

ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ: КОГДА КРУПНЫЕ АКЦИОНЕРЫ ОТХОДЯТ ОТ ИСПОЛНИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ?

Т. Г. ДОЛГОПЯТОВА

Институт анализа предприятий и рынков ГУ–ВШЭ

В статье проведен анализ процессов концентрации акционерной собственности и становления инструментов корпоративного контроля в российских компаниях, основанный на результатах опроса руководителей 822 акционерных обществ промышленности и связи, проведенного в 2005 г. Выявлены факторы, способствующие выбору ведущих акционеров в пользу найма топ-менеджеров, не владеющих акциями компании. По результатам анализа с применением бинарной логистической регрессии в число основных факторов, способствующих такому выбору, входят: корпоративная интеграция, завершенность процессов реструктуризации и сложность управления бизнесом, а также давление конкуренции со стороны предприятий развитых стран.

Российским компаниям, как и подавляющему большинству корпораций в других странах с переходной экономикой, присущ крайне высокий уровень концентрации акционерного капитала, несмотря на различия в исходных методах приватизации и качестве институтов [Капелюшников, 2005; Andreff, 2005]. На этой основе сложился контроль доминирующего акционера или консолидированной группы акционеров. Корпоративное управление подчинено их интересам, и необходимо лишь соблюдать существующие правовые нормы, что часто достигается имитацией их исполнения [Яковлев, 2003а]. Превалирует модель корпоративного управления, в которой доминирующие акционеры непосредственно участвуют

нирующего акционера или консолидированной группы акционеров. Корпоративное управление подчинено их интересам, и необходимо лишь соблюдать существующие правовые нормы, что часто достигается имитацией их исполнения [Яковлев, 2003а]. Превалирует модель корпоративного управления, в которой доминирующие акционеры непосредственно участвуют

Статья подготовлена при поддержке индивидуального исследовательского гранта 2006 г. Научного фонда ГУ–ВШЭ (№ 06-01-0050). Автор благодарна российским и японским коллегам из ГУ–ВШЭ и Университета Хитотсубаши (Токио) за плодотворную совместную работу и комментарии, а также признательна участникам VIII Международной конференции ГУ–ВШЭ «Модернизация экономики и общественное развитие» и VIII Всероссийского симпозиума «Стратегическое планирование и развитие предприятий» за обсуждение первых результатов эмпирического анализа. Особую благодарность выражаю О. М. Уваровой за помощь в обработке данных.

© Т. Г. Долгопятова, 2007

в управлении компаниями в качестве их топ-менеджеров.

Совмещение собственности и контроля стало формальным институтом российской корпоративной практики, ограничивающим спрос на наемный менеджмент.¹ Подобный институт широко распространился не только вследствие приватизации («красный директор» — владелец предприятия), но и как инструмент, сознательно выбранный собственником — предпринимателем, создавшим свой бизнес с нуля. В условиях неразвитости рынков управленческого труда и институтов защиты прав собственности он предпочел этот инструмент высоким затратам на предотвращение оппортунизма наемных менеджеров, который в переходных условиях принимал крайние формы увода активов и захвата бизнеса. Возможности контроля не исчерпываются этим институтом, широко используются другие формальные и неформальные практики, которые зачастую выводят принятие решений в акционерных обществах за пределы действия процедур корпоративного управления.

Для оценки пути развития российской системы корпоративного управления представляет интерес вопрос об организации корпоративного контроля доминирующими акционерами: пойдут ли они на формальное отделение исполнительного менеджмента от владения? Отделение владения от управления и передача полномочий наемному менеджменту заставляют собственника искать другие механизмы контроля и, возможно, подтолкнут его к использованию механизмов корпоративного управления. В то же время такой переход способствует профессионализации управленческой деятельности, что является необходимой предпосылкой развития бизнеса в условиях ужесточающейся конкуренции и глобализации.

¹ Здесь и далее термин «наемный» употребляется, чтобы подчеркнуть, что речь идет о менеджерах, не являющихся владельцами акций данной компании.

Наряду с академическими работами, в которых предсказывалось расширение практики отхода собственников от непосредственного управления (см., напр.: [Голикова и др., 2004]), на проблему откликнулась и деловая пресса. В журнале «Эксперт» появилась статья [Шекшня, Кетс де Врис, 2007], в которой поставлен вопрос об отходе собственников от управления и контроля над бизнесом в российских условиях. Показано, что для России остается типичной ситуация снятия ответственности с собственника при сохранении им возможностей для вмешательства в деятельность компании. Впрочем, есть и другие, пусть и косвенные, подтверждения активизации процессов привлечения наемных менеджеров: появление в последние месяцы в массовых рекламных рассылках в Интернете объявлений об обучающих семинарах по защите собственника от действий менеджеров, использованию разных способов контроля над деятельностью последних.

Основные гипотезы и информационная основа исследования

Настоящая статья продолжает исследование, опубликованное ранее в «*Российском журнале менеджмента*» [Долгопятова, 2004]. В нем, в частности, обсуждался вопрос о постепенном отделении исполнительного управления от владения в российских компаниях на материалах 20 углубленных интервью с руководителями акционерных обществ (АО). При этом отделение управления от владения было определено как наличие генерального директора, не владеющего акциями, при отсутствии крупных пакетов у других менеджеров компании. В статье было показано, что в условиях интенсивных интеграционных процессов в российском бизнесе происходили существенные сдвиги в способах реализации корпоративного контроля в компаниях:

- 1) разделение функций владения и управления характерно прежде всего для предприятий, входящих в бизнес-группы на правах рядовых членов. Если же предприятие представляло независимый бизнес, то в этом случае собственники предпочитали работать непосредственно в качестве его топ-менеджеров;
- 2) при разделении функций владения и управления акционеры начинали более активно использовать внутренние механизмы корпоративного управления в компаниях, и в частности Совет директоров, для контроля над деятельностью наемных менеджеров.

Полученные выводы мы позднее проиллюстрировали на данных представительного обследования 822 АО [Долгопятава, 2007], поэтому основной целью настоящей работы стало выявление комплекса факторов, обуславливающих выбор акционерами формы корпоративного контроля, при которой они отказываются от позиции топ-менеджера в принадлежащей им компании. Для достижения поставленной цели будут решены следующие задачи:

- проведен анализ степени концентрации собственности и контроля в различных российских АО в условиях корпоративной интеграции;
- исследована специфика осуществления контроля доминирующими акционерами, формальных и неформальных механизмов его реализации в компаниях;
- рассмотрены возможные конфигурации соотношения собственности и управления в компаниях и их взаимосвязь с основными характеристиками бизнеса;
- выявлены факторы, предопределяющие выбор доминирующих акционеров в пользу привлечения топ-менеджеров, не владеющих акциями данной компании, и проведен эмпирический анализ выбора с использованием бинарной логистической регрессии.

В основу эмпирического анализа положены результаты опроса руководителей 822 АО, проведенного в 2005 г. специали-

стами «Левада-центра» в рамках совместного исследования Института анализа предприятий и рынков ГУ–ВШЭ и Института экономических исследований Университета Хитотсубаши (Токио) по проблемам корпоративного управления и интеграции (см. краткую характеристику выборки во врезке). В опросе мы отошли от отождествления бизнеса (фирмы) и юридического лица, что характерно для большинства эмпирических обследований, но не соответствует логике развития российских компаний, вовлеченных в интенсивные процессы корпоративной интеграции. Обследование использовало индикаторы, характеризующие участие предприятий в группах компаний, основанных на акционерных или паевых связях. Наряду с автономными предприятиями и предприятиями, входящими в группы компаний, из числа последних выделены также управляющие (головные) компании холдингов. Это позволяет анализировать независимый бизнес, чьи границы выходят за рамки отдельного юридического лица, рассматривая в этом качестве автономные предприятия и холдинги (группы юридических лиц), тогда как включение предприятия в холдинг фактически превращает его в часть более крупного бизнеса.

Главная гипотеза нашего исследования такова: корпоративная интеграция выступает инструментом, замещающим непосредственный контроль акционера. При этом для компаний, представляющих независимый бизнес, основные детерминанты ухода акционеров будут связаны с отношениями собственности и характеристиками корпоративного управления. Для компаний, которые мы считаем частью бизнеса, факторы перехода к наемным руководителям будут связаны с состоянием корпоративного менеджмента и условиями деятельности предприятий в рамках групп компаний. При характеристике факторов выбора будут выдвинуты более частные гипотезы, при этом мы будем использовать рабочее определение разделения функций, приведенное ранее.

Краткая характеристика выборки эмпирического исследования

В выборку вошли АО восьми основных отраслей промышленности: топливно-энергетический комплекс (ТЭК), металлургия, машиностроение, химия и нефтехимия, лесная, целлюлозно-бумажная и деревообрабатывающая промышленность, легкая промышленность, пищевая промышленность, производство строительных материалов. Также в опрос включены компании сектора связи за исключением почтовой, составившие около 9% выборки. Представлены только предприятия с численностью занятых свыше 100 человек. Среднее количество занятых в компании составило 1884 человека (медиана — 465, стандартное отклонение — 5570). В итоге на всех предприятиях выборки работало примерно 12% от числа работников организаций промышленности и связи России.

Среди обследованных АО 26,4% объектов имели численность занятых до 250 человек, 28% — от 251 до 500 человек включительно, 19% — от 501 до 1000 человек, и только четверть — свыше 1 тыс. занятых, хотя при этом более 7% компаний обладали штатом в размере более 5 тыс. человек.

Случайная стратифицированная выборка АО по каждому из двух секторов экономики была построена с учетом распределения предприятий в генеральной совокупности по следующим трем признакам: отраслевой принадлежности (только для промышленности); размеру (по численности занятых), а также организационно-правовой форме. Для построения выборки АО использованы сводные данные Росстата о предприятиях всех организационно-правовых форм. Списки объектов создавались на основе баз данных СКРИН-Эмитент и Бизнес-Карта, а также информации о ценных бумагах российских компаний, представленных на фондовых биржах России, Нью-Йорка, Лондона и Франкфурта, которая приведена на веб-сайтах этих бирж.

Примерно 67% выборки составили открытые АО (ОАО) против 32% закрытых обществ (ЗАО). Было решено по возможности включить в выборку все компании, чьи ценные бумаги (акции или облигации) представлены на биржах, всего — 107 объектов. Подобное решение привело к смещению выборки в сторону торгуемых и более крупных предприятий.

Опрос прошел в 64 субъектах Российской Федерации, в каждом из которых было собрано от 1 до 47 анкет. Размещение объектов по территории России стало результатом случайного отбора, но они оказались расположенными во всех федеральных округах.

На выбор респондента были наложены жесткие ограничения. Свыше трети АО были представлены генеральными директорами (председателями правления), 61% — их заместителями по экономическим и корпоративным вопросам, а 5% — председателями Совета директоров или руководителями департаментов по корпоративному управлению. В последнем случае они олицетворяли только крупные предприятия с числом занятых свыше 500 человек. Респонденты — не случайные люди в компаниях, всего 19 человек работали в них менее года. В среднем время работы респондента на предприятии составило 13,5 года (медиана — 9), а время работы в той должности, которую он занимал на момент опроса, — 6,2 года (медиана — 4).

Более полное описание формирования выборки и основных результатов опроса приведено в [Долгопятова, Ивасаки, 2006].

Концентрация акционерной собственности и корпоративная интеграция

Наше исследование еще раз подтвердило высокую степень концентрации капитала в российских компаниях, отмеченную эмпирическими исследованиями послед-

них лет (см.: [Капелюшников, Демина, 2005а; Ясин, 2004; Гурьев и др., 2003; Радыгин, Энтов, 2001] и др.). Высокий уровень концентрации капитала (в нашей терминологии — это наличие акционера, обладающего пакетом акций свыше 50%) имели почти 70% от числа обследованных АО. Группа предприятий,

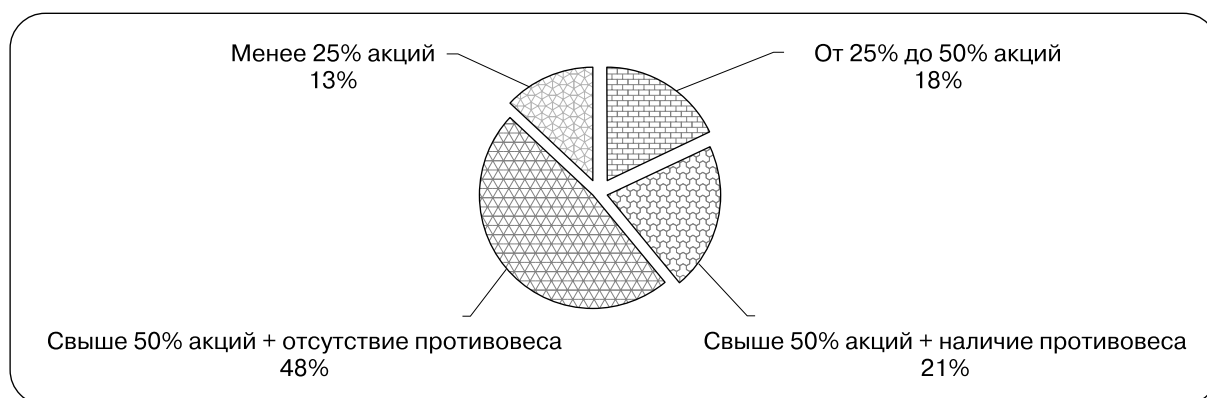


Рис. 1. Группировка АО выборки по уровню концентрации акционерного капитала

для которой характерен средний уровень концентрации собственности (наличие у крупнейшего акционера пакета акций от 25 до 50%), составила около 18%. К остальным обществам с низким по российским меркам уровнем концентрации собственности, на которых, по мнению респондентов, еще не сложился держатель блокирующего пакета акций, относится всего 13% выборки.

Среди компаний с высокой концентрацией собственности только 30% относились к обществам, где присутствовал второй крупный акционер с блокирующим пакетом акций, который мог быть еще одним полюсом контроля, противовесом крупнейшему владельцу. В итоге почти половина компаний имела доминирующего владельца, не ограниченно влиянием второго акционера (рис. 1), причем это означает, что этот владелец мог обладать еще более крупным пакетом. Подобный уровень концентрации капитала почти 70% респондентов, давших определенный ответ, посчитали оптимальным для развития бизнеса, около 18% — сочли нужным его повысить, а около 13% — понизить.

Подавляющее большинство респондентов — более 87% — отметили, что в их компаниях уже сложился собственник (коалиция собственников), контролирующей деятельность предприятия. Сфера реального контроля оказалась шире, чем

можно было предположить исходя из информации о распределении собственности. В число АО с наличием контролирующего собственника попали компании с различной степенью концентрации капитала: при низком уровне концентрации собственности более 55% АО имели единолично контролирующее предприятие владельца, хотя около 6% АО с высокой концентрацией такого владельца не имели.

В исследованиях, относящихся преимущественно к концу 1990-х гг. (см., напр.: [Долгопятова, 2001]), более высокая концентрация капитала была характерна для некрупных компаний, для предприятий относительно благополучных отраслей, в приобретении акций которых были заинтересованы и их руководители, и потенциальные внешние собственники. Степень концентрации может быть выше в ЗАО, где менеджерам легче осуществить процесс консолидации капитала, и в новом бизнесе, в отличие от приватизированных АО, где ваучерная приватизация сформировала еще окончательно не исчезнувший класс мельчайших акционеров. Также можно предположить, что уровень концентрации капитала мог бы быть ниже в АО, чьи ценные бумаги представлены на биржах и привлекают мелких инвесторов.

Наш опрос дал иные результаты. Распределение объектов исследования по степени концентрации капитала было

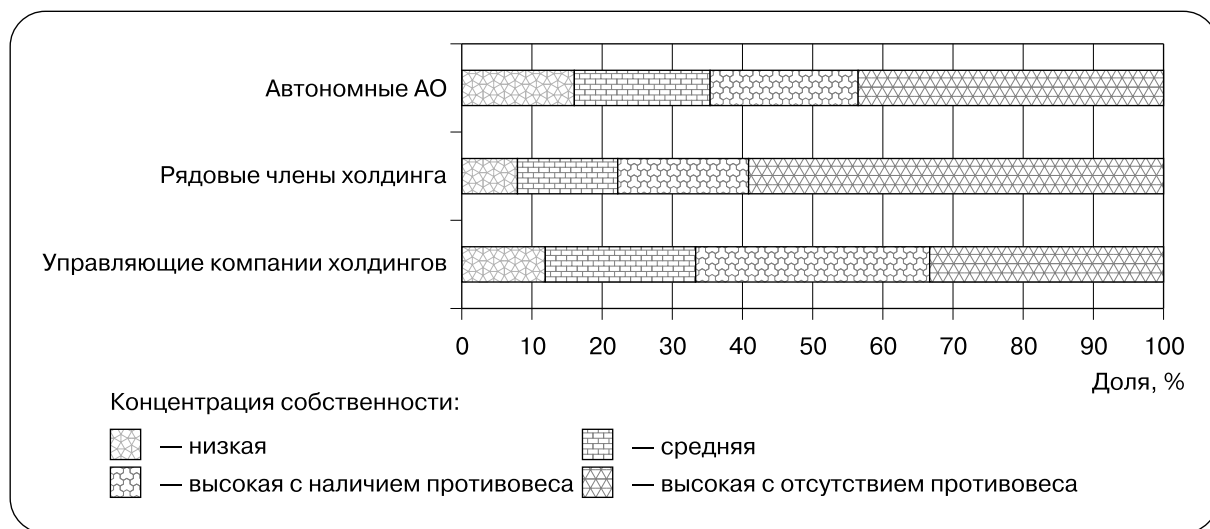


Рис. 2. Концентрация собственности в интегрированных и автономных компаниях

примерно одинаковым для предприятий обоих секторов, всех размеров, организационно-правовых форм, не зависело от истории формирования общества, а также присутствия его ценных бумаг на российских или зарубежных биржах. Единственное зафиксированное значимое отличие²: в новых компаниях чаще встречался второй крупный акционер (в созданных с 1992 г. АО такой противовес имел место в 35% компаний, а в приватизированных и реорганизованных предприятиях — всего в 19%). Полностью справедливо и суждение об универсальности присутствия собственника, контролирующего деятельность предприятия, в разных АО.

Высокая концентрация собственности и контроля стала универсальной чертой российских компаний, но продемонстрировала значимую связь с корпоративной интеграцией (рис. 2), подтверждая тем самым высказанные в работе [Дерябина, 2001] суждения о роли формирования рыночных структур в переделе собственности. Предприятия — члены холдингов отличаются более высокой концентрацией собственности, нежели объекты, отождествляемые

с независимым бизнесом. Заметим, что наличие второго крупного акционера чаще было характерно для управляющих компаний. Также доля АО, где сформировался контролирующий бизнес собственник, оказалась значительно ниже в независимых предприятиях по сравнению со всеми входящими в холдинги обществами (85 против 91%) — как рядовыми членами групп, так и управляющими компаниями. В этом контексте интеграция послужила инструментом усиления контроля.

Концентрация собственности стала результатом ее передела. По нашим данным, смена основного собственника в 2001–2004 гг. была характерна для 30% всех обследованных АО. Чем выше концентрация собственности, тем значимо чаще ей предшествовала смена собственников: на 33% АО при высокой концентрации капитала против 16% — при низкой, причем в АО с наличием второго центра контроля она затронула свыше 39% предприятий.

Соотношение владения и управления в условиях интеграции

Для оценки круга компаний с разделением собственности и управления в соответствии с нашим определением обратимся

² Значимыми в статье считаются различия на уровне до 5%, если не оговорено иное.

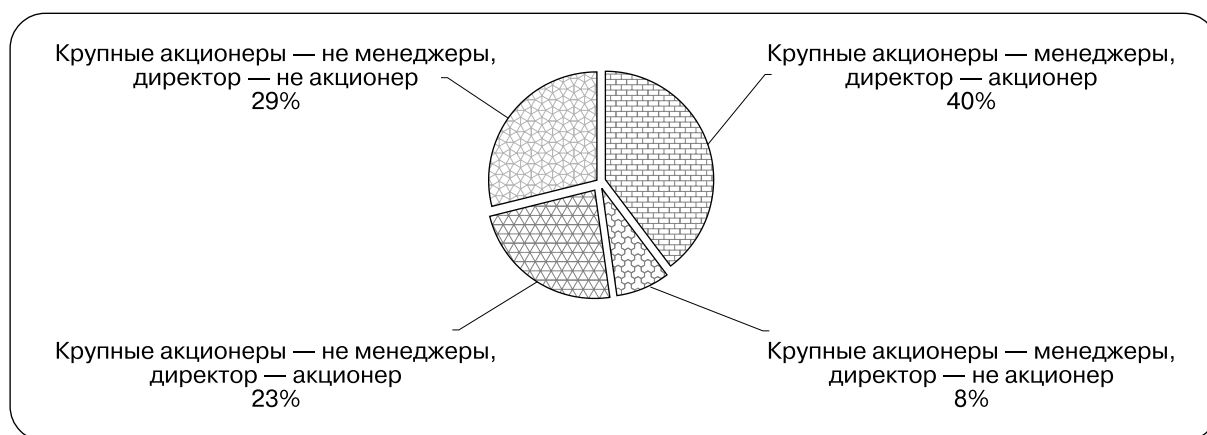


Рис. 3. Группировка АО выборки по участию акционеров в управлении компанией

к двум взаимодополняющим вопросам обследования: о прямом участии крупных акционеров в управлении компании и о наличии акций общества у его генерального директора (председателя правления). Если не учитывать «затруднившихся с ответом», которых по понятным для этих вопросов причинам было до 5%, то в 2005 г. крупные акционеры работали менеджерами в 48% компаний, в то время как директор АО был его акционером уже в 63% случаев. Как и следовало ожидать, эти переменные значимо коррелированы. Когда крупные акционеры являлись менеджерами, то в 83% случаев респонденты отмечали, что и генеральный директор был акционером компании. Если крупные собственники не были менеджерами, то и здесь директор в 44% АО владел акциями.

Совмещение двух взаимодополняющих вопросов позволяет разбить совокупность обследованных АО на несколько групп (рис. 3). Общества, для которых респонденты отрицательно ответили на оба вопроса, составили группу с разделением собственности и управления: в ней управленческий персонал не владеет акциями, хотя небольшое владение в руках отдельных менеджеров возможно.

Компании, где крупные акционеры работали менеджерами (сокращенно назовем эту группу M_A), можно определить

как группу с совмещением функций, распадающуюся на две неравные подгруппы. Одна (ее мы назовем $M\&D_A$) включает АО, где одновременно генеральный директор был акционером (скорее всего — крупным). Вторая небольшая подгруппа, в которой крупные акционеры — менеджеры компании, а директор при этом не являлся акционером (назовем ее TM_A), содержит предприятия, где директор может быть наемным менеджером при наличии в составе управленческой команды крупных акционеров. Такая ситуация представляется редкой, хотя и возможной (подобные примеры встречались в наших интервью, см., напр.: [Ясин, 2004]). Она может быть связана, например, с территориальной разобщенностью компании и ее основных владельцев.

Группа, в которую входят компании с небольшим участием в капитале их руководителя (назовем ее D_A), включает АО, где владение директора — результат приватизации (при этом новые собственники часто ставят директором предприятия или наделения его акциями со стороны собственников. Однако даже небольшое владение в руках директора предоставляет ему дополнительные рычаги контроля, особенно при сохранении акций у трудового коллектива или государства, в условиях значительного распыления акций.

При рассмотрении выделенных групп возможны различные связи с базовыми характеристиками предприятий (табл. 1). Легко видеть, что АО с разделением собственности и управления примерно одинаково встречаются в различных секторах, организационных формах и бизнесе разных размеров, вне зависимости от участия компании в биржевой торговле. Лишь принадлежность к приватизированным предприятиям уменьшила вес этой группы АО по сравнению с новым или реорганизованным бизнесом.

Однако различия между представительством других групп значимы, они связаны прежде всего со спецификой АО, где директор был некрупным акционером. Эти АО значимо чаще представлены в секторе связи, среди открытых обществ, а также в числе приватизированных и наиболее крупных предприятий. Именно в этой группе почти каждое четвертое АО вывело свои ценные бумаги на российские или зарубежные биржи.

Примечательными оказались различия в конфигурациях владения и контроля для АО, представляющих бизнес или его часть (рис. 4). Разделение собственности и управления почти вдвое чаще присуще предприятиям — рядовым членам холдингов, тогда как автономные предприятия и управляющие компании большей частью функционируют на основе совмещения этих функций. Немногочисленные случаи участия крупных акционеров в управлении без занятия должности генерального директора в основном характерны для управляющих компаний. Наличие директора — некрупного акционера инвариантно по отношению к интеграционным характеристикам предприятий.

Конфигурация контроля в обществах — рядовых членах холдингов была сопряжена с характеристиками последних, прежде всего размерами и сложностью структуры (табл. 2). Так, отделение управления от владения чаще проявлялось в холдингах с более широкой географией размещения и отраслевой диверсифика-

цией. Только выход за пределы одного региона прибавил почти 10 пр. п. к удельному весу компаний с разделением собственности и управления. Разделение функций наблюдалось в 55% конгломератов, более 12 пр. п. уступают им вертикально-интегрированные структуры, а более 20 пр. п. — горизонтальные объединения. В более масштабных по числу объектов управления холдингах чаще встречалась ситуация разделения или незначительного участия директора компании в ее капитале.

Любопытно, что при разных конфигурациях контроля схемы принятия и оперативных, и стратегических решений в предприятиях — рядовых членах бизнес-групп существенно не различались по степени участия руководства всей группы. Во многом это объясняется тем, что, как убедительно показано в предшествующих исследованиях, в российских холдингах участие «сверху» в управлении обусловлено не столько временным горизонтом, сколько содержанием решений. Финансовые и большинство сбытовых вопросов выводятся за пределы предприятия, а на откуп его менеджменту остаются производственные и технологические аспекты [Авдашева, 2005].

Компании с разным уровнем концентрации собственности различны по соотношению управления и владения (табл. 3). Чаще всего крупные акционеры становились менеджерами в случае среднего уровня концентрации, а директор был акционером при низкой концентрации собственности. Разделение присуще прежде всего тем обществам, где крупнейшему акционеру не противостоит второй возможный центр контроля. При этом в АО с наличием контролирующего владельца существенно чаще встречаются крупные акционеры-менеджеры.

Если при разделении функций высокая концентрация капитала встречается в 78% АО, то контролирующий владелец — в 85%. Однако в компаниях, обладающих менеджерами — крупными акционерами

Таблица 1

Распределение групп АО с разной конфигурацией собственности и управления в зависимости от характеристик предприятий, в %

Группы АО	Представленность ценных бумаг на биржах		Сектор		Организационно-правовая форма		Размеры компании (численность занятых, чел.)				История создания предприятия как акционерного общества			
	Да	Нет	Промышленность	Связь	ОАО	ЗАО	100–299	300–499	500–999	1000 и более	Приватизировано полностью	Новое	Выделение	Слияние
М&Д_А	24,7	42,1	41,4	20,6	35,4	48,4	41,3	43,1	45,0	31,7	40,7	37,3	37,5	20,8
ТМ_А	4,1	8,7	8,3	6,3	7,3	9,8	8,0	8,8	8,7	7,3	7,5	10,7	9,8	4,2
Д_А	42,3	20,7	21,6	41,3	27,9	13,8	22,2	18,1	16,1	33,0	26,3	16,0	16,1	29,2
Разделение	28,9	28,5	28,7	31,7	29,4	28,0	28,4	30,0	30,2	28,0	25,5	36,0	36,6	45,8
Выборка	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Значимость различий*	0,000		0,001		0,000		0,019				0,029			

Примечание:

* Использован критерий χ^2 .

Таблица 2

Особенности соотношения владения и управления на предприятиях, входящих в холдинги

Группы АО	Территориальная диверсификация холдинга, в %				Отраслевая диверсификация холдинга, в %				Размеры холдинга по числу юридических лиц*
	Один регион России	Два и более регионов России	Россия и зарубежные страны	Только одна отрасль	Технологически связанные, смежные отрасли	Разные, технологически не связанные отрасли			
						Технологически связанные, смежные отрасли	Разные, технологически не связанные отрасли		
М&Д_А	41,1	21,7	15,2	31,7	27,0	8,9	8,9	9,1/6,0	
ТМ_А	10,5	8,5	6,1	5,5	10,8	14,3	14,3	27,9/6,0	
Д_А	14,7	26,4	33,3	27,4	20,3	21,4	21,4	33,4/9,0	
Разделение	33,7	43,4	45,5	35,4	41,9	55,4	55,4	31,4/10,0	
Выборка	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	25,7/10,0	
Значимость различий	0,002**				0,006**		0,000/0,003***		

Примечание:

* В данном случае в числителе приведены средние значения, в знаменателе — медианы.

** Для сравнения частот использован критерий χ^2 .

*** В числителе — Kruskal Wallis тест, в знаменателе — тест сравнения медиан.

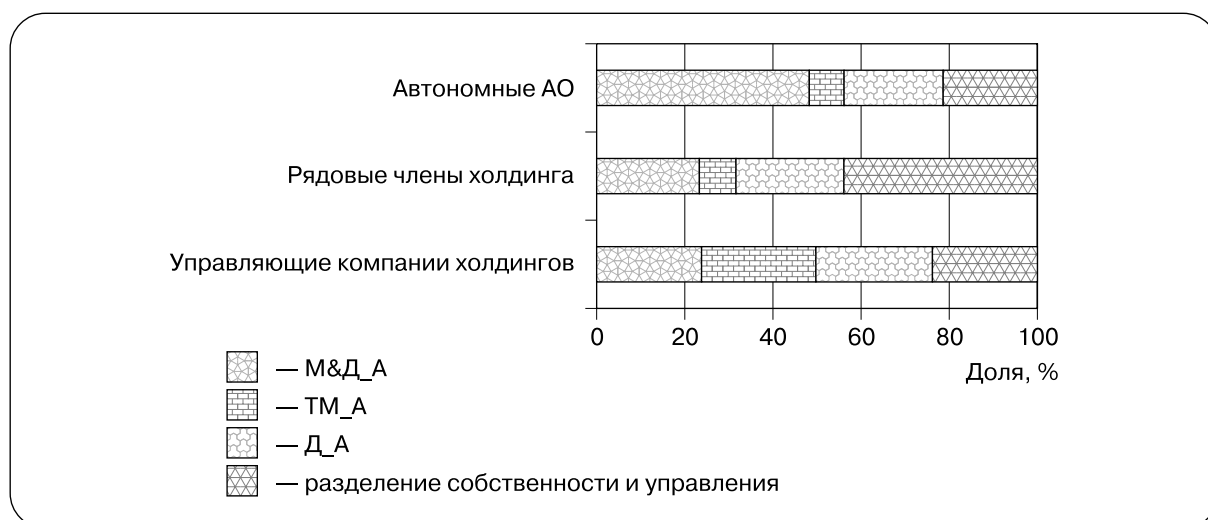


Рис. 4. Соотношение собственности и управления в интегрированных и автономных АО

или директором-акционером, высокая концентрация собственности наблюдается в 68 и 64% АО, а контроль — в 91 и 82% соответственно. Это подтверждает возможную роль совмещения владения и управления в упрочении контроля акционеров.

Инструменты внутрикорпоративного контроля крупных акционеров

Наличие контролирующих акционеров переводит решение основной проблемы корпоративного управления — проблемы преодоления оппортунистического поведения менеджмента — в иную плоскость [Стиглиц, 2001]. С одной стороны, преодолевается проблема безбилетника: у крупных акционеров есть стимулы к развитию бизнеса и контролю над ним. С другой стороны, им доступны разнообразные возможности реализации корпоративного контроля — как формальные, так и неформальные его инструменты.

Российская практика, как показывают материалы интервью³, говорит о це-

лом спектре способов осуществления контроля.

1. Неоднократно упомянутый контроль в виде непосредственного участия крупного акционера в управлении компанией в качестве ее топ-менеджера (генерального директора и/или других высших менеджеров), что в основном снимает агентскую проблему.

По данным нашего опроса, в 48% случаев крупные акционеры были топ-менеджерами своих компаний, тогда как генеральный директор являлся акционером в 63% АО. В целом высшие управляющие более 70% обследованных компаний являлись их акционерами.

2. Контроль посредством захвата органов управления обществом. Доминирование дает крупным акционерам легитимные возможности принятия основных решений на собрании акционеров, включая формирование органов управления обществом и прежде всего — Совета директоров. Чем выше пакет акций в руках такого собственника или устойчивой коалиции, тем проще поставить решения под свой контроль, игнорируя интересы мелких акционеров. Хотя такой способ позволяет управлять акционерным обществом практически как частной компани-

³ Примерно 60–65 интервью с топ-менеджерами и крупными собственниками АО, проведенные с участием автора в проектах ГУ–ВШЭ и Бюро экономического анализа, представлены в [Долгопятова, 2001; 2004; Ясин, 2004].

Таблица 3

Владение и управление при разных уровнях концентрации акционерного капитала, %

Группы АО	Наличие контролирующего владельца		Концентрация собственности			
	Есть	Нет	Низкая	Средняя	Высокая, с наличием противовеса	Высокая, с отсутствием противовеса
M&D_A	41,6	28,7	29,2	53,7	40,4	36,8
TM_A	8,4	4,3	5,6	4,1	9,9	9,3
D_A	22,2	33,0	38,2	23,6	21,2	20,9
Разделение	27,8	34,0	27,0	18,7	28,5	33,0
Выборка	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Значимость различий*	0,016		0,000			

Примечание:

* Использован критерий χ^2 .

ей, он тем не менее остается легитимным и более того — приучает акционеров к использованию внутрикорпоративных инструментов.

Совет директоров в компаниях в среднем почти на 80% состоит из инсайдеров — представителей крупных внешних акционеров и менеджеров (табл. 4). При этом с ростом концентрации пакета акций удельные веса голосов менеджеров и рядовых работников падают, а представителей крупных внешних акционеров — растут. Общества с низкой концентрацией капитала отличает слияние исполнительных и неисполнительных директоров, да и при среднем ее уровне менеджмент совместно с работниками имеет большинство голосов.

3. Контроль через дополнительные звенья исполнительного управления, как-то: создание управляющих компаний; включение в процедуры согласования решений специальных надзирающих менеджеров, которые зачастую не являются работниками данной компании или их формальный статус в компании не соответствует реальному («комиссары»). Подобные звенья устанавливаются внутренними регламентами управления бизнесом и действуют за пределами внутрикорпоративных процедур.

Действительно, корпоративная интеграция ведет к перераспределению полномочий по принятию решений в холдинговых компаниях. Как правило, часть решений на предприятиях фактически принимается не их менеджерами, а руководством вышестоящей компании. По нашим данным, руководство предприятий — рядовых членов холдинга самостоятельно принимает оперативные решения в 43% случаев, тогда как в 51% АО эти решения принимаются на предприятии, но согласуются с руководством холдинга и всего в 5% случаев переданы этому руководству. Для стратегических решений картина иная: там всего 6% АО самостоятельно их принимает, тогда как 53% обязательно согласуют с руководством холдинга, которое также берет на себя эти решения в 41% обследованных АО. Подобное перемещение полномочий дает холдингам дополнительные рычаги контроля над деятельностью своих предприятий, но отнимает от Совета директоров компетенции стратегического планирования.

Что касается специальных менеджеров, то подобный феномен трудно отследить в формализованном опросе. Отчасти класс компаний, в которых крупные акционеры являются менеджерами, но директору акции не принадлежат (в нашем опросе — это 8%), может говорить о наличии менеджеров, чей реальный статус в компании выше, нежели формальная позиция

Таблица 4

Структура Совета директоров в АО с разной степенью концентрации капитала, % к общему числу членов Совета

Представители в Совете директоров	По выборке в целом	Степень концентрации			Значимость различий*
		Низкая	Средняя	Высокая	
Менеджеры АО	46,4	54,9	49,2	44,1	0,013/0,048
Рядовые работники, профсоюз	5,0	8,0	6,0	4,2	0,011/0,009
Органы власти всех уровней	5,0	3,9	7,1	4,9	0,063/0,053
Крупные внешние акционеры	32,0	22,2	25,0	35,5	0,000/0,043
Мелкие внешние акционеры	4,7	5,4	5,5	4,0	0,183/0,169
Независимые директора	6,2	4,0	7,1	6,6	0,925/0,930
Другие	0,7	1,7	0,2	0,8	0,641/0,642
Всего членов Совета, чел.	6,7	6,6	6,7	6,7	0,877/0,996
Количество АО	736	88	121	487	—

Примечание:

* В числителе — Kruskal Wallis тест, в знаменателе — тест сравнения медиан.

в системе управления. Здесь стоит привести слова директора предприятия пищевой промышленности, расположенного в Центрально-Черноземном регионе, которое было куплено одним из московских агропромышленных холдингов. Директор так характеризовал процесс принятия решений после появления новых владельцев, которые поставили оперативное управление компанией под свой жесткий контроль, включая одобрение всех платежных документов и договоров на поставку продукции: «...Есть специальный человек в Москве. Но эти люди далеки от производства... Они затягивают платежи. Там всякая переписка... Нет оперативного управления: пока в Москву все отправишь, пока ответ получишь... Так и завод можно остановить». При этом в составе Совета директоров данного АО 5 человек из 7 представляют собственника и только один (директор) — менеджмент предприятия.

4. Использование неформальных схем контроля, осуществляемого непосредственно собственниками регулярно или от случая к случаю. Практически это означает постоянное вмешательство крупных собственников непосредственно в деятельность руководства (что возможно без со-

гласования или учета интересов других акционеров) или постоянную угрозу такого вмешательства.

Здесь также придется обратиться к интервью. Вот слова одного из совладельцев металлургического предприятия на Урале, существовавшего в форме открытой компании: «...Мы (т. е. собственники. — Т.Д.) работаем в Москве, а на месте у нас директор... Пришлось уже многих сменить, но сейчас вроде бы нашли хорошего... А вот что касается Совета директоров... У нас Совет директоров работает непринужденно, я бы даже сказал, естественно, в том смысле, что основные менеджеры компании понимают все, они главные люди, но мы тоже работаем постоянно... мы любим атаковать их по несколько раз и потом прийти к наиболее подходящему решению. Таким образом, собственно говоря, Совет директоров у нас работает, а вот закрепление на бумаге проходящей работы Совета директоров у нас происходит формально, спокойно и только в тех случаях, когда это нужно для документооборота».

5. Возможности увольнения, замены менеджмента или угроза такого увольнения, что в условиях доминирования в

капитале не представляет особых сложностей. Проблема состоит в том, каковы соответствующие по своим характеристикам кандидаты и не столкнутся ли собственники с оппортунизмом новых менеджеров.

Надо сказать, что этому механизму контроля «повезло»: целый ряд работ был ориентирован на анализ смены менеджмента во взаимосвязи с эффективностью работы компаний [Капелюшников, Демина, 2005б; Муравьев, 2003], при этом в эмпирических исследованиях были получены различные свидетельства эффективности деятельности предприятия при смене первого руководителя.

Применительно к нашему опросу данные о замене директора АО говорят, что в течение 2001–2004 гг. она прошла на 39% АО, причем несколько раз — на 12%. Это значит, что как минимум 13% АО переживали замену высшего руководителя ежегодно, причем только каждый четвертый уход обуславливался его личной инициативой. Чем выше была концентрация капитала, тем интенсивней шли процессы смены директоров: в АО с высокой концентрацией они сменились по инициативе акционеров в 62% случаев против 42% в остальных АО.

Если директор менялся только один раз за четырехлетний период, то в половине случаев это была инициатива акционеров, а вот когда происходило несколько замен и акционеры находились «в поиске», они и были инициаторами увольнения в трех четвертях случаев. Тут вновь уместно процитировать совладельца металлургического предприятия, который образно ответил на вопрос о возможной смене директора и высших менеджеров этого предприятия, если он ими не доволен: «Такое бывает постоянно. Меняешь сразу — это как игра в футбол: видишь своих футболистов и с ними играешь, и даешь пас тому, кто имеет оптимальные шансы забить гол. А если он ленится добежать до мяча, то просишь его уйти за футбольное поле».

Очевидно, что на практике может использоваться комбинация названных спо-

собов контроля или выбираться какой-либо один из них. В любом случае формальное следование процедурам корпоративного управления остается необходимым, а имитация исполнения законов и инструкций также сопряжена с определенными издержками. Выстраивание дополнительных схем контроля менеджмента — как регламентированных, так и неформальных — создает дополнительные издержки по дублированию процедур не только корпоративного управления, но и корпоративного менеджмента.

В случае избрания крупными акционерами инструментом контроля прямого выполнения функций исполнительного управления отпадает необходимость в практиках дополнительного наблюдения, хотя издержки по организации внутрикорпоративных процедур сохраняются. Впрочем, такая форма оставляет за контролирующими акционерами опцию не только имитации, но и организации реальной работы Совета директоров в качестве экспертного органа.

Избавляя от оппортунизма высшего руководства и от необходимости внедрения дополнительных форм контроля, совмещение управления и владения не решает всех вопросов организации эффективного менеджмента. Назовем два типа проблем, с которыми сталкивается бизнес. Во-первых, это проблема сочетания в единой управленческой команде менеджеров-акционеров и наемных руководителей, поскольку в этом случае необходимо согласование их интересов и дифференциация стимулирующих механизмов. Во-вторых, это вопрос об эффективности и качестве «самоменеджмента» с точки зрения развития компании, поскольку в данном случае рыночные механизмы отбора более квалифицированных управленческих кадров не работают.

Первая проблема на практике решается включением высшего менеджмента в единую команду с собственниками, наделением их высокими зарплатами и бонусами, опционами, а также насаждением

единой корпоративной культуры. Вместе с тем исследователи отмечают, что в таком случае часто возникает водораздел между этой узкой группой и остальными управленцами в понимании целей и задач компании и отношении к ее культурным нормам [Кабалина, 2005]. Вторая проблема не сразу стала на повестку дня. Ведь в России 1990-х гг. менеджерами-собственниками были все-таки профессионалы — представители дореформенного директорского корпуса или основатели бизнеса, и их навыки управления долго были, и отчасти остаются, адекватными переходным условиям.

Обе проблемы — это в основном внутренние проблемы бизнеса. Например, большинство топ-менеджеров прошли через дополнительное обучение и повышение квалификации, а главное — обрели навыки работы в рыночных условиях, причем многие «красные директора» приспособились к ним в итоге не хуже, нежели новые предприниматели — основатели бизнеса [Яковлев, 2004]. Повсеместно распространенное плохое корпоративное управление и слабые институты защиты прав собственности не давали уверенности в том, что с оппортунизмом менеджеров удастся справиться через насаждение формальных норм корпоративного управления. Реалии скорее придавали уверенности в обратном. Риски потери доходов и активов, а иногда и самого бизнеса были выше, нежели отдельные проблемы организации менеджмента в компании.

Вместе с тем для современного этапа и перспектив развития российских компаний в условиях рынка, встраиваемого в глобальную экономику, востребованными становятся специфические навыки и компетенции, поэтому стоит ожидать и повышения требований к качеству менеджмента. Во многих компаниях уже идет отход собственников от исполнительного управления, причем для представителей еще перестроечного директорского корпуса сказывается фактор времени. Они по-

степенно покидают бизнес, зачастую добровольно продавая консолидированные пакеты акций новым владельцам [Голикова и др., 2004].

Приведем пример. На крупном предприятии химической промышленности (с сильным оборонным компонентом), расположенном в Сибири, директор, сконцентрировавший крупный пакет акций в своих руках, в 2004 г. продал его некоей фирме, представлявшей интересы внешней для данного региона бизнес-группы. При этом он, несмотря на пенсионный возраст, продолжал оставаться директором и, судя по всему, рассчитывал пробыть в этой должности еще несколько лет, постепенно передавая дела новым менеджерам. Собственники были заинтересованы в данном управленце. Он обладал хорошими отношениями с региональной администрацией, досконально знал специфику производства и технологии, умел найти общий язык с большим трудовым коллективом и был для федеральных органов гарантом исполнения поставок по их заказам. Получив приличную премию за контроль к цене акций, директор смог сохранить свой статус как руководителя, чего в одночасье лишился бы при враждебном поглощении.

Факторы выбора формы контроля с отделением собственности от управления

Наличие разнообразных способов корпоративного контроля дает доминирующему собственнику возможность выбора. Какие условия деятельности компаний способствуют или препятствуют выбору в пользу наемного менеджмента, движению к отделению функции управления от владения? По нашему мнению, наряду с историческими предпосылками это факторы корпоративного управления и корпоративного менеджмента в компаниях, а также развитость рынка управленческого труда. Введем индикаторы измерения названных факторов, опираясь на данные опроса, и сформулируем дополнительные гипотезы для последу-

ющей эмпирической проверки. При этом мы априори предполагаем, что эти индикаторы стоит использовать как предикторы выбора в нашей модели.

Корпоративное управление и отношения собственности

Непосредственное участие собственника в управлении на основе формального контракта — инструмент защиты прав собственности от оппортунистического поведения менеджеров в условиях слабых институтов. Возможны иные инструменты контроля. К сожалению, не все они могут быть отражены в формализованном опросе, более того, иногда трудно трактовать те или иные переменные как предпосылку выбора, они могут быть его следствием.

Основной индикатор — включение предприятий в группы компаний, что дает возможность приглашения наемного менеджмента на предприятия — рядовые члены бизнеса, организованного в виде группы юридических лиц. При этом управляющие компании и предприятия, не входящие в группы, будут менее склонны к отделению владения от управления.

Крайне высокая концентрация капитала, которая позволяет легитимно захватить органы управления обществом, также может быть использована как субститут отделения функции управления от владения. При этом в условиях более низкой концентрации совмещение дает возможности упрочения контролирующих позиций акционеров, дополняя тем самым отношения собственности.

Еще один механизм (субститут) — это непрозрачность собственности, скрытость конечного владельца, которая в российских условиях может быть отражена долей владения различных юридических лиц в капитале предприятия.⁴

Наличие особых собственников — государства или иностранных инвесторов —

также повышает шансы выбора разделения функций.⁵ В этом же направлении должна действовать и степень публичности компании. Открытые АО и компании, чьи ценные бумаги представлены на биржевых площадках, должны быть более предрасположены к привлечению наемных менеджеров: ведь это может стать позитивным сигналом для мелких инвесторов к приобретению бумаг компании.

Что касается характеристик внутренних механизмов корпоративного управления (например, состава Совета директоров компании и практики его работы), то ранее мы показали, что для АО с разделением функций, по сравнению с остальными, в структуре Совета директоров почти в два раза выше доля голосов представителей крупных внешних акционеров (51 против 25%) и независимых директоров (9 против 5%), а при этом в два раза ниже — менеджеров компании (26 против 55%) [Долгопятова, 2007]. Однако подобные характеристики, по нашему мнению, скорее являются следствием выбора наемного менеджмента, необходимым для осуществления его мониторинга. Поэтому, несмотря на наблюдаемую связь, мы не включили эти характеристики в число объясняющих переменных.

Исторические предпосылки

Ваучерная приватизация способствовала наделению акциями работников предприятий и создала предпосылки для передела собственности. Директорский корпус обладал весомыми информационными и организационными преимуществами по сравнению с иными потенциальными собственниками в приобретении акций предприятия, причем использовал для этого и его активы, выведенные предварительно в теневой оборот [Долгопятова, 2001].

⁴ Отчасти подобное владение есть индикатор участия предприятий в холдинге, однако оно может иметь и самостоятельное значение.

⁵ Наличие иностранного инвестора может характеризовать и непрозрачность владения, но на формулировку количественной гипотезы это не влияет.

Для АО, созданных в ходе приватизации, вероятность совмещения позиции менеджера и статуса акционера в одном лице может быть выше, чем в новом бизнесе или обществах, прошедших реорганизацию. Вместе с тем прошло уже столько лет интенсивного передела собственности после завершения приватизации, что ее влияние вполне могло сгладиться.

Корпоративный менеджмент

Сложные условия деятельности часто требуют профессиональных управленческих навыков и знаний. Размеры компании и ее отраслевая принадлежность — косвенные индикаторы сложности управления. Чем выше численность занятых на предприятии, тем больше специальных компетенций необходимо для управления им. Что касается специфики производства и отраслевых рынков, то, к сожалению, наличие только укрупненной отраслевой классификации не позволяет четко выделить такие производства. С определенной долей условности более организационно- и производственно-сложным следовало бы считать сектор связи, а также отрасли машиностроения, химической и нефтехимической промышленности.

Сложность управления могут характеризовать особенности системы и методов управления, в частности — использование методов стратегического планирования, ставшего необходимым в условиях удлинения горизонта принятия решений в 2000-е гг. [Яковлев, 2003б]. Индикатором уровня стратегического планирования была выбрана длительность горизонта принятия решений в компании свыше 3 лет, при которой должны возрасти шансы привлечения наемных менеджеров.⁶

Особое место в контексте управления предприятием занимает его реструктуризация. В [Шекшня, Кетс де Врис, 2007]

⁶ Стимулом к приглашению новых менеджеров (смене менеджмента) является, безусловно, и неэффективное управление, однако в рамках одного опроса трудно предложить адекватные индикаторы его измерения.

справедливо отмечается, что ее проще осуществить при наличии единого центра принятия решений, когда владелец и первый руководитель — одно лицо.⁷ Для оценки реструктуризационной активности опрос в принципе дает следующие индикаторы, характеризующие развитие предприятий за четыре года (2001–2004 гг.): ввод новых мощностей, внедрение новых технологий, освоение новой продукции, а также осуществление затрат на НИОКР.

Индикатор освоения продукции, как показали многие предшествующие исследования, не является работоспособным показателем реструктуризации, поскольку под новой продукцией респонденты часто понимают небольшие усовершенствования в прежнем ассортименте. Как правило, к подобной мере прибегает подавляющее большинство предприятий — от двух третей до трех четвертей. В то же время некоторым предприятиям в силу отраслевой специфики могут быть и не нужны новые продукты. Поскольку введение новых мощностей и новых технологий — сильно коррелированные переменные, то в анализе будет оставлена только вторая из них как более комплексная характеристика реструктуризации.

Особое место занимает факт проведения НИОКР в компаниях. С одной стороны, он связан с отраслевой принадлежностью бизнеса и отчасти может говорить о его большей сложности (и тем самым о позитивном влиянии на выбор разделения функций). С другой стороны, в условиях слабо инновационной экономики и падения уровня производства в 1990-е гг. наличие НИОКР может свидетельство-

⁷ Реструктуризация была необходима для подавляющего большинства российских предприятий — как приватизированных, чьи активы формировались еще в условиях планового хозяйства, так и новых, поскольку в реальном секторе они возникали на обломках старых советских предприятий, аккумулируя их активы. Процессы корпоративной интеграции и стали основной формой реструктуризации бизнеса [Радыгин, 2004].

вать об интенсификации процессов производственно-технологической реструктуризации и тем самым — негативно влиять на предпочтение наемных руководителей. На наш взгляд, сегодня пока верна вторая предпосылка и стоит рассматривать факт затрат на НИОКР как индикатор реструктуризации.

Сложность и специфика управления также сопряжены с рыночными условиями: наличием конкуренции, в том числе на глобальных рынках, вовлеченностью предприятий во внешнеэкономическую деятельность. Опрос дает оценки респондентами наличия конкуренции со стороны российских и зарубежных производителей аналогичной продукции из разных стран.⁸

Во многих эмпирических исследованиях именно конкуренция с производителями стран дальнего зарубежья/развитых стран стала индикатором подлинно конкурентного окружения, воздействующего на поведение предприятий. Она заставляет прибегать к современным рыночным методам конкурентной борьбы, в то время как конкуренция с российскими производителями или предприятиями из стран СНГ часто опирается на уже сложившиеся стереотипы деятельности и взаимодействий на рынках (в основном ценовую конкуренцию, использование административного ресурса и т. п.) [Кузнецов, 2005]. Что касается конкуренции с российскими компаниями, то зачастую оценки этого типа конкуренции более субъективны, не находят связи с модернизационным поведением предприятий и фактически отражают не столько конкуренцию, сколько низкий спрос, слабую конкурентоспособность бизнеса (см.: [Авдашева, 2006]). В этом контексте наличие сильной, по мнению респондентов, конкуренции с рос-

сийскими компаниями может свидетельствовать не о конкуренции как таковой, а о том, что бизнес еще не вполне адаптирован к рыночным условиям, его реструктуризация еще не завершена. Кстати, по данным нашего опроса, наличие сильной конкуренции с российскими предприятиями положительно коррелировало с такими первичными мерами реструктуризации, как внедрение новой продукции и новых мощностей. Конкуренция с компаниями развитых стран была связана не только с обновлением продукции, но и с наличием расходов на НИОКР, внедрением новых технологий, а также с проведением сертификации производства по международным стандартам, т. е. с мерами более глубокого реформирования бизнеса.

В качестве основного индикатора конкуренции мы выбрали наличие конкуренции (как сильной, так и умеренной) с компаниями развитых зарубежных стран, предполагая, что оно должно способствовать повышению шансов назначения наемного топ-менеджмента. Что касается конкуренции с российскими предприятиями, то предсказать знак связи затруднительно.

Для оценки вовлеченности предприятий во внешнеэкономическую деятельность выбран индикатор наличия экспорта продукции более 10% годовых продаж, предполагая, что экспорт может потребовать более сложной организации производства, хотя справедливо это только для предприятий обрабатывающих отраслей. Впрочем, налицо и антистимулы: весомые финансовые потоки от экспортной деятельности собственники вряд ли доверят «посторонним».

Рынок управленческого труда

Наряду с условиями деятельности компаний, определяющими спрос на наемных менеджеров, их привлечению способствуют развитие рынка управленческого труда, рост предложения квалифицированных управленческих кадров. К сожалению, адекватно измерить его в рамках опроса крайне трудно, хотя налицо ряд

⁸ Подчеркнем, что, хотя речь идет о внешнем для компании факторе конкуренции на рынке ее продукции, фактически мы располагаем только субъективной оценкой респондентами уровня конкуренции, которая может формироваться под воздействием целого комплекса условий.

сигнальных характеристик: уровень образования директора предприятия и его «происхождение» (внешний управленец или сотрудник данного предприятия), предшествующий опыт работы руководства в западном бизнесе или в органах власти. Однако подобные характеристики вряд ли являются самостоятельными факторами выбора, они скорее могут иметь значение на этапе поиска подходящей кандидатуры (или быть его следствием), но не при принятии принципиального решения акционера об отходе от текущего управления.

Для оценки уровня развития российского рынка труда, учитывая известный факт его регионализации и низкой мобильности рабочей силы, в качестве индикаторов возьмем региональные данные официальной статистики. Можно предположить, что чем выше численность проживаемого населения в пункте расположения предприятия, тем скорее там удастся найти кандидатов на управленческие позиции. Также стоит привлечь оценку уровня средней заработной платы в регионах, используя данные выборочного обследования Росстата по оплате труда руководителей предприятий и организаций [Заработная плата..., 2006]. Ожидается, что чем она выше, тем скорее может быть выбрано разделение функций. Уровень оплаты труда говорит не только о развитии рынка, ведь менеджеры-собственники могут использовать иные каналы получения вознаграждения (предпочесть неформальные способы извлечения теневых доходов или выплату дивидендов).

Эмпирический анализ детерминант выбора в пользу наемного менеджмента

Как отмечалось, наличие акций у генерального директора предприятия могло давать ему серьезные преимущества в принятии решений, тем более что АО с некрупным владением директора отличается более низкой концентрацией собственности. Это подтолкнуло нас к решению про-

вести комплексный анализ факторов с использованием бинарной логистической регрессии, сразу же исключив из выборки группу предприятий с участием директора в капитале. Поэтому в качестве зависимой переменной выступает вероятность выбора формы контроля с отделением управления от владения, принимающая значение «1» в случае разделения и «0» — когда крупные акционеры являются топ-менеджерами компаний. Сопоставление АО по значениям основных индикаторов, которые, по нашим предположениям, могут влиять на выбор конфигурации контроля, проведено в табл. 5 (в скобках даны названия тех переменных, которые были включены в регрессионный анализ).

При анализе парных зависимостей мы получили ожидаемые результаты, хотя не всегда связи оказались значимыми. Так, незначимыми были наличие экспорта и размеры поселения (эти переменные в регрессию не включены), а также численность занятых в компании, доля владения государства и региональный уровень заработной платы. Как и ожидалось, в секторе связи чаще встречается разделение (хотя это не только вопрос сложности управления, ведь связь — это сектор с высоким участием государства и рыночным регулированием). Что касается отраслей промышленности, то значимо чаще отделение встречалось в ТЭК (также отрасль со значимым участием государства и регулированием), химии и нефтехимии.

Отрицательная связь разделения функций с наличием сильной конкуренции с российскими компаниями, видимо, объясняется упомянутой выше особенностью ее субъективных оценок. Роль конкуренции с развитыми странами соответствовала нашим предположениям, хотя и не была значимой на 10%-м уровне.

Оценка логит-модели выбора проведена по всем АО (выборка I) и по АО с исключением предприятий связи и ТЭК в силу их специфики (выборка II). Исходя из того, что выбор — это прерогатива контролирующего владельца, мы также

рассмотрели только те акционерные общества, в которых сложился контролирующий собственник (выборка III представляет все отрасли, в выборке IV исключены ТЭК и связь). Ведь при необходимости поиска компромиссов или учета интересов разных акционеров могут действовать факторы, которые не вовлечены в нашу модель и не поддаются формализации.

Были построены две модели с разным определением величины государственного пакета акций: в модели А этот пакет посчитан как сумма владения федеральных и региональных/местных органов, а в модели В эти типы владения разделены.

В табл. 6 представлены результаты расчетов с включением введенных ранее индикаторов (приведены только знаки значимого влияния на шансы выбора для переменных). В основном в модели вошли дамми-переменные. Для отраслевой принадлежности (INDUSTRY) взяты все 9 отраслей (7 для выборок II и IV), причем базовой категорией выступает сектор связи (отрасль промышленности строительных материалов). Для концентрации собственности в качестве базовой категории рассматривается АО с высоким уровнем концентрации. Количественная переменная численности занятых в компании прологарифмирована.

На различных выборках получены схожие оценки параметров выбора формы контроля. Устойчиво значимое влияние присуще характеристикам собственности и корпоративного управления: шансы выбора разделения функций повышались в открытых АО, при увеличении доли акций в руках у юридических лиц, иностранных инвесторов и органов власти всех уровней, а при среднем уровне концентрации акционерного капитала — уменьшались (только в случае отраслей промышленности без ТЭК). Положительное влияние продемонстрировало и наличие конкуренции с компаниями развитых рыночных экономик. Шансы использования наемного менеджмента уменьшались для компаний, проходящих реструк-

туризацию, испытывающих сильную конкуренцию с российскими компаниями и относящихся к приватизированным предприятиям.

Также во всех спецификациях и выборках устойчиво и весомо влияние интеграции: принадлежность предприятия к независимому бизнесу существенно снижает шансы привлечения наемных управленцев. Если в целом в 456 рассматриваемых АО 38% компаний работали в условиях разделения функций, то в независимом бизнесе — менее 28%, а в АО, бывших частью холдинга, — почти 58% предприятий. Это результат, свидетельствующий о том, что защита прав собственности — ведущий фактор выбора. Поэтому модель А была протестирована по отдельности в компаниях, представляющих соответственно бизнес (подвыборка 1) или его часть (подвыборка 2), чтобы оценить возможное влияние одних и тех же факторов на юридические лица разного типа.

Одинаковые спецификации для этих групп (с включением индикатора принадлежности предприятия к управляющим компаниям) продемонстрировали существенную разницу в роли тестируемых независимых переменных (табл. 7). История формирования компании перестала оказывать влияние при разбиении выборки на два типа объектов. Если для бизнеса выбор формы контроля остался под весомым влиянием факторов собственности и корпоративного управления, то для предприятий, входящих в холдинги, сохранилось лишь положительное влияние величины владения юридических лиц и (при исключении ТЭК и связи) иностранных инвесторов. Напомним, что владение юридических лиц, а отчасти и иностранных инвесторов мы ранее трактовали как способ снижения прозрачности собственности, который используется конечными владельцами предприятий в качестве дополнительного способа защиты своих прав.

Влияние реструктуризации проявилось для независимого бизнеса и рядовых

Таблица 5
Характеристики АО, в которых наблюдалось/не наблюдалось разделение собственности и управления¹

Характеристика	Да	Нет	Значимость различий ²
Среднее число занятых в АО, человек (SIZE)	1096	2154	0,129
Принадлежность к сектору связи, %	4,7	9,2**	0,035
Принадлежность к открытым АО, % (OPEN_C)	60,2	68,3**	0,048
АО является приватизированным предприятием, % (PRIVATE)	70,0	61,7**	0,040
АО, чьи ценные бумаги представлены на биржах, % (STOCK_M)	7,9	13,3**	0,039
АО представляет автономное предприятие или управляющую компанию холдинга, % (BUSINESS)	77,4	49,1***	0,000
АО представляет управляющую/головную компанию холдинга, % (HOLD_CO)	5,8	4,1	0,367
Средняя доля владения иностранных инвесторов, % (OWN_FOR)	2,4	7,6***	0,000
Средняя доля владения органов власти всех уровней, % (OWN_STATE), в том числе	3,7	7,0	0,620
средняя доля владения федеральных органов, % (OWN_FED)	2,2	4,1	0,792
средняя доля владения региональных и местных органов, % (OWN_REG)	1,4	3,0	0,743
Средняя доля владения юридических лиц, % (OWN_LENT)	11,0	26,3***	0,000
Крупнейший акционер владеет не более 25% акций (CONC_LOW)	9,0	11,4	
Крупнейший акционер владеет пакетом свыше 25 и до 50% (CONC_MED)	20,6	11,0*	0,012
Крупнейший акционер владеет пакетом свыше 50% акций	70,3	77,6***	
АО, осуществившие вложения в НИОКР, % (R&D)	61,0	49,5***	0,007
АО, осуществившие внедрение новых технологий, % (NEW_TECH)	58,2	49,5**	0,042
АО, экспортирующие свыше 10% выпуска, %	22,3	21,8	0,883
АО, испытывающие сильную конкуренцию с российскими предприятиями, % (COMP_RUS)	67,5	55,3***	0,004
АО, испытывающие конкуренцию с развитых рыночных экономик, % (COMP_FOR)	26,6	30,7	0,303
АО с длительностью горизонта планирования свыше 3 лет, % (STRATEG)	22,8	33,5***	0,005
Средняя заработная плата руководителей в регионе размещения АО, тыс. руб. (SAL_SEO)	16,041	16,627	0,121
Средняя численность населения в месте расположения АО, млн чел.	1,066	1,014	0,925

Примечания:

¹ В скобках указаны обозначения переменных, использованных далее в регрессионном анализе.

² Для оценки значимости различий между частотами использованием критерий χ^2 , между средними значениями — Kruskal Wallis test:

*** — значимо на уровне 1%;

** — значимо на уровне 5%;

* — значимо на уровне до 10%.

Таблица 6
 Результаты расчета логит-моделей выбора разделения собственности и управления в АО (метод пошагового ввода)

Выборка Модель	I		II		III		IV	
	A	B	A	B	A	B	A	B
BUSINESS	-***	-***	-***	-***	-***	-***	-***	-***
HOLD_CO							+	+
OPEN_C	+	+	+	+	+	+	+	+
PRIVAT	-**	-**	-**	-**	-*	-*	-*	-*
CONC_MED			-*	-**			-**	-**
OWN_STATE	+		+		+		+	
OWN_FED		+		+				
OWN_FOR	+	+	+	+	+	+	+	+
OWN_LENT	+	+	+	+	+	+	+	+
COMP_RUS	-**	-**	-***	-***	-***	-***	-***	-***
COMP_FOR	+	+	+	+	+	+	+	+
STRATEG	+	+						
R&D	-***	-***	-***	-***	-***	-***	-***	-***
NEW_TECH	-**	-**	-**	-**	-***	-***	-***	-**
SAL_CEO							+	+
INDUSTRY						Да*		
N	456	456	394	394	401	401	352	352
-2Log likelihood	476,68	477,57	385,21	386,51	402,293	393,606	322,944	324,812
R ² Наталькерка	0,326	0,324	0,357	0,354	0,350	0,372	0,386	0,381
Тест модели χ^2	124,585***	123,698***	117,278***	115,979***	117,759***	126,446***	112,721***	110,843***

Примечания:

*** — значимо на уровне 1%;

** — значимо на уровне 5%;

* — значимо на уровне до 10%.

Таблица 7
 Результаты расчета логит-моделей выбора разделения собственности и управления в АО в условиях корпоративной интеграции (метод пошагового ввода)

Выборка	I-1			I-2			II-1			II-2			III-1			III-2		
	A	A	D	A	C	D	A	A	D	A	C	D	A	A	D	A	C	D
Модель																		
OPEN_C							+	+								+		
SIZE							-											+
HOLD_CO																+		
CONC_LOW	+						+											
OWN_STATE	+	+					+	+								+		
OWN_FOR	+	+					+	+								+		
OWN_LENT	+	+					+	+								+	+	+
COMP_RUS	-						-									-		-
COMP_FOR	+						+	+										
STRATEG		+					+	+								+	+	+
R&D	-	-					-	-								-	-	-
NEW_TECH		-					-	-								-	-	-
SAL_SEO		+					+	+								+	+	+
SIZE_HOLD	XXXX						XXXX	XXXX								XXXX	XXXX	XXXX
IND_VERT	XXXX						XXXX	XXXX								XXXX	XXXX	XXXX
IND_CONG	XXXX						XXXX	XXXX								XXXX	XXXX	XXXX
N	313	143	143	143	143	139	291	103	103	103	100	273	128	128	128	125	125	125
-2Log likelihood	307,77	159,491	150,291	138,480	0,354	0,401	270,919	116,397	97,636	73,135	251,365	133,697	122,209	106,697	106,697	106,697	106,697	106,697
R ² Нагелькерка	0,247	0,288	0,354	0,401	0,354	0,401	0,263	0,281	0,458	0,628	0,253	0,361	0,454	0,526	0,526	0,526	0,526	0,526
Тест модели χ^2	58,318***	34,856***	43,556***	48,937***	43,556***	48,937***	56,908***	24,200***	42,960***	62,923***	50,627***	39,949***	51,436***	61,556***	61,556***	61,556***	61,556***	61,556***

Примечания:

*** — значимо на уровне 1%;

** — значимо на уровне 5%;

* — значимо на уровне до 10%.

членов холдинга, но в последнем случае работали оба индикатора (и наличие расходов на НИОКР, и факт внедрения новых технологий), к которым добавилось влияние использования стратегического планирования. Конкуренция с зарубежными производителями всегда оказывала положительное влияние в случае независимого бизнеса, а в отраслях промышленности без учета ТЭК — и участников холдинга. Конкуренция с российскими производителями всегда была значимой для независимого бизнеса, а иногда и для членов холдинга. И только для рядовых членов холдинга проявилось положительное влияние рынка труда, в основном оно обусловлено наличием предприятий ТЭК и связи. Естественно, что крупным холдингам этих отраслей при найме работников приходится учитывать состояние регионального рынка труда.

Дополнительно для рядовых членов бизнес-групп были рассчитаны еще две модели, учитывающие масштабы и структуру всей группы компаний. Для оценки сложности управления в ней в модель С включен индикатор отраслевой диверсификации (принадлежность к вертикально-интегрированному холдингу IND_VERT или конгломерату IND_CONG, тогда как вхождение в объединение горизонтального типа стало базовой категорией), а в спецификацию D еще добавлена переменная размера группы компаний (SIZE_HOLD, логарифм числа юридических лиц, входящих в холдинг). Включение этих индикаторов в модель позитивно влияет на шансы выбора разделения функций владения и управления и повышает ее объясняющую роль, сохраняя устойчивость основных зависимостей.

Заключение

Наше обследование подтвердило, что в результате интенсивного передела собственности в российских АО сложился высокий уровень концентрации акционерного капитала. Подавляющее боль-

шинство компаний находится под контролем одного или консолидированной группы собственников, и этот контроль, как правило, основан на концентрированном владении. Крупные акционеры не только определяют пути развития компании, но и формируют органы управления обществом и выбирают инструменты внутрикорпоративного контроля. Прерогатива доминирующих акционеров — это решение о том, в какой форме они будут участвовать в управлении, какие управленческие полномочия будут переданы наемным менеджерам, а какие сохранятся за собственниками.

Сегодня в российских компаниях преобладает совмещение владения и контроля через практику непосредственного выполнения крупными акционерами функций управления. Совмещение становится дополнительным инструментом контроля, усиливающим влияние основного инструмента — уровня концентрации капитала. В то же время интеграционные процессы способствуют постепенному отделению управления от владения, т. е. акционерные связи между членами бизнес-группы позволяют отказаться от этой практики.

Подводя итоги количественного анализа факторов выбора формы контроля, следует признать, что основная гипотеза и большинство частных предположений относительно влияния тех или иных факторов нашли свое подтверждение на разных выборках и спецификациях моделей. Действительно, в российских АО существенный вклад в повышение шансов привлечения наемных менеджеров внесли факторы собственности и корпоративного управления, а среди них — именно переменные, «ответственные» за защиту прав собственности. Налицо были различия в выборе собственников в АО, представляющих независимый бизнес (автономные предприятия и управляющие компании), по сравнению с предприятиями — членами групп компаний.

Другой важный результат: интеграционные процессы стали существенным

признаком, предопределившим различия в роли многих рассмотренных факторов выбора форм организации корпоративного контроля с разделением владения и управления для юридических лиц разных типов. Для объектов, представляющих независимый бизнес или его часть, роль совокупности предложенных индикаторов проявилась по-разному. В автономных предприятиях и управляющих компаниях, где предпочитается прямое участие акционеров в управлении, приходу наемных менеджеров наряду с особенностями структуры капитала способствует наличие конкуренции с компаниями развитых стран, т. е. очевидна роль как индикаторов собственности, так и глобализации рынков. При вхождении АО в группы компаний существенное негативное влияние при выборе формы организации контроля с разделением функций принадлежит факторам корпоративного менеджмента и реструктуризации, причем ярко проявляется роль сложности управления всей группой компаний. Также внутри холдингов сохраняется влияние некоторых индикаторов структуры собственности (участия иностранных акционеров и российских юридических лиц), выступающих характеристиками непрозрачности владения как дополнительного элемента защиты крупных акционеров, т. е. самого холдинга.

В то же время не подтвердились все предположения о возможной роли степени открытости компаний. Да, факт принадлежности к ОАО продемонстрировал предсказанное ранее позитивное влияние на выбор формы контроля с отделением управления от владения (как для всех предприятий выборки, так и для тех, кто представлял только независимый бизнес). Вместе с тем для более прозрачных компаний, чьи акции или облигации выведены в биржевой оборот, не было значимых предпочтений при выборе формы контроля.

В целом совокупность характеристик, учитывающих особенности корпоративно-

го менеджмента, была весома и значима. Мы увидели негативное влияние реструктуризации на шансы выбора наемных руководителей вне зависимости от вовлечения АО в интеграционные процессы. Глобализация (наличие конкуренции с зарубежными производителями, осложняющей условия функционирования компаний) способствовала привлечению наемных руководителей. Не обнаружено устойчивого влияния размера предприятия на организацию корпоративного контроля (численность занятых тесно коррелирует с организационно-правовой формой компании, последний индикатор и включает влияние размеров).

Определенной загадкой остается сильная конкуренция с российскими производителями: негативное влияние этого индикатора на выбор наемного менеджмента характерно как для всех компаний выборки, так и для АО, отнесенных к независимому бизнесу. Наличие такой конкуренции может фактически свидетельствовать о незавершенности реструктуризации предприятий, поскольку отчасти говорит об условиях работы на относительно конкурентных рынках, не требующих при этом особых компетенций.

Таким образом, отход акционеров от непосредственного участия в исполнительном управлении наиболее вероятен для акционерных обществ, входящих в бизнес-группы в качестве их рядовых членов, уже завершивших реструктуризацию и столкнувшихся с давлением конкуренции с компаниями из передовых экономик. Хотя эти общества чаще относятся к открытым, однако структура владения в них остается менее прозрачной, поскольку (наряду с наличием более крупных пакетов акций в руках государства) они характеризуются и более весомым участием российских юридических лиц и иностранных инвесторов в капитале.

Куда двинутся российские компании в будущем — останутся ли собственники управляющими, или они обратят свои взгляды на рынок труда в поисках наем-

ных топ-менеджеров? В перспективе можно с уверенностью предсказать завершение реструктуризации наследия плановой экономики и ужесточение конкуренции на глобализующихся рынках на фоне сглаживания влияния приватизации и неизбежного отхода от дел поколения «красных директоров», а тем самым — усиления стремления к профессионализации управленческой деятельности и поиску лучших менеджеров. Перекроют ли потери от «самоуправления» компаниями выигрыши от минимизации рисков оппортунистического поведения менеджмента? Судя по всему, наличие альтернативного механизма контроля посредством интеграции уже сделало эти величины сопоставимыми. Однако для акционеров юридических лиц, представляющих независимый бизнес, по-прежнему весомы

риски ущемления прав собственности и плохого корпоративного управления. Прогнозировать ситуацию с защитой прав собственности более трудно. Однако налицо определенное улучшение корпоративного управления в 2000-е гг., и можно ожидать определенного сохранения этой тенденции в перспективе, опираясь на мнение авторитетных экспертов [Яковлев, Данилов, 2007]. Стимулы для улучшения внутрикорпоративной практики объясняются и растущей потребностью бизнеса в инвестициях в условиях усиления конкуренции. Более того, мы трактуем переход к привлечению наемных руководителей как раз как одну из черт продолжающегося улучшения корпоративного управления, которое подталкивает компании к налаживанию стандартных внутрикорпоративных процедур.

ЛИТЕРАТУРА

- Авдашева С. Б. 2005. Бизнес-группы как форма реструктуризации предприятий: движение вперед или шаг назад? *Российский журнал менеджмента* 3 (1): 3–26.
- Авдашева С. Б. 2006. Стимулы и результаты интеграционных процессов, или почему предприятия присоединяются к бизнес-группам. В кн.: Долгопятова Т. Г. (ред). *Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях*. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», № 180. М.: МОНФ, АНО «Проекты для будущего: научные и образовательные технологии»; 157–181.
- Голикова В. В., Долгопятова Т. Г., Симачев Ю. В., Яковлев А. А. 2004. Инсайдеры, аутсайдеры и хорошее корпоративное управление: российский опыт. В сб.: Ясин Е. Г. (ред). *Материалы 5-й Международной конференции ГУ–ВШЭ «Конкурентоспособность и модернизация экономики»*. Кн. 1. М.: ГУ–ВШЭ; 365–376.
- Гуриев С. М., Лазарева О. В., Рачинский А. А., Цухло С. В. 2003. *Корпоративное управление в российской промышленности*. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», № 149. М.: МОНФ, ЦЭФИР.
- Дерябина М. 2001. Реструктуризация российской экономики через передел собственности и контроля. *Вопросы экономики* (10): 55–69.
- Долгопятова Т. Г. 2001. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования). *Вопросы экономики* (5): 46–60.
- Долгопятова Т. Г. 2004. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов. *Российский журнал менеджмента* 2 (2): 3–26.
- Долгопятова Т. Г., Ивасаки И. 2006. *Исследование российских компаний: первые итоги совместного российско-японского проекта*. Препринт WP1/2006/01. М.: ГУ–ВШЭ.

- Долгопятова Т. Г. 2007. Происходит ли отделение собственности от управления в российских компаниях? В сб.: Ясин Е. Г. (ред). *Материалы 7-ой Международной конференции ГУ–ВШЭ «Модернизация экономики и государство»*. Кн. 3. М.: ГУ–ВШЭ; 87–97.
- Заработная плата работников в Российской Федерации. 2006. *Статистический бюллетень* № 9 (130). М.: Росстат; 112–114.
- Кабалина В. И. (ред.). 2005. *Практики управления персоналом на современных российских предприятиях*. М.: Институт сравнительных исследований трудовых отношений.
- Капелюшников Р. И. 2005. *Концентрация акционерной собственности и корпоративное управление*. Препринт WP1/2005/03. М.: ГУ–ВШЭ.
- Капелюшников Р. И., Демина Н. В. 2005а. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий. *Вопросы экономики* (2): 53–68.
- Капелюшников Р. И., Демина Н. В. 2005б. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства Российского экономического барометра. *Российский журнал менеджмента* 3 (3): 27–42.
- Кузнецов Б. В. 2005. Влияние конкуренции на процессы модернизации и реформирования российских промышленных предприятий (опыт эмпирического анализа). В кн.: Авдашева С. Б., Тамбовцев В. Л. (ред.). *Влияние конкуренции и антимонопольного регулирования на процессы экономической модернизации*. М.: ТЕИС; 44–85.
- Муравьев А. А. 2003. Обновление директорского корпуса на российских приватизированных предприятиях. *Российский журнал менеджмента* 1 (1): 77–90.
- Радыгин А. Д., Энтов Р. М. 2001. *Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ*. Научные труды ИЭПП № 36. М.: ИЭПП.
- Радыгин А. Д. 2004. Эволюция форм интеграции и управленческих моделей: опыт крупных российских корпораций и групп. *Российский журнал менеджмента* 2 (4): 35–58.
- Стиглиц Дж. 2001. Quis custodiet ipsos custodiet? Неудачи корпоративного управления при переходе к рынку. *Экономическая наука современной России* (4): 108–146.
- Шекшня С., Кетс де Врис М. 2007. Мнимый уход. *Эксперт* (5): 34–41.
- Яковлев А. А. (ред.). 2003а. *Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе*. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», № 148. М.: МОНФ, АНО «Проекты для будущего: научные и образовательные технологии».
- Яковлев А. А. 2003б. Спрос на право в сфере корпоративного управления: эволюция стратегий экономических агентов. *Вопросы экономики* (4): 37–50.
- Яковлев А. А. 2004. Обучение действием. *Эксперт* (3): 44.
- Яковлев А. А., Данилов Ю. А. 2007. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование. *Российский журнал менеджмента* 5 (1): 3–34.
- Ясин Е. Г. (ред.). 2004. *Структурные изменения в российской промышленности*. М.: ГУ–ВШЭ.
- Andreff W. 2005. *Corporate Governance Structures in Postsocialist Economies: Toward a Central Eastern European Model of Corporate Control*. EACES Working paper No. 4 (May). <http://www.eaces.org>

Статья поступила в редакцию
28 мая 2007 г.