эффективно функционировавшими), а не средством защиты интересов кредиторов и реорганизации столкнувшихся с трудностями фирм. В результате далеко не очевидно, что институт банкротства стал «фильтром», отделявшим эффективно работающие фирмы от неэффективных с целью реструктуризации или ликвидации последних. Закон о банкротстве 1998 г., вероятно, способствовал интенсификации

процесса смены менеджеров, однако остается не вполне ясным вопрос о том, насколько велик был его вклад в замену плохо работавших руководителей.<sup>1</sup>

### Права собственности

Нечетко определенные и плохо защищенные права собственности стали одним из общепризнанных фактов переходного периода в России. Несмотря на постоянные улучшения в сфере законодательства, его инфорсмент остается несовершенным, прежде всего из-за неповоротливой и коррумпированной судебной системы [Pistor, Raiser, Gelfer, 2000]. Спустя десятилетие после начала реформ ранг России в области защиты прав собственности остается низким, что, в частности, отражено в «Индексе экономической свободы», публикуемом фондом «Наследие» (Heritage Foundation).<sup>2</sup>

В начале 1990-х гг. основным следствием неудовлетворительной защиты прав собственности стало существенное усиление менеджеров по сравнению с акционерами. В то время имена акционеров могли быть просто удалены из корпоративного реестра; позже появились различные методы, позволявшие не допускать владельцев части акций компании к голосованию на собраниях акционеров. На данный момент большинство этих методов вышло из употребления. В последние годы проявлениями неудовлетворительной защиты прав собственности стали ожесточенные сражения за контроль над российскими компаниями, в ходе которых собственность не всегда играла решающую роль. Как уже упоминалось, корпоративные «налетчики» могли использовать в своих интересах пробелы закона о банкротстве, позволявшие

установить контроль над успешно функционировавшими компаниями. В ряде экстраординарных случаев смена контроля над фирмой происходила с помощью частных охранных агентств. Последствия такого развития событий для смены менеджеров очевидны: руководители предприятий, еще в начале 1990-х гг. успешно противостоявшие внешним инвесторам, в последние годы оказались излишне уязвимыми перед давлением извне.

### Рынок управленческого таланта

Рынок управленческого таланта известен как сложный рынок, характеризующийся несовершенствами из-за проблемы неблагоприятного отбора, его функционирование сильно зависит от доступности информации о способностях потенциальных менеджеров [McMillan, 1996]. На нормально функционирующем рынке источником такой информации являются, прежде всего, многолетние наблюдения за результатами деятельности менеджеров на более низких ступенях служебной лестницы [Groves et al., 1995].

Причина провала рынка управленческого таланта в России лежит на поверхности. В начале переходного периода исторические данные о результатах деятельности менеджеров не содержали достоверной информации об их способностях, поскольку при централизованном планировании эти результаты зависели от навыков, которые были бы бесполезны для управления ориентированной на рынок фирмой. Кроме того, даже после начала реформ информация о способностях менеджеров была недостаточной из-за непрозрачности большинства компаний, почти не раскрывавших данных о своей деятельности и достигнутых результатах. Поэтому замена генерального директора была связана с существенными издержками поиска нового компетентного руководителя, особенно внешнего. В такой ситуации естественно

<sup>1</sup> С 2003 г. в России действует новый закон о банкротстве, говорить о влиянии которого на процесс смены менеджеров пока преждевременно.

<sup>2</sup> См.: Index of Economic Freedom: <http://www.heritage.org/research/features/index/>

было бы ожидать, что внешние назначения после увольнений генеральных директоров будут редким явлением.

Следует подчеркнуть, что становление рынка управленческого таланта в России неизбежно и является лишь вопросом времени. В частности, улучшение прозрачности фирм облегчает накопление информации о результатах деятельности менеджеров, что позволяет отличить талантливых руководителей от менее способных.

### **ЭМПИРИЧЕСКИЕ ДАННЫЕ О СМЕНЕ И ПРЕЕМСТВЕННОСТИ ГЕНЕРАЛЬНЫХ ДИРЕКТОРОВ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ**

#### **Базовая статистика**

Сначала имеет смысл остановиться на базовых количественных характеристиках смены и преемственности генеральных директоров в российских компаниях. Исследования начала 1990-х гг. показывают, что примерно 10% генеральных директоров российских предприятий были уволены на первом собрании акционеров, прошедшем по завершении приватизации [Shleifer, Vasiliev, 1996]. Согласно некоторым оценкам, 33% российских компаний сменили генеральных директоров в период с середины 1992 по 1995 гг. [Blasi, Kroumova, Kruse, 1997], что эквивалентно ежегодному обновлению директорского корпуса почти на 9,5%. Более поздние данные указывают на ежегодную смену от 7,2 до 12,5% директоров в 1995–2001 гг. [Капелюшников, 2001] и приблизительно 12% в 1998–2000 гг. [Muravyev, 2003]. Несмотря на то что представленные в этих источниках данные указывают на наличие определенного тренда, а именно на интенсификацию смены менеджеров в последние годы, их фрагментарный характер не позволяет сделать достоверных

обобщений о динамике процесса. Ссылаясь на упомянутые источники, необходимо подчеркнуть, что они содержат совокупные данные, отражающие как рутинную смену менеджеров, так и увольнения руководителей.

Представление о том, насколько интенсивен процесс смены менеджеров в России, можно получить с помощью международных сравнений. Например, в американских компаниях ежегодно сменяется, по некоторым оценкам, около 8–10% руководителей (см., напр.: [Weisbach, 1988; Martin, McConnell, 1991]), что не сильно отличается от российских данных. Следовательно, скорость обновления российского директорского корпуса следует расценивать как весьма умеренную, учитывая острую необходимость замены старых советских директоров. Действительно, к 2001 г. во главе примерно 30% приватизированных промышленных предприятий все еще стояли старые генеральные директора, назначенные до 1992 г. [Muravyev, 2003]. Эти факты свидетельствуют о существовании серьезных препятствий процессу смены менеджеров в России.

В отличие от смены генеральных директоров, для преемственности высших руководителей характерна четко выраженная тенденция. В начале 1990-х гг. уход генерального директора приводил к назначению внешнего руководителя менее чем в 10%, а в 2000–2001 гг. — более чем в 30% случаев [Капелюшников, 2001; Muravyev, 2001]. Интересно отметить, что наблюдаемые в последние годы значения довольно высоки по мировым стандартам. Например, в американских компаниях внешние назначения имеют место приблизительно в 20% случаев [Warner, Watts, Wruck, 1988; Denis, Denis, 1995; Agrawal, Knoeber, Tsoulouhas, 2000].

Увеличение доли внешних назначений, по всей видимости, свидетельствует о развитии рынка управленческого таланта,

что, безусловно, является позитивной тенденцией. В начале 1990-х гг. информация о способностях внешних менеджеров была ограничена; даже когда генеральных директоров компании увольняли из-за неудовлетворительных результатов работы, им на смену приходили менеджеры-инсайдеры, которые во многих случаях оставались верны проводившейся прежним руководством политике. Очевидно, что смена менеджеров, в результате которой на руководящих постах оставались представители старой команды, едва ли могла существенно повысить эффективность фирм.

Необходимо отметить, что рост доли внешних назначений также допускает менее оптимистичные интерпретации. Например, этот рост может быть следствием поглощений, которые далеко не всегда обусловлены плохими результатами деятельности компаний. В таких случаях приход внешних руководителей не обязательно способствует росту эффективности.

### **Детерминанты смены генеральных директоров**

Наиболее интересным вопросом является существование обратной связи между смещением руководителей компаний и результатами их деятельности. Отсутствие такой связи означало бы, что руководители компаний не сталкиваются с «негативными» стимулами, а смена менеджеров не приводит к улучшению соответствия между управленческим талантом и производственными активами. К сожалению, имеющиеся данные о причинах смены и преемственности российских менеджеров носят преимущественно анекдотический характер. Наиболее известны самые скандальные случаи: невозможность отстранения менеджеров из-за их сопротивления в начале 1990-х гг., увольнение менеджеров без видимых причин в последние годы.

Более систематические данные о причинах смены менеджеров стали появляться относительно недавно. Используя выборку из 437 средних и крупных промышленных предприятий, сформированную в ходе одного из последних обследований приватизированных компаний в России (см.: [Bevan et al., 2002]), Муравьев [Muravyev, 2003] обнаружил обратную связь между вероятностью смены генеральных директоров в 1999–2000 гг. и результатами деятельности фирм в 1998 г., измеряемыми скорректированной по отраслям производительностью труда. Также были получены свидетельства, хотя и менее надежные, существования обратной связи между вероятностью смены руководителя и рентабельностью акционерного капитала компании [Muravyev, 2002]. Интересно отметить, что эти результаты получены для совокупных данных, не позволяющих изолировать случаи вынужденного ухода от рутинной смены менеджеров. Очевидно, что при анализе таких данных оценка тесноты связи между вероятностью смены менеджеров и результатами деятельности компаний оказывается заниженной.

Из работы Муравьева [Muravyev, 2003] также следует, что смена менеджеров в России связана со сменой контролирующего собственника и структурой собственности компаний. В частности, существует сильная обратная связь между долей инсайдеров в капитале компании и вероятностью смены генеральных директоров. Смена менеджеров менее вероятна в компаниях, где инсайдерам принадлежит контрольный пакет акций, по сравнению с компаниями, контролируемые внешними акционерами. Интересно отметить, что менеджеры редко являются доминирующими акционерами в компаниях с преобладанием инсайдерской собственности; это означает, что доли менеджеров едва ли достаточны для обеспечения гарантий их длительного пребывания во

главе компаний. Низкую вероятность смены менеджеров на таких предприятиях можно интерпретировать как свидетельство того, что руководители контролируют голоса рядовых работников-акционеров.

Влияние структуры совета директоров на смену менеджеров во многом аналогично влиянию структуры собственности — вероятность смены руководителей выше в компаниях, в советах директоров которых меньше представителей инсайдеров. Кроме того, вероятность замены руководителей плохо работающих компаний возрастает с уменьшением размера советов директоров.

Наконец, в упомянутой работе обнаружено, что вероятность смены менеджеров выше в компаниях, столкнувшихся с трудностями при выплате долгов и имеющих значительную долю просроченной кредиторской задолженности в ее общем объеме. Это означает, что кредиторы обладают определенным влиянием при решении вопроса о замене руководителей компаний — через введение процедуры банкротства или иным образом.

### **Детерминанты преемственности**

Аналізу преемственности генеральных директоров в России уделено внимание в работах [Muravyev, 2001] и [Muravyev, 2002]. Из них, в частности, следует, что назначение внешних руководителей более вероятно в компаниях с более высокой рентабельностью акционерного капитала по сравнению с предприятиями той же отрасли промышленности. Этот вывод прямо противоречит той точке зрения, что внешних менеджеров назначают с целью реструктуризации плохо работающих компаний. В России, судя по всему, верно обратное.

Этому результату трудно дать исчерпывающее объяснение. Одна из возможных интерпретаций состоит в том, что занятие

поста генерального директора в компании с плохими финансовыми результатами не является привлекательной альтернативой для внешних менеджеров, поскольку они едва ли могут рассчитывать на достойное вознаграждение. Другое объяснение заключается в том, что внешние назначения связаны с захватами компаний, имеющих хорошие финансовые показатели. Однако оно прямо противоречит ранее сделанному в работе выводу о существовании обратной связи между вероятностью смены менеджеров и результатами их деятельности.

В рассматриваемых исследованиях также обнаружены неодинаковые предпочтения различных групп акционеров относительно назначений внутренних или внешних менеджеров. Назначение генерального директора из числа инсайдеров более вероятно в компаниях с относительно более высокой долей участия государства на федеральном уровне, в то время как внешние назначения более типичны на предприятиях с относительно более высокой долей участия российских нефинансовых фирм и государства на региональном уровне. Эти различия, по всей видимости, вытекают из неодинаковой доступности локальных рынков управленческого таланта для упомянутых групп акционеров. Очевидно, что федеральное правительство не имеет прямого доступа к этим рынкам и должно опираться прежде всего на кандидатов-инсайдеров. С другой стороны, и российские нефинансовые фирмы, и региональные органы власти имеют больше возможностей для поиска внешних менеджеров или выдвижения кандидатов из числа аффилированных лиц.

### **Последствия смены менеджеров**

Последствия смены менеджеров в России, подобно причинам, лежащим в основе этого процесса, изучены недостаточно.

Систематический анализ в этой области затруднен по меньшей мере двумя обстоятельствами: отсутствием показателя, который мог бы точно измерить последствия замены генерального директора, и сложностями, возникающими при попытке изолировать эффект смены менеджера от эффекта изменения структуры собственности. Первую проблему легко решить при наличии развитого фондового рынка: о последствиях смены руководителей проще всего судить по курсу акций компаний, в котором отражены ожидаемые результаты их деятельности. Однако в России этот показатель недоступен для подавляющего большинства компаний. Стандартные бухгалтерские показатели едва ли применимы, поскольку, например, неясно, через какой временной промежуток последствия смены менеджеров находят отражение в прибыли компании, а анализ предпринимаемых новыми руководителями шагов (например, по реструктуризации компаний) невозможен из-за отсутствия такого рода информации.

На данный момент основным источником данных о последствиях смены менеджеров российских предприятий является широко известная работа Барбериса и др. [Barberis et al., 1996]. Эти авторы изучали последствия смены менеджеров и изменения структуры собственности с помощью выборки из 452 российских магазинов, обследованных вскоре после их приватизации. Они обнаружили, что присутствие новых владельцев и новых менеджеров повышало вероятность реструктуризации фирм, в то время как предоставление старым менеджерам стимулов в виде участия в капитале предприятий не влияло на процесс реструктуризации. Этот результат был интерпретирован авторами как свидетельство особой значимости нового человеческого капитала в ходе экономической реформы. Несмотря на то, что указанный результат был получен для выборки, включившей привати-

зированные магазины, его, по всей видимости, можно распространить на промышленные предприятия, где надлежащий человеческий капитал играет еще более весомую роль.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Смена генеральных директоров должна была сыграть существенную роль в повышении эффективности российских приватизированных предприятий. Важны были как количественные, так и качественные параметры процесса смены руководителей. Неспособность многих назначенных в советское время менеджеров переключиться на новые методы управления обуславливала необходимость широкомасштабного обновления директорского корпуса. В то же время процесс смены менеджеров мог дать ощутимые результаты только при условии, что он улучшал соответствие между управленческим талантом и производственными активами в масштабах экономики, а также усиливал стимулы руководителей.

С начала 1990-х гг. темпы смены генеральных директоров российских приватизированных предприятий едва ли были адекватны потребностям экономики. Что касается качественной стороны процесса смены менеджеров в России, то согласно данным последних лет он во многом обусловлен теми же факторами, что и в развитых рыночных экономиках. Наиболее важно, что пребывание генеральных директоров на руководящем посту связано с результатами их деятельности. Это является необходимым условием для улучшения соответствия между управленческим талантом и производственными активами, а также подтверждает предположение о существовании дополнительных, «негативных» стимулов для менеджеров.

Процесс смены менеджеров на российских предприятиях во многом зависит от

развития рынка управленческого таланта и совершенствования институтов рыночной экономики, где существенную роль может сыграть государство. В первом случае большое значение имеет улучшение прозрачности компаний, что позволило бы уменьшить степень асимметрии информации о характеристиках менедже-

ров. Во втором случае речь главным образом идет об институте права собственности. Совершенствование корпоративного законодательства, которому в последнее время уделяется много внимания, должно идти в ногу с улучшением его информативности. Последнее требует завершения реформы судебной системы.

## ЛИТЕРАТУРА

- Гуриев С., Бибков Р., Браун Д., Рачинский А. 2002. Причины и следствия смен высшего руководства в российских фирмах. В сб.: *Стратегическое планирование и развитие предприятий*. Под ред. Г. Б. Клейнера. М.: ЦЭМИ РАН; 8–12.
- Капелюшников Р. 2001. Собственность и контроль в российской промышленности. *Вопросы экономики* (12): 103–124.
- Радыгин А., Энтов Р. 1999. *Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг*. <http://www.iet.ru/archiv/zip/wp12.zip>
- Agrawal A., Knoeber C., Tsoulouhas T. 2000. *CEO Succession: Insiders versus Outsiders*. Working Paper, Social Science Research Network. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=213629](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213629)
- Barberis N., Boycko M., Shleifer A., Tsukanova N. 1996. How does privatisation work? Evidence from the Russian shops. *Journal of Political Economy* 104 (4): 764–790.
- Bevan A., Estrin S., Kuznetsov B., Schaffer M., Angelucci M., Fennema J., Mangiarotti G. 2001. *The Determinants of Privatised Enterprise Performance in Russia*. William Davidson Institute Working Papers Series, WP 452. <http://eres.bus.umich.edu/docs/workpap-dav/wp452.pdf>
- Blasi J., Kroumova M., Kruse D. 1997. *Kremlin Capitalism: The Privatization of the Russian Economy*. Cornell University Press: Ithaca, N. Y.; London.
- Canyon M. 1998. Directors' pay and turnover: an application to a sample of large UK firms. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 60 (4): 485–507.
- Denis D. J., Denis D. K. 1995. Performance changes following top management dismissals. *Journal of Finance* 50 (4): 1029–1057.
- Djankov S. 1997. *On the Determinants of Enterprise Adjustment: Evidence from Moldova*. World Bank, mimeo.
- Furtado E., Rozeff M. 1987. The wealth effects of company initiated management changes. *Journal of Financial Economics* 18 (1): 147–160.
- Groves T., Hong Y., McMillan J., Naughton B. 1995. China's evolving managerial labor market. *Journal of Political Economy* 103 (4): 873–892.
- Hansmann H. 1990. When does worker ownership work? ESOPs, law firms, codetermination, and economic democracy. *The Yale Law Journal* 99: 1749–1816.
- Jensen M. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of the Internal Control Systems. *Journal of Finance* 48 (3): 831–880.
- Jensen M., Meckling W. 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost, and capital structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 350–360.
- Liuhto K. 2001. Ex-soviet enterprises and their managers facing the challenges of the 21st century. *Studies in Industrial Engineering and Management*. Lappeenranta University of Technology. Vol. 12.
- Martin K., McConnell J. 1991. Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover. *Journal of Finance* 46 (2): 671–688.

- McMillan J. 1996. Markets in transition. In *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications*. Kreps D., Wallis K. (eds). Vol. 2. Cambridge University Press: Cambridge: 210–239.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* **20** (1): 293–316.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R. 1989. Alternative mechanisms for corporate control. *American Economic Review* **79** (4): 842–852.
- Muravyev A. 2001. Top executive turnover in Russian companies. *Russian Economic Trends (quarterly)* **10** (1): 20–24.
- Muravyev A. 2002. *Turnover and Succession of Senior Managers in Russian Privatized Firms*. RECEP working paper, Moscow.
- Muravyev A. 2003. Turnover of senior managers in Russian privatised firms. *Comparative Economic Studies* **52** (2): 148–172.
- Parrino R. 1997. CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics* **46** (2): 165–197.
- Pistor K., Raiser M., Gelfer S. 2000. Law and finance in transition economies. *Economics of Transition* **8** (2): 325–368.
- Rosen S. 1986. Prizes and incentives in elimination tournaments. *American Economic Review* **76** (4): 701–715.
- Shleifer A., Vasiliev D. 1996. Management ownership and Russian privatization. In *Corporate Governance in Central Europe and Russia*. Frydman R., Gray C. W., Rapaczynski A. (eds). Vol. 2. CEU Press: Budapest; 62–77.
- Shleifer A., Vishny R. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* **52** (2): 737–783.
- Warner J., Watts R., Wruck K. 1988. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics* **20** (1): 461–492.
- Weisbach M. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* **20** (1): 431–460.

Статья поступила в редакцию  
30 июля 2003 г.