

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

Т.Г. Долгопятова

**СТАНОВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНОГО
СЕКТОРА И ЭВОЛЮЦИЯ
АКЦИОНЕРНОЙ СОБСТВЕННОСТИ**

Препринт WP1/2003/03

Серия WP1

Институциональные проблемы
российской экономики

Москва
ГУ ВШЭ
2003

УДК 330.341.2
ББК 65.011
Д64

Д64 Долгопятова Т.Г. Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. Препринт WP1/2003/03 — М.: ГУ ВШЭ, 2003. — 44 с.

В работе охарактеризованы границы корпоративного сектора в экономике России и направления эволюции акционерной собственности. Определен круг объектов, относящихся к корпоративной экономике, показаны их качественные особенности и роль в народном хозяйстве. Выявлены тенденции перераспределения корпоративной собственности в пореформенное десятилетие, ее особенности и институциональные предпосылки произошедших перемен. При этом анализ опирается на количественные оценки изменения структур корпоративной собственности и роста ее концентрации, соотношения источников финансирования бизнеса. Эти оценки получены путем сопоставления данных статистики и различных выборочных обследований акционерных обществ, проведенных ГУ ВШЭ, Бюро экономического анализа и другими аналитическими организациями в 1999—2003 гг. В работе также обсуждаются ограничения действующих методов статистического наблюдения и эмпирических обследований для изучения отношений собственности и корпоративного контроля.

УДК 330.341.2
ББК 65.011

Dolgopyatova T.G. Emerging of corporate sector and the evolution of stock ownership. Working paper WP1/2003/03 — Moscow: State University — Higher School of Economics, 2003. — 44 p. (in Russian).

Публикация подготовлена в рамках проекта “Инсайдеры, аутсайдеры и хорошее корпоративное управление в переходных экономиках: Россия и Болгария”, выполняемого в 2003 г. Институтом анализа предприятий и рынков ГУ ВШЭ совместно с Центром сравнительных исследований (София, Болгария) и доктором Т. Фраем (университет штата Огайо). Руководитель проекта — к.э.н. А. Яковлев.

Данный проект реализуется при поддержке Программы регионального партнерства независимых аналитических центров (Think Tanks Regional Partnership), финансируемой за счет средств, предоставленных Агентством по международному развитию США.

Препринты ГУ ВШЭ размещаются на сайте:
<http://www.hse.ru/science/preprint/>

© Долгопятова Т.Г., 2003
© Оформление. ГУ ВШЭ, 2003

ВВЕДЕНИЕ¹

Недавно исполнилось 10 лет российскому ваучеру. Отчасти благодаря этому событию, в экономических исследованиях чрезвычайную популярность приобрели работы, ориентированные на исследование проблематики корпоративного управления в российской переходной экономике, ее взаимосвязей со становлением отношений собственности (Радыгин, Энтов, 1999; Долгопятова, 2001; Российская промышленность, 2002; Яковлев, 2003; Berglof, von Tadden, 2001; Black, et.al., 2000; Fox, Heller, 1999). Начиная с середины 1990-х гг. целый ряд эмпирических обследований также специально фокусировал внимание на изучении корпоративной собственности и контроля на предприятиях.

Термин “корпоративное управление” (КУ) охватывает отношения между различными участниками деятельности корпораций. Известно, что используется он в различных трактовках:

- наиболее узкая (и теоретически строгая) — это трактовка КУ как системы взаимоотношений между акционерами и менеджерами предприятия, направленной на защиту интересов акционеров от оппортунистического поведения менеджмента. В этом контексте основное внимание уделяется реализации прав собственности в корпоративном контроле и правам контроля (разделению прав между собственниками и менеджментом);
- более широкая трактовка обращает внимание на систему взаимоотношений менеджеров со всеми финансовыми инвесторами, куда входят акционеры и кредиторы (включая владельцев иных ценных бумаг корпорации), а тем самым — и на проблему финансирования бизнеса;
- наиболее широкая трактовка включает в число участников так называемых “стейкхолдеров” (влиятельных лиц, финансовых и нефинансовых инвесторов), имеющих в корпорации свои интересы и влияющих на ее деятельность.

¹ Автор выражает благодарность Программе регионального партнерства независимых аналитических центров за поддержку данной работы, а также А. Асписову и Б. Кузнецову за предоставленные материалы и важные комментарии. Однако Программа и коллеги не несут ответственности за содержание данной работы.

В настоящей работе предполагается рассмотреть процессы становления и развития акционерной собственности и ее влияния на формирование корпоративного контроля на микроуровне. При этом особенность данной работы — это ориентация, прежде всего, на количественные аспекты этих процессов, то есть на имеющиеся эмпирические свидетельства, иллюстрирующие те или иные качественные суждения. Именно поэтому специально обсуждается вопрос о полноте и достоверности данных и их доступности применительно к статистическим показателям и результатам формализованных опросов.

Как отмечено в (Радыгин, 2002), национальные особенности корпоративного управления тесно связаны со следующими экономическими основаниями: сформировавшимся типом финансовой системы; соотношением (разделением) собственности и контроля; источниками финансирования бизнеса. Соответственно, эмпирическим отражением этих вопросов на микроуровне являются: сложившиеся структуры акционерной собственности и корпоративного контроля, степень концентрации собственности и контроля в компаниях, а также соотношение разных источников инвестиций для развития бизнеса. При этом особое внимание стоит уделить роли рынка ценных бумаг как макроэкономического механизма обеспечения инвестиций, с одной стороны, и внешнего механизма корпоративного управления — с другой.

Анализ начинается с выделения круга объектов, относящихся к корпоративному сектору, источников его формирования и его роли в экономике. Основная часть работы сосредоточена на изучении процессов, происходящих внутри корпоративного сектора. Здесь анализируются тенденции в перераспределении структуры акционерной собственности, факторы и стимулы подобных изменений, а также роль основных участников корпоративного управления. Обоснован вывод о становлении модели концентрированной инсайдерской собственности, показано ее влияние на складывающийся корпоративный контроль и финансирование развития компаний, включая соотношение собственных и привлеченных средств, в частности, долгового и долевого способов финансирования инвестиций.

Источники информации — официальные данные статистики и других ведомств, а также материалы формализованных (анкетных) обследований независимых аналитических организаций, включая и результаты наших исследований в ГУ ВШЭ, выполненных в 1999—2003 г. В основном внимание концентрируется на количественных данных, характеризующих процессы после кризиса 1998 г. Поставлена задача собрать воедино разнообразные информационные источники и известные обследования, а при анализе по возможности обеспечить их сопоставимость.

1. КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКТОР: КОЛИЧЕСТВЕННАЯ И КАЧЕСТВЕННАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА

1.1. Особенности формирования и статистического наблюдения

В экономических исследованиях обычно выделяют частный и государственный сектор, в то же время можно говорить о “секторе” экономики, включающем круг компаний (корпораций), к которым применимо понятие корпоративного управления.

Если теоретически основная проблема корпоративного управления связана с разделением собственности и управления в компании и/или с неполнотой контрактов, то практически на микроуровне она сводится к установлению баланса интересов между всеми заинтересованными его участниками. Эта проблема возникает при рассмотрении акционерной собственности в отличие от индивидуальной частной собственности, а задача согласования интересов участников рассматривается в контексте специального правового регулирования корпоративных отношений.

Главный источник формирования корпоративного сектора в российской переходной экономике — массовая (ваучерная) приватизация, проведенная в 1992—1994 г. Она создала предпосылки для становления корпоративного сектора, определила на долгие годы особенности перераспределения собственности и корпоративного контроля на российских предприятиях, соответственно — и пути развития национальной модели корпоративного управления. Целый ряд работ российских и зарубежных экспертов был посвящен анализу этого влияния (Долгопятова, 2000; Радыгин, Энтов, 2001; Black et.al., 1999 и др.).

Наряду с приватизацией, которая с середины 1990-х гг. продолжается в форме штучных продаж предприятий, формирование корпоративного сектора шло под влиянием и других процессов:

- создания нового бизнеса (start-up) в форме акционерных обществ;
- реорганизаций приватизированных и частных предприятий (слияния, разъединения, выделения и др.), в ходе которых создаются и исчезают корпорации.

Основы законодательства, регулирующего корпоративные отношения, были заложены с принятием Части 1 Гражданского кодекса РФ (принят в октябре 1994 г., введен в действие с 1995 г.) и Федерального закона “Об акционерных обществах” (№ 208-ФЗ от 26 декабря 1995 г.). В данный закон вносились поправки в 1996 и 1999 гг., а существенные изменения — в 2001 г. (новая редакция закона была введена в действие с начала 2002 г.). Часть от-

ношений в данной сфере подпадает также под действие законодательства, регулирующего рынки ценных бумаг, приватизационного законодательства и иных нормативно-правовых актов. Эксперты насчитывают до 1500 законов и нормативных актов, определяющих правила и нормы корпоративного управления.

В российской экономике в соответствии с законом действуют две основные формы акционерного общества (АО) — открытое акционерное общество (ОАО) и закрытое акционерное общество (ЗАО). Основное отличие ЗАО — наличие ограничений на свободное обращение акций.

При создании ЗАО действующим законодательством установлены следующие ограничения: 1) число учредителей (акционеров) ЗАО не должно превышать 50; 2) АО с участием государства (Российской Федерации, органов исполнительной власти субъектов Российской Федерации) или органов местной власти создаются только в форме открытых обществ. Данные ограничения, однако, не распространяются на созданные до момента их принятия ЗАО.

Отметим также еще одну форму акционерного общества — ЗАО работников или народное предприятие. Эта форма получила право на жизнь с принятием Федерального закона “Об особенностях правового положения акционерных обществ работников” (№ 115-ФЗ от 19 июля 1998 г.). Хотя она относится к ЗАО, но на обращение акций народных предприятий установлены существенные ограничения, в частности, не разрешается одному работнику иметь более 5% акций предприятия. Некоторые эксперты оценивают эту форму как позитивное развитие внутрикорпоративных отношений, желательное направление приватизации предприятия и барьер от криминальных посягательств (Зимица, 2002; Рудык и др., 2001). Другие (и мы в том числе) считают эту форму способом защиты от сторонних инвесторов и легального замораживания особых прав менеджмента. Вне зависимости от оценок, на практике число народных предприятий крайне мало (исчисляется на уровне 100) и остается “исключением”, или, как отмечено в (Российская промышленность, 2002, глава 2), юридическим казусом, принятие которого вызвано политическими причинами.

В состав корпоративного сектора, таким образом, входят предприятия двух организационно-правовых форм — ОАО и ЗАО. Однако необходимо сделать два замечания о природе корпоративного контроля, которые корректируют этот формальный подход.

Во-первых, в результате постприватизационного перераспределения собственности и реорганизации систем контроля над предприятиями в российской экономике создавались и множились различные управляющие (холдинговые) компании, обычно в форме обществ с ограниченной

ответственностью (ООО). Им передавались в управление или переводились в их собственность крупные, зачастую контрольные пакеты акций ОАО и ЗАО. Подобным образом поступают частные предприниматели, формирующие свои бизнес-группы, а также государство, создающее интегрированные холдинги или передающее свои акции в доверительное управление.

Во-вторых, многие открытые АО, возникшие как в ходе приватизации, так и особенно “с нуля”, контролируемые одним человеком (узкой группой лиц), превратились или сразу создавались как индивидуальный, семейный бизнес. Это относится, в первую очередь, к малым и средним предприятиям, хотя затронуло и компании с числом занятых свыше 500 человек. Формально они имеют корпоративную форму организации, но по характеру и целям своей деятельности, по внутрикорпоративным отношениям и управленческой культуре таковыми не являются.

Еще одна особенность российского корпоративного сектора — наличие весомого числа АО с государственным (Российская Федерация, субъекты Российской Федерации) или муниципальным участием. Во многих обществах государство владеет 100% капитала или контрольным пакетом акций. Кроме того, существует предусмотренное законодательством специальное право — “золотая акция”. Она находится в федеральной собственности и дает возможность “вето” собственника на стратегические решения в управлении акционерными обществами.

К сожалению, далеко не все из названных процессов становления корпоративного сектора и его особенностей поддаются количественным оценкам, в том числе и из-за сложившейся практики статистического наблюдения (Вставка 1). Недаром в экономической литературе есть примеры сравнительных исследований частного и государственного секторов, что позволяет статистика (Алимова и др., 1997; Радыгин, Энтов и Юдин, 2001), но отсутствуют оценки и сопоставления, характеризующие корпоративные формы бизнеса.

Создание новых юридических лиц фиксируется Единым государственным регистром предприятий и организаций (ЕГРПО), но поскольку отлаженных механизмов его обновления нет, то в нем содержится высокая доля “мертвых душ” (составляющая, по разным оценкам, до половины от числа предприятий), причем год от года ее удельный вес растет. Данные ЕГРПО за 1993—2003 гг. (Российский статистический ежегодник, 2002; Социально-экономическое положение России, 2003) показывают, что новые предприятия и организации интенсивно создаются, но редко ликвидируются. Так, в экономике в целом в конце 1990-х — начале 2000-х гг. прирост числа предприятий с учетом зарегистрированного выбытия составлял примерно 7—8%, а в промышленности — 4—5% в год. Сопостав-

Вставка 1 Статистическое наблюдение за ходом институциональных преобразований и отношениями собственности

Госкомстат России собирает и публикует данные о ходе приватизации в экономике в целом и в промышленности, о сохраняющемся государственном участии в создаваемых ОАО. Однако эти данные относятся к определенному году (периоду времени), а последующие изменения и реорганизации уже не фиксируются.

Госкомстат России поддерживает Единый государственный регистр предприятий и организаций. При этом регулярно публикуемые сведения характеризуют общее число предприятий и организаций, записанных в Регистре, в разрезе отраслей экономики, форм собственности и организационно-правовых форм. Однако данные Регистра недостоверны. Он содержит сведения на момент регистрации предприятия в органах государственной статистики и не учитывает его реорганизаций за исключением официальной ликвидации. Хорошо известно, что в российской экономике существует множество “брошенных” фирм. Одни прекратили работу и не хотят заниматься дорогостоящей процедурой ликвидации, а другие в принципе создавались как “фирмы-однодневки” для проведения нескольких хозяйственных сделок, в основном обслуживающих уход

легальных предприятий от налогообложения. В дополнение к Регистру ежегодно проводится оценка числа действующих предприятий в промышленности и других отраслях при обработке собираемых форм статистической отчетности. Подобные оценки можно получить и при сплошных переписях предприятий и организаций, но они проводятся крайне редко.

Статистические публикации различных экономических показателей обычно предполагают данные по экономике в целом и по основным ее секторам в разрезе форм собственности. Хотя формы статистической отчетности содержат сведения об организационно-правовой форме предприятия, но структура показателей в разрезе организационно-правовых форм не рассчитывается и не публикуется (“статистическая разработка этих показателей не ведется”).

При определении показателей в разрезе основных форм собственности согласно статистической классификации выделяются государственная, муниципальная, частная, смешанная и ряд других форм. Очевидно, что корпоративные предприятия попадают как в частную форму собственности, так и смешанную, а часть их может оказаться и в государственном секторе (как АО со 100%-м государственным участием). При этом рамки “частного” и “смешанного” секторов, включающие различные организационные формы бизнеса, оказываются заведомо шире корпоративной экономики.

ление данных Регистра и числа действующих предприятий свидетельствует, что в промышленности в круг действующих входят до 45% зарегистрированных предприятий, в строительстве — около 40%, а в торговле и общественном питании — всего четверть. С учетом этих обстоятельств и следует оценивать достоверность публикуемых данных ЕГРПО о наличии предприятий разных организационных форм.

Если на начало 1996 г. число АО в ЕГРПО составило более 51 тыс., то на 1 января 2001 г. — уже 429,6 тыс. Регистр на 1 января 2003 г. фикси-

рует регистрацию 445,6 тыс. АО. К сожалению, распределение этой величины между ЗАО и ОАО официально не публикуется.

Федеральная комиссия по ценным бумагам (ФКЦБ) — орган, который регистрирует новые выпуски акций, создание новых обществ. Однако он не публикует данных об общем количестве эмитентов акций в России.

1.2. Количественная характеристика результатов приватизации

Основные статистические данные, характеризующие процесс приватизации с количественной стороны, приведены в табл. 1. Показатели приватизации и числа созданных ОАО относятся к определенному году и не учитывают последующих реорганизаций, продаж государственных пакетов акций. Данные показывают, что после 1995 г. интенсивность приватизационного процесса резко упала, особенно в промышленности (если сейчас в числе приватизируемых объектов только каждый пятнадцатый — промышленный, то в период массовой приватизации таким был каждый четвертый). Приватизационный процесс в основном сосредоточен в непромышленном секторе.

По данным Госкомстата России, в ходе приватизации в 1992—2002 гг. изменили форму собственности 140,3 тыс. предприятий, при этом было создано более 31 тыс. открытых АО. В последние годы число создаваемых ОАО не превышает двух сотен. Симптоматично, что почти половина этих ОАО организуется с закрепленными в руках государственных и местных органов власти пакетами акций. В 2001 г. 28% созданных в процессе приватизации ОАО формально сохранили контроль государства (имели пакет акций от 51 до 100% или “золотую акцию”). В 2002 г. ОАО с “золотой акцией” или 100%-м государственным участием составили почти 14% новых обществ.

Что касается ЗАО, то в ходе ваучерной приватизации они могли создаваться только на тех предприятиях, где уже был заключен договор об аренде с выкупом. До середины 1990-х гг. ЗАО составляли по разным неофициальным оценкам от 8 до 10% от числа приватизированных в промышленности предприятий, но затем часть их перешла в форму открытого общества. Кроме того, идет процесс создания ЗАО в ходе малой приватизации в регионах, но количественные оценки его итогов отсутствуют.

Если в период массовой приватизации до 20% ее объектов находились на момент ее начала в федеральной собственности, то в 1998—2000 гг. — 9%. В 2002 г. всего 3,8% от числа объектов приватизации находились в федеральной собственности, менее 9% — в собственности субъектов Федерации, так что более 87% составили объекты муниципальной собственности.

Таблица 1. Показатели приватизации и характеристики ОАО, созданных в процессе приватизации

	1993—1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Число приватизированных предприятий (объектов)	74981	4997	2743	2129	1536	2274	2287	2257
Число ОАО, созданных в течение года	26204	1123	496	360	258	199	125	125
Число ОАО, пакет акций которых закреплен в государственной и муниципальной собственности	2633	190	84	142	101	72	59	38
в том числе:								
со 100% акций в государственной и муниципальной собственности	Н.д.	Н.д.	Н.д.	18	10	6	12	16
с пакетом акций свыше 51%	42*	10	9	53	74	16	21	Н.д.
ОАО со специальным правом “золотая акция”	1425	132	58	28	42	8	2	1
В том числе в промышленности								
Число приватизированных предприятий	20034	864	365	339	140	160	123	137
Число ОАО, созданных в течение года	1054*	412	176	109	68	50	34	Н.д.
Число ОАО, пакет акций которых закреплен в государственной и муниципальной собственности	269*	73	25	37	19	15	19	Н.д.
ОАО со специальным правом “золотая акция”	169*	44	30	7	19	1	—	Н.д.

* Представлены данные только за 1995 г.

Источник: данные по экономике за 1993—2001 гг.: Российский статистический ежегодник. 2002. М.: Госкомстат РФ, 2002. С. 332, 337; данные по промышленности за 1993—2001 гг.: Промышленность России. 2000. М.: Госкомстат РФ, 2000. С. 73, 76 и Промышленность России. 2002. М.: Госкомстат РФ, 2000. С. 82, 85; данные за 2002 г.: Социально-экономическое положение России. Январь 2003. М.: Госкомстат РФ, 2003. С. 133, 135.

Действительно, в последние годы тормозом приватизации послужило отсутствие четкой законодательной базы и самой концепции приватизационного процесса. Действовавшее законодательство 1997 г. устарело, а новый закон Российской Федерации “О приватизации государственного и муниципального имущества”, принятый Государственной Думой в 2001 г., был утвержден президентом и вступил в действие только в 2002 г.

В плане приватизации на 2000 г. присутствовали 242 пакета акций ОАО, а также акции 1500 АО, создаваемых на основе государственных

унитарных предприятий (ГУП). Многие из этих сделок не состоялись, хотя доходы от приватизации составили 31,4 млрд руб. против 22 млрд руб. по плану. Эти средства были получены в основном за счет одной сделки — приватизации компании “ОНАКО”. На 2001 г. планировалось получить доходы от приватизации около 700 предприятий в размере 18 млрд руб. Тогда также не были проведены многие приватизационные сделки, а доходы от приватизации составили всего 10,1 млрд руб. (Российская экономика в 2001 году, 2002).

С 2002 г. наметилась некоторая активизация приватизационного процесса. В программе на этот год было предусмотрено выставить на торги пакеты акций 426 АО и 152 федеральных ГУП, предполагалось заработать 35 млрд руб. Основные доходы ожидалось от продажи акций “ЛУКОЙЛа” и “Славнефти”. С вступлением в силу закона о приватизации списки приватизируемых объектов были расширены. Фактические доходы составили свыше 91 млрд руб., и более 80% от этой суммы составили продажи акций двух названных компаний (Российская экономика в 2002 году, 2003).

В августе 2002 г. правительство одобрило Программу приватизации на 2003 г., представленную Министерством имущественных отношений Российской Федерации. Предполагается приватизировать почти 10% ГУП и сделать акцент на продаже пакетов акций тех предприятий, где государство не имеет блокирующего пакета. Первоначально планировалось приватизировать акции 628 ОАО (из них полностью завершить приватизацию 598 ОАО), а также 435 федеральных ГУП (Прогнозный план, 2003). Однако в феврале 2003 г. в этот план были внесены изменения в сторону существенного расширения состава приватизируемых объектов (Дополнения к прогнозному плану, 2003): намечена приватизация пакетов акций 1444 ОАО (из них в 1407 ОАО полностью завершится приватизация), а также 825 федеральных ГУП. Объем доходов должен составить 51 млрд руб., причем существенной их частью станут продажи акций “Связьинвеста” и “Магнитогорского металлургического комбината”.

Государство в лице федеральных и региональных органов исполнительной власти наряду с приватизацией фактически ведет и политику частичной национализации ряда предприятий. Формы этого процесса разнообразны: судебный пересмотр отдельных приватизационных сделок, прошедших с нарушениями; судебный пересмотр результатов инвестиционных конкурсов, когда их условия не выполняются; реструктуризация долгов с возвратом пакетов акций государственным или муниципальным органам; пересмотр залоговых аукционов; передача пакетов акций государства в государственные холдинги; слияния и поглощения, в результате которых увеличивается доля государства в новом обществе. Так, последние два метода активно используются для восстановления управляемости

акционированных предприятий в оборонной промышленности. В этом секторе решается задача формирования крупных холдингов, где основным собственником будет государство, а входящие в них АО утратят значимую часть своей самостоятельности.

Кроме того, практикуется увеличение доли участия государства в АО в обмен на бюджетные инвестиции; изменение структуры уставного капитала путем внесения и оценки интеллектуальной собственности, права на которую принадлежат государству. Заметим, что появление активов в собственности государственных и муниципальных органов власти происходит и путем создания новых АО. К сожалению, отсутствуют количественные оценки этих процессов, протекающих в основном на региональном и муниципальном уровнях.

Предпринимая в последние годы значительные шаги для восстановления своих позиций как акционера, государство осуществляет и наведение элементарного порядка путем инвентаризации собственности с составлением реестров ГУП и пакетов акций в федеральной собственности, а также усиления контроля над АО с государственным участием с использованием корпоративных процедур. Точное число объектов, находящихся полностью или частично в федеральной государственной собственности, достоверно определить практически невозможно, данные реестра Министерства имущественных отношений все время уточняются. На 1 января 2002 г. (Российская экономика в 2002 г., 2003) реестр включал 9394 ГУП и пакеты акций 4407 обществ. При этом 90 АО имели 100%-й государственный капитал, а еще 646 — пакет акций выше 51%, “золотая акция” была в 750 АО. По этим данным, почти 52% АО с федеральным участием характеризовались наличием пакета меньше блокирующего. Наиболее поздние материалы Министерства имущественных отношений Российской Федерации на февраль 2003 г. говорят о 9846 федеральных унитарных предприятий и 4222 АО с государственным участием (Пресс-релиз, 2003). Однако остается до сих пор неизвестным, сколько же пакетов акций принадлежит государству в лице органов власти субъектов Российской Федерации, а также муниципальным органам власти. Скорее всего, этих пакетов на порядок больше, чем федеральных.

1.3. Роль предприятий различных форм собственности в экономике

В свете названных ранее особенностей статистического наблюдения, мы можем проиллюстрировать на данных статистики соотношение основных форм собственности в экономике и отдельных ее секторах.

Начнем с распределения предприятий и организаций, зарегистрированных в ЕГРПО, по формам собственности (табл. 2). Видно, что в экономике в целом по числу предприятий доминирует частная собственность, причем ее доля неуклонно растет наряду с падением доли числа предприятий смешанной формы собственности и стабилизацией удельного веса государственной и муниципальной собственности.

Таблица 2. Распределение зарегистрированных предприятий и организаций по формам собственности в экономике

	1.01.95	1.01.98	1.01.01	1.01.02	1.01.03
Всего предприятий и организаций, тыс.	1946	2727	3346	3594	3845
В том числе по формам собственности, %:	100	100	100	100	100
государственная	16,7	5,4	4,5	4,3	10,3
муниципальная	8,8	6,5	6,5	6,4	
частная	62,5	73,9	75,0	75,8	76,9
собственность общественных и религиозных организаций	2,7	5,8	6,7	6,6	Н.д.
прочие формы (включая смешанную российскую, иностранную и другие)	9,3	8,6	7,3 (4,3)*	6,8 (3,8)*	Н.д.(3,5)*

* В скобках приведены данные по смешанной российской форме собственности.

Источник: 1995—2002 гг.: Российский статистический ежегодник. 2002. М.: Госкомстат РФ, 2002. С. 311; 2002 г.: Социально-экономическое положение России. Январь 2003. М.: Госкомстат РФ, 2003. С. 130.

Более достоверные данные о роли разных форм собственности дает не их удельный вес в числе зарегистрированных фирм, а доля в иных показателях (например, объеме производства), которая определяется на круг действующих предприятий. Подобные данные имеются по промышленности, строительству и торговле, хотя и отсутствуют по экономике в целом.

В табл. 3 приведены данные по промышленности — удельный вес предприятий разных форм собственности в числе действующих предприятий, объеме выпуска и численности промышленно-производственного персонала. В объеме производства падает доля государственной собственности, а также российской смешанной, но существенно растет доля частной собственности, а также собственности с иностранным участием. Очевидно, что в государственной и смешанной российской собственности, а также в собственности с иностранным участием оказались более крупные компании (доля в числе предприятий у этих форм ниже, а в выпуске и персонале — выше).

Таблица 3. Структура промышленного производства по формам собственности (%)

Формы собственности	Число действующих организаций на конец года			Объем производства продукции			Численность промышленно-производственного персонала		
	1995	1998	2001	1995	1998	2001	1995	1998	2001
Государственная	4,9	3,1	3,2	9,7	9,8	8,1	15,9	13,6	13,2
Муниципальная	2,9	2,0	2,2	1,3	1,3	1,2	1,9	2,0	2,4
Общественные объединения	0,9	0,4	0,6	0,2	0,2	0,3	0,6	0,6	0,7
Частная	72,4	88,2	85,6	18,9	26,7	43,2	27,3	37,4	46,1
Смешанная российская	16,8	5,6	6,6	66,9	53,5	29,9	52,8	42,2	29,6
Смешанная с иностранным участием и иностранная	2,1	0,7	1,0	3,0	8,3	17,3	1,5	4,2	8,0

Источник: Промышленность России. 2002. М.: Госкомстат РФ, 2002. С. 49—51. Удельный вес в числе действующих предприятий рассчитан нами по опубликованным данным.

Статистические данные по строительству иллюстрируют удельный вес предприятий разных форм собственности в числе предприятий, в объемах проектно-изыскательских и строительно-монтажных работ (табл. 4). Уже к середине 1990-х гг. подавляющее число предприятий строительства и более двух третей объема строительных работ относились к частной форме собственности. За пять лет частные предприятия увеличивали объемы строительных работ за счет смешанных при том, что удельный вес государственных и муниципальных предприятий мало изменялся. В проектно-изыскательской деятельности позиции предприятий государственной

Таблица 4. Распределение показателей строительства по формам собственности (%)

Формы собственности	Число действующих организаций на конец года			Объем работ по договорам строительного подряда			Объем проектно-изыскательских работ		
	1995	1998	2001	1995	1998	2001	1995	1998	2001
Государственная	3,7	2,6	2,3	12,6	12,9	8,5	33,2	29,9	27,6
Муниципальная	0,8	0,7	0,7	1,2	1,2	1,0	2,4	3,4	2,4
Частная	85,1	86,6	89,7	43,0	53,8	68,7	39,4	37,9	44,6
Смешанная российская	9,9	8,4	5,9	42,2	29,7	18,9	24,3	25,9	22,4
Прочие	0,5	1,7	1,2	1,0	2,4	2,9	0,7	2,9	3,0
ИТОГО:	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Источник: Российский статистический ежегодник. 2002. М.: Госкомстат РФ, 2002. С. 433, 442—443.

и частной собственности несколько уменьшились, а росла роль смешанной российской и прочих форм собственности.

Если оборот розничной торговли уже в 1995 г. на 88% обеспечивался негосударственной собственностью, то в 2000 и 2001 гг. — на 96%. В обороте оптовой торговли есть оценки только последних лет. В 2001 г. на государственную и муниципальную собственность приходилось всего 1,7% оборота, на частную — 57,4%, а на другие формы собственности, включая и смешанную — 40,9%.

На наш взгляд, для оценки перспектив развития разных форм собственности в экономике следует обратить внимание на структуру инвестиций в основной капитал. В инвестиционном процессе налицо переход центра тяжести в негосударственный сектор. По данным Госкомстата России (табл. 5), все большая доля инвестиций в экономике делается предприятиями частной и смешанной форм собственности, причем доля частных предприятий выросла по сравнению с 1995 г. почти втрое. Удельный вес в инвестициях предприятий совместной российской и иностранной форм собственности также сильно увеличивался, он в последние два года достиг почти 10—12% всех инвестиций.

Таким образом, данные статистики свидетельствуют, что на долю частной и смешанной форм собственности (российской и иностранной) в основных отраслях приходится до 90% объема производства, работ, услуг. Корпоративные предприятия составляют только часть частного и смешанного секторов экономики, поскольку они включают предприятия разных организационных форм. Однако для характеристики роли корпораций мы располагаем только устаревшими данными единовременного обследования АО, созданных в ходе приватизации (Алимова и др., 1997). Обследование охватило более 23 тыс. АО из 26 тыс. имеющихся по состоянию на 1 ян-

Таблица 5. Структура инвестиций в основной капитал по формам собственности (%)

Формы собственности	1993	1995	1998	2001	2002
Государственная	50,8	31,3	22,8	22,1	19,5
Муниципальная	12,4	6,3	5,2	4,9	4,5
Частная	12,1	13,4	30,1	36,7	43,9
Смешанная российская	22,1	46,2	34,9	21,6	18,2
Совместная российская и иностранная, иностранная	2,5	2,7	6,9	14,5	13,7
Прочие формы собственности	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2

Источник: 1993—2000 гг.: Российский статистический ежегодник. 2002. М.: Госкомстат РФ, 2002. С. 579; 2001—2002 гг.: Социально-экономическое положение России. Январь 2003. М.: Госкомстат РФ, 2003. С. 143.

варя 1996 г. На этих АО было сосредоточено более пятой части занятых в экономике, при этом в промышленности — уже более 62% занятых. Доля АО в общем объеме продукции (услуг) еще тогда составила в промышленности почти три четверти, в строительстве — более половины, на транспорте — 26%, а в торговле и общественном питании — менее 5%.

В целом, сегодня, с учетом динамики приватизации, корпоративные предприятия доминируют в промышленности, строительстве, связи, а в торговле и услугах представлены, напротив, предприятия иных форм. При этом основной “вес” в рамках корпоративного сектора, безусловно, принадлежит промышленности.

Перспективы изменения масштабов и роли корпоративного сектора в экономике определяют следующие процессы:

- со стороны государства — политика приватизации и национализации, а также инвестиционная активность органов власти в бизнесе;
- со стороны бизнеса — инвестиционная политика и меры по реструктуризации предприятий, а также деятельность по созданию новых и реорганизации существующих бизнес-единиц.

2. ЭВОЛЮЦИЯ АКЦИОНЕРНОЙ СОБСТВЕННОСТИ КАК ПРЕДПОСЫЛКА ФОРМИРОВАНИЯ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ

2.1. Тенденции перераспределения собственности: эмпирические данные

Массовая приватизация создала огромное число корпораций, в основном в форме открытых обществ, то есть формально публичных компаний. После ее завершения в середине 1990-х гг. российская корпоративная собственность характеризовалась следующими чертами:

- сосредоточение основной части собственности у работников предприятий. Если сразу после приватизации трудовые коллективы могли располагать до 60—70% акций, то уже буквально через год-полтора их суммарная доля снижалась до половины акционерного капитала;
- высокая распыленность собственности между ее основными держателями (работниками, покупателями акций на ваучерных аукционах);

- сохранение значительного числа пакетов акций в собственности федеральных, региональных и муниципальных органов власти, а также “полугосударственных” объединений (отраслевых концернов, ассоциаций)².

В течение 10 лет в российской экономике шли интенсивные процессы перераспределения акционерной собственности:

- сокращение участия органов власти федерального, регионального, местного уровней как результат продолжения приватизации;
- рост участия в капитале у менеджмента предприятия на фоне заметного снижения суммарной доли всех работников;
- рост доли внешних негосударственных собственников, шедший преимущественно за счет усиления веса юридических лиц (в частности, наблюдалось переплетение собственности на основе горизонтальной и вертикальной интеграции или создание конгломератов, когда крупные пакеты акций приобретались успешными российскими предприятиями-экспортерами);
- существенное увеличение концентрации акционерного капитала у отдельных акционеров (консолидированных групп). Доминирующими собственниками стали менеджеры предприятий или внешние инвесторы, представляющие крупный и средний частный бизнес.

Эти тенденции можно проиллюстрировать результатами ряда обследований, проведенных как государственными статистическими, так и независимыми аналитическими организациями. Мы располагаем данными только по промышленности, поскольку в других секторах, насколько нам известно, подобные обследования не проводились. Очевидно, что результатам формализованных обследований в принципе присущи определенные искажения (Вставка 2). Также эти результаты зависят от используемых выборок, их репрезентативности и случайного характера отбора объектов. Как мы увидим далее, эмпирические данные хорошо иллюстрируют уменьшение собственности работников и государства и концентрацию капитала, а по косвенным признакам — роль интеграционных процессов. Сложнее всего выявить результаты консолидации акционерного капитала у менеджмента компаний.

Наиболее представительными являются данные сплошного структурного обследования Госкомстата России, которое ежегодно (с 1998 г.) проводится примерно на 27 тыс. крупных и средних промышленных предприятий (исключая субъекты малого предпринимательства). Это обследование —

² Так, в одном из первых обследований структур акционерной собственности в российской промышленности (Долгопятова, 1995), проведенном в конце 1995 г. на 299 АО, работники имели 52% акций, бывшие работники — более 11%, а органы власти и отраслевые объединения — 13%. На внешних частных собственников в итоге приходилось менее четверти акционерного капитала.

Вставка 2
Ограниченность
формализованных опросов
при изучении корпоративной
собственности и контроля

Формализованные обследования позволяют поставить вопрос о структуре акционерной собственности только в разрезе агрегированных групп собственников. По понятным причинам респонденты — представители администрации склонны занижать долю акций, принадлежащих менеджменту, и “приписывать” их трудовому коллективу. Показатель суммарной доли акционерного капитала у работников является более достоверным. Если предположить, что в остальном респонденты отвечают правдиво, то остаются неясности, в принципе не снимаемые данным способом сбора информации. Реальные взаимосвязи собственников из различных групп и/или в рамках одной группы неизвестны. Некоторые внешние собственники, юридические или частные лица, представляют интересы руководства предприятия. Соответственно, получаемые оценки доли суммарной инсайдерской собственности — нижняя ее граница, в то время как суммарная доля внешних собственников может быть завышена. Аналогично иностранные собственники также могут быть аффилированными структурами, представлять интересы менеджмента или российских внешних собственников.

В динамических сопоставлениях следует учесть, что понятия внешние и внутренние акционеры относительно во времени. Рядовые работники и менеджеры постепенно переходят в разряд сторонних физических лиц, а новые собственники становятся не только совладельцами, но и управляющими компанией.

Обобщенное описание структуры акционерного капитала само по себе не позволяет судить о степени его концентрации, поскольку не дает представления о числе собственников в каждой группе. Обычно уровень концентрации собственности измеряется показателем доли крупнейшего (трех, пяти) акционера. Здесь также остается в силе утверждение о формальном характере показателя в силу непрозрачности связей между акционерами. Так, интересы фактически одного собственника — не обязательно инсайдера — могут быть представлены группой разных акционеров. В силу этого реальный уровень концентрации может быть выше, чем указанный в ответах.

Сходные проблемы возникают при интерпретации данных о структуре корпоративного контроля в разрезе представителей разных групп акционеров в совете директоров компании. Непосредственное включение в совет директоров представителей аффилированных к руководству предприятия лиц обычно не практикуется: эти лица и делегируют в управляющий орган АО менеджеров. Респонденты, как правило, не склонны скрывать роль администрации предприятия в этом органе. Но среди директоров трудно разграничить администрацию и представителей иных групп акционеров. Высшие менеджеры могут выступать как от “своего лица”, будучи собственниками, так и быть представителями внешних собственников. Кроме того, могут быть разночтения в трактовке представительства трудового коллектива. В ряде случаев речь действительно идет о директорах, прямо делегированных трудовым коллективом (обычно профсоюзных лидерах или тех же сотрудниках администрации). В других случаях, когда прямого делегирования нет, может остаться вне внимания учет интересов коллектива в лице представителей той же администрации.

Таблица 6. Распределение уставного капитала промышленных предприятий на конец года (в % от уставного капитала)*

Акционеры, учредители	1999	2000	2001	Изменение за 2 года, п.п.
Органы власти (всего):	18,5	12,6	13,5	-5,0
федеральные органы	10,4	6,7	6,6	-3,8
органы власти субъектов Федерации	7,3	5,0	5,1	-2,2
органы местного самоуправления	0,8	0,9	1,8	+0,9
Коммерческие организации (кроме кредитно-финансовых учреждений)	41,6	50,7	65,2	+23,6
Кредитно-финансовые учреждения	3,2	9,1	6,1	+2,9
Некоммерческие организации	4,3	1,2	1,8	-2,5
Физические лица:	20,1	15,7	13,4	-6,7
в том числе работники**	10,3	8,2	Н. д.	Н. д.
Справочно: взносы иностранных юридических и физических лиц***	6,6 (40,3)	7,7 (46,5)	10,0 (47,2)	+3,3 (+6,9)

* Без субъектов малого предпринимательства, включает АО и другие организационно-правовые формы (ООО).

** Данные представлены ГУ ВШЭ из Госкомстата РФ.

*** В скобках — только по предприятиям с участием иностранного капитала.

Источник: расчеты автора по данным, опубликованным в: Промышленность России. 2002. М.: Госкомстат РФ, 2002. С. 81, 98—99; Промышленность России. 2000. М.: Госкомстат РФ, 2000, С. 72; Структура и основные показатели деятельности промышленных предприятий (без субъектов малого предпринимательства) за 2000 г. (по данным структурного обследования). М.: Госкомстат РФ, 2002. С. 20.

единственный официальный источник, по которому можно следить за распределением уставного капитала промышленных предприятий. К сожалению, его итоги обычно появляются со значительным опозданием. Доступные результаты обследования (табл. 6) относятся не только к АО, но и к другим организационным формам (ООО, товариществам), причем структура уставного капитала может быть рассчитана с использованием в качестве “весов” его размеров. Тем самым структура капитала по промышленности в среднем тяготеет к структурам наиболее крупных объектов. В динамике за два года (2000 и 2001 гг.) налицо уменьшение участия органов власти всех уровней и физических лиц при росте участия, прежде всего, нефинансовых коммерческих организаций. Рост их доли косвенно иллюстрирует факт усиления взаимного переплетения собственности между организациями.

Данные структурного обследования по небольшой выборке 243 АО использовались нами для более корректных и детальных расчетов (средняя

Таблица 7. Распределение уставного капитала промышленных АО между акционерами на конец 2001 г. (в % к итогу)

	По 243 АО выборки	По АО, имеющим данного акционера*
Федеральные органы власти	3,3	35,9 (22)
Органы власти субъектов Федерации	3,5	52,9 (16)
Органы местного самоуправления	1,9	36,6 (13)
Коммерческие организации (кроме кредитно-финансовых учреждений)	26,9	50,8 (129)
Кредитно-финансовые организации	0,8	15,6 (12)
Некоммерческие организации	4,2	33,1 (31)
Физические лица:	59,4	66,2 (218)
в том числе работники данного предприятия	38,7	49,3 (190)
Всего по АО выборки:	100	—
в том числе иностранные юридические и физические лица	4,6	42,9 (26)

* В скобках — число АО, имеющих вклад данного акционера в уставном капитале.

доля определялась путем суммирования долей по каждому предприятию)³. В полученной усредненной структуре уставного капитала АО (табл. 7) преобладают работники предприятия, на втором месте — коммерческие нефинансовые организации, а на третьем — физические лица из числа сторонних инвесторов. Органы власти всех уровней имели менее 9% уставного капитала.

Если рассматривать среднюю долю каждого типа акционера только по тем АО, где он представлен в составе собственников, то это отчасти характеризует и степень концентрации капитала. Хотя чаще всего встречаются акционеры-работники, но средняя доля принадлежащего им капитала не дотягивает до половины. Лидерами среди частных инвесторов стали сторонние физические лица и коммерческие нефинансовые организации, а среди государственных — органы власти субъектов Российской Федерации. У этих акционеров средняя доля в уставном капитале превысила половину. Наименее представительны финансовые организации. Что касается иностранных соб-

³ Результаты получены нами в проекте ГУ ВШЭ «Структурные изменения в российской промышленности», выполняемом в 2002—2003 гг. под руководством Е.Г. Ясина при финансовой поддержке Агентства по международному развитию США (Долгопятова, Кузнецов, 2003). В рамках проекта по данным статистической и бухгалтерской отчетности анализируется деятельность более 1200 предприятий из 12 регионов Российской Федерации. Эти данные были расширены за счет дополнительного анкетирования более трети выборки (в том числе более 350 АО).

ственников, то они представлены только на каждом девятом предприятии выборки, и при этом имеют менее 43% уставного капитала.

Построение трех агрегированных групп акционеров (работники, органы власти всех уровней и внешние частные инвесторы) позволило сопоставить их по распространению и степени доминирования⁴. Если инсайдеры были представлены на 78% выборки и располагали более 49% капитала, то все внешние частные собственники, присутствуя на такой же части выборки, имели суммарно в среднем более 67% уставного капитала. Органы власти представлены на 19% выборки и владели там 46% уставного капитала в среднем. При этом внешние частные собственники доминировали на 55% АО выборки, тогда как инсайдеры — на 36%, а органы власти в совокупности на менее чем 9% выборки.

Другой источник данных, отличающийся репрезентативностью используемой выборки — это ежеквартальные обследования 750—850 промышленных предприятий, которые проводит Центр экономической конъюнктуры (ЦЭК) при Правительстве Российской Федерации (Итоги ежеквартальных обследований, 2000—2003). Трижды в первом квартале 2000—2002 гг. собиралась информация по структуре акционерного капитала (на вопросы по собственности отвечали примерно 400—500 респондентов). В 2003 г. подобный вопрос респондентам не задавался. К сожалению, итоги опросов публикуются в процентах от общего количества обследованных предприятий (всех организационных форм), а не ответивших респондентов, что затрудняет интерпретацию ответов. Обследование ЦЭК фиксировало распределение капитала в укрупненном виде по интервальной шкале. Оно позволяет увидеть, на какой части выборки представлена группа акционеров, а на какой она заведомо доминирует (в данном случае — располагает более 50% акций). Так, в 2002 г. рядовые работники были акционерами на 60% от всей выборки, руководство предприятий — на 45%, а государство — на 24% предприятий. В динамике (табл. 8) падала доля фирм, где представлены государство или работники, соответственно росла доля предприятий с представительством внешних собственников. Интенсивно увеличивался удельный вес предприятий с доминированием внешних акционеров или руководства за счет предприятий с доминированием коллектива или государства.

Перейдем теперь к рассмотрению материалов независимых организаций. После кризиса 1998 г. формализованные обследования по проблемам собственности выполняли ГУ ВШЭ в 1999 и 2002 гг., Бюро экономического анализа (БЭА) в 2000 г., Российский экономический барометр (РЭБ), начиная с 1995 г. регулярно раз в два года, Институт экономики переход-

⁴ Доминирующим собственником в данном случае мы считали группу акционеров, которая обладает пакетом акций, превосходящим размеры пакетов каждой из двух других групп.

Таблица 8. Характеристика представительства групп акционеров в выборке ЦЭК (в % к числу опрошенных предприятий)

Группа акционеров	Представительство акционера			Доминирование акционера		
	2000	2002	Изменение, п.п	2000	2002	Изменение, п.п
Государство	33	24	-9	9	7	-2
Коллектив предприятия	61	54	-7	18	13	-5
Руководство предприятия	44	40	-4	4	5	+1
Сторонние собственники	58	59	+1	32	38	+6
Прочие акционеры	6	7	+1	3	4	+1

Источник: наши расчеты по данным ежеквартальных опросов ЦЭК в 2000—2002 гг. См.: Итоги обследования деловой активности промышленных предприятий России за I квартал 2000 г. М.: ЦЭК при Правительстве РФ, 2000. Вып. 29. С. 10; Итоги обследования деловой активности промышленных предприятий России за I квартал 2002 г. М.: ЦЭК при Правительстве РФ, 2002. Вып. 37. С. 10.

ного периода (ИЭПП) в конце 1999 г., Институт социально-экономических проблем народонаселения (ИСЭПН) РАН, начиная с 1995 г. практически ежегодно, некоторые другие организации. Результаты этих обследований относятся к разным периодам времени, далеко не всегда выборки репрезентативны и случайны, но позволяют проиллюстрировать названные тенденции (в табл. 9 представлены данные на последний из вовлеченных в опрос период и изменения за охватываемый промежуток времени). Эти данные также демонстрируют как государство и рядовые работники уменьшали свое участие в капитале, тогда как внешние собственники, прежде всего, нефинансовые предприятия и менеджеры — увеличивали. Некоторое отличие результатов ИСЭПН РАН объясняется спецификой выборки: только предприятия военно-промышленного комплекса.

Вместе с тем, когда обследования представляют длинные ряды (РЭБ и ИСЭПН), то можно различить некоторые дополнительные детали. Так, по данным ИСЭПН, с начала 1995 г. по начало 1999 г. доля государства на негосударственных АО упала на 9 пунктов. Однако затем проявился эффект постепенного ее роста (особенно за счет иных государственных предприятий), что хорошо согласуется с известными шагами государства по усилению контроля над оборонным комплексом, в том числе — и путем его “холдингизации”.

Данные РЭБ распадаются на два периода. Если с 1995 г. по 1999 г. неуклонно падала суммарная доля работников, то с 1999 г. по 2001 г. она ста-

Таблица 9. Структура акционерного (уставного) капитала промышленных предприятий по данным обследований независимых организаций

Акционеры	ГУ ВШЭ-1		БЭА		РЭБ		ИСЭПН	
	Доля, конец 1998, %	Изменение, п.п.	Доля, начало 2000, %	Изменение, п.п.	Доля, начало 2001, %	Изменение, п.п.	Доля, начало 2002, %	Изменение, п.п.
Трудовой коллектив:	40,1	-9,7	52,5	-15,0	48,2	-6,6	31	-14
менеджеры	9,0	1,2	17,8	4,9	21,0	9,8	9	1
работники	31,1	-10,9	34,7	-19,9	27,2	-16,4	22	-15
Государство, в том числе:	8,4	-1,3	5,7	-6,6	7,9	-1,2	28*	7**
федеральный уровень	4,6	-0,5	3,1	-4,5	Н.д.	Н.д.	Н.д.	Н.д.
региональный и местный уровень	3,8	-0,8	2,6	-2,1	Н.д.	Н.д.	Н.д.	Н.д.
Внешние акционеры:	51,5	11,0	41,8	21,6	43,9	7,8	41	7
российские нефинансовые предприятия	13,9	1,9	15,1	7,1	11,3	-3,7	22	9
российские банки, инвестиционные компании, фонды (из них банки)	13,1 (1,3)	2,5	4,5	7,3	7,3 (0,8)	-2,0	3 (2)	-5
иностранные акционеры	3,7	1,9	2,9	2,6	0,4	Н.д.	2	1
другие (в основном физические лица)	20,8	4,7	19,3	9,6	25,3	13,5	14	2

* Из них 21% — государство, 7% — другие государственные предприятия.

**Из них 6 пунктов — рост участия других государственных предприятий, 1 пункт — рост участия государства.

Источник: ГУ ВШЭ-1, опрос 318 АО летом 1999 г., ответило более 260 АО. Изменение за 3 года: с конца 1995 г. до конца 1998 г.;

БЭА, опрос 437 предприятий весной 2000 г., ответило более 350 АО. Изменение за 5—8 лет: с момента приватизации к началу 2000 г. (Основные направления, 2001);

РЭБ, регулярные опросы предприятий, отвечало более 150 АО. Изменение за 7 лет: с 1995 до 2001 г. (Капелюшников, 2001);

ИСЭПН РАН, регулярные обследования оборонных предприятий. Изменение за 6 лет: с 1996 до 2002 г. (Витебский, Коленикова и др., 2002).

ла расти, но исключительно за счет участия менеджеров. Уже в 2001 г. их доля составила 21%, причем прогнозировалось, что в 2003 г. она достигнет 28%. Не исключено, что эти результаты отражают приход новых собственников, ставших менеджерами компаний.

Аналогично можно сопоставить результаты обследований, характеризующие процессы концентрации акционерной собственности (табл. 10). Они свидетельствуют о росте степени концентрации с середины 1990-х гг. и о том, что весомая часть промышленных АО располагает контролирующим или хотя бы “блокирующим” собственником.

Таблица 10. Показатели концентрации собственности в промышленности в период 1995—2001 гг. по данным обследований независимых организаций (%)

Показатели концентрации	ГУ ВШЭ-1		БЭА		ИЭПП	РЭБ		ГУ ВШЭ-2	
	Конец 1995	Конец 1998	Момент приватизации	Начало 2000	Конец 1999	02.1999	02.2001	Конец 1998	Конец 2001
Доля крупнейшего акционера	26,3	27,8	—	—	—	32,5	34,4	36,7	42,2
Доля трех крупнейших акционеров	40,5	45,1	—	—	38,1*	—	—	48,9	57,6
Доля предприятий имеющих акционера с пакетом более 25%	—	46,8	13,4	25,8	31,6	54,0**	59,5**	55,2	67,1
Доля предприятий имеющих акционера с пакетом более 50%	—	19,6	5,5	10,3	12,8	25,3	25,0	32,0	39,5

* Данные по пяти акционерам.

** Данные по доле АО, где имеется акционер, обладающий более 20% акций.

Источник: ГУ ВШЭ-2, обследование более 345 АО летом 2002 г., ответило более 220 респондентов; ИЭПП, опрос 201 АО в конце 1999 г., ответило примерно 190 респондентов (Радыгин, Энтов, 2001).

Приведем несколько дополнительных эмпирических свидетельств этого факта, полученных в последнее время. Так, опрос Центра экономических и финансовых исследований и разработок (ЦЭФИР) по выборке ИЭПП, где на вопросы по собственности ответили в 2002 г. более 600 промышленных АО (Гуриев и др., 2003), показал, что по выборке в среднем доля крупнейшего внешнего акционера — около 24%, а администрации предприятия — более 19% акционерного капитала. Если взять только те АО, где были представлены эти собственники, то доля крупнейшего внешнего собственника достигает 40%, а доля администрации — почти 28%.

Другое обследование — опрос более 300 открытых АО в разных секторах экономики (из них 127 — в промышленности), проведенный с нашим участием при поддержке Московского общественного научного фонда осенью 2002 г. (Голикова и др., 2003). Более 70% респондентов (за вычетом затруднившихся с ответом) считали, что на предприятии уже сложился собственник, имеющий контроль над ним. В промышленности так считали 76% ответивших.

Таким образом, сопоставление структур собственности в 2000-е гг. по разнообразным данным показывает, что остается незначительной роль бан-

ков и других финансовых компаний, а также иностранных инвесторов. Основные собственники — это юридические лица (нефинансовые предприятия и организации), работники предприятия. Распыленная собственность работников уходит в прошлое, на смену ей пришла высококонцентрированная акционерная собственность менеджеров или внешних акционеров. При этом позиция контролирующего внешнего собственника превращает его в “инсайдера” в классическом понимании этого термина, поскольку такой собственник непосредственно участвует в управлении или жестко контролирует поставленных им менеджеров.

2.2. Особенности акционерной собственности и корпоративного контроля

Период 1999—2002 гг. характеризовался усилением процессов перераспределения и концентрации собственности, а также переходом ее в ряде случаев от менеджеров компаний к крупному частному бизнесу. Активно шли процессы консолидации капитала на основе имущественной интеграции и экспансии бизнес-групп в российской экономике (Дерябина, 2001; Дынкин и Соколов, 2002; Паппэ, 2002). Причем речь идет не только о тех “олигархических” группах, которые постоянно упоминаются в средствах массовой информации, но и о “локальных” группах на местном и региональном уровнях.

Изначально корпоративная собственность создавалась как распыленная собственность публичных компаний, а российская нормативно-правовая база строилась как система норм и правил, ориентированных именно на такую структуру. Однако, как показано выше, жизнь распорядилась по-другому. В итоге и возникло внутреннее противоречие между навязываемыми сверху нормами и правилами и мотивациями экономических агентов (Яковлев, 2003).

Двигатель перераспределительных процессов — получение корпоративного контроля, основанного не на доступе к оперативному управлению, а на концентрации собственности в одних руках (или у устойчивой коалиции собственников). Соответственно, наличие контроля доминирующего собственника побуждает других акционеров к продаже акций.

Основной мотив стремления как внутренних, так и внешних собственников к концентрации собственности — это установление (для внешних собственников) или сохранение, получение легитимных прав (для менеджеров) контроля над деятельностью предприятия, его финансовыми потоками. В условиях трансформационного спада и распространившихся в 1990-е г. схем ухода от налогообложения участие в собственности не при-

носило акционерам реальных выгод. Акции были малоликвидны, дивиденды не выплачивались. Основные выгоды контроля доставались менеджменту. Приобретая и концентрируя пакет акций, менеджеры закрепляли в долгосрочной перспективе свои права на контроль и свой статус директора как фактического “хозяина” бизнеса.

Для внешних собственников получение контроля в принципе служит единственным способом реализации прав собственности. Они сразу же после приватизации столкнулись с “отчаянным” оппортунизмом менеджеров, контролировавших финансовые потоки и выводивших активы. Наличие пакета небольших и даже средних размеров не позволяло внешним собственникам преодолеть оппортунизм менеджмента. Для получения контроля они стремились увеличить свой пакет акций и тем самым, на первых порах, хотя бы реализовать свою роль в теневых схемах получения доходов (в частности, совместно с менеджерами получать теневые дивиденды), действуя в ущерб прочим акционерам. Подробное описание способов получения доходов от собственности и установление правил взаимодействия крупных акционеров и менеджеров с середины 1990-х гг. приведено в (Розинский, 2002). Иными словами, именно плохое корпоративное управление тогда стало фактором концентрации акционерной собственности и роста доли внешних собственников.

В дополнение к стимулу к концентрации проявилась его оборотная сторона — миноритарные акционеры (а к ним с легкостью стали относиться и владельцы блокирующих пакетов) старались продать акции, которые ничего не давали в плане контроля над предприятием и в получении доходов от собственности. Если одни акционеры становились контролирующими собственниками, другим ничего не оставалось, как уйти из данного бизнеса.

В последние годы на смену рискам со стороны менеджмента для крупных собственников пришли угрозы со стороны миноритарных акционеров, обладающих формально широкими правами, в том числе корпоративных шантажистов, умело использующих законодательные нормы. Защитой крупного собственника наряду с заменой руководства предприятия становилась концентрация как можно большей величины акционерного капитала.

Другим существенным стимулом для дальнейшего передела (слияний и поглощений) стали в последние годы внутренние мотивы развития крупного частного бизнеса. Прежде всего, целью перераспределения собственности и контроля, который ведет крупный бизнес, становится передел рынков. Впервые наиболее четко эта мысль высказана в (Дерябина, 2001). Базируясь на установлении корпоративного контроля над “нужными объектами”, крупный бизнес руководствуется не столько потребностями в контроле над

отдельными предприятиями с целью получения доходов от собственности, сколько интересами своего бизнеса в целом, логикой его развития. Поэтому стимулами к приобретению собственности становятся, в частности, формирование вертикальных цепочек с целью снижения рисков поставки (сбыта), экономия производственных и транзакционных издержек, получение власти над существенной долей рынка (Российская промышленность, 2001, глава 4). Этот стимул ярко проявился после кризиса 1998 г., когда основным приобретателем пакетов акций российских промышленных предприятий стали крупные интегрированные бизнес-группы.

Российская корпоративная собственность сегодня — концентрированная собственность инсайдеров, включающих и крупных внешних акционеров. При этом в роли аутсайдеров выступают разные группы миноритарных акционеров, а корпоративный контроль узурпируют доминирующие собственники.

Эмпирические изучения состава советов директоров компаний в 1998—2002 гг., проведенные ГУ ВШЭ, БЭА и другими организациями (Басаргин и Перевалов, 2000; Долгопятова, 2001; Основные направления, 2001), показали, что на большинстве АО сложилась тенденция к уменьшению числа членов совета. При этом ведущая роль там принадлежит представителям администрации (от трети до половины мест), на втором месте (15—25% мест) обычно оказываются представители коллектива или сторонних крупных акционеров. Как правило, отношение доли в составе совета директоров к удельному весу в акционерном капитале для всех работников значительно больше единицы (1,5—1,7), а для внешних частных собственников — меньше (0,6—0,8).

Наряду с крупными акционерами и менеджерами определенное влияние на принятие решений в корпорациях принадлежит и другим участникам. По оценкам ряда экспертов (Долгопятова, 2001; Паппэ, 2002 и др.), наиболее влиятельной силой менеджмент компании воспринимает органы власти регионального и местного уровней, а иногда (обычно на крупных предприятиях) — и трудовые коллективы. В состав совета директоров на многих предприятиях входят представители трудовых коллективов (обычно из числа менеджеров среднего звена или профсоюзных лидеров), особенно если в коллективе еще сохранились работники-акционеры. Также во второй половине 1990-х гг. наметилась тенденция включения в советы представителей органов региональной или местной власти, которые не являются акционерами. В самые последние годы крупные компании, представленные на фондовых рынках, стали включать в состав советов независимых директоров.

Упомянутое выше анкетирование около 350 АО, проведенное в 2002 г. ГУ ВШЭ, касалось и выявления роли “стейкхолдеров”, в частности, необ-

ходимости согласования основных решений исполнительного руководства общества с участниками корпоративного управления. Как и следовало ожидать, наиболее сильной оказалась необходимость согласования решений с крупными собственниками. Далее с большим отрывом шел трудовой коллектив, партнеры предприятия по совместным проектам и альянсам, региональные и/или местные власти. Наименьшая необходимость в согласовании была продемонстрирована по отношению к федеральным органам власти и банкам, обслуживающим предприятие.

Корпоративная собственность в России как концентрированная собственность с инсайдерским контролем обладает рядом особенностей. Во-первых, это непрозрачность (сложность) прав собственности, скрытость истинных владельцев за многозвенной (5—6 и более уровней) цепочкой аффилированных лиц и фирм, офшоров, номинальных держателей, а также многоступенчатыми системами управления компаниями. Ощутимого сокращения числа этих уровней пока не наблюдается. Исключение — примеры буквально нескольких компаний, которые раскрыли реальных акционеров для выхода на фондовые рынки.

Эта черта стала следствием общих институциональных условий российской экономики, использования нелегальных финансов и не всегда законных способов приобретения собственности. Сегодня непрозрачность отношений собственности поддерживается искусственно руководством многих компаний как барьер от возможных посягательств на нее как со стороны государства, так и другого бизнеса — возможного “захватчика” (Паппэ, 2002).

Во-вторых, для российской корпоративной экономики последнего десятилетия характерно постоянное перераспределение собственности, как правило, сопровождающееся перехватом или упрочением корпоративного контроля. Как справедливо показано в (Устюжанина, 2001), институт собственности в России характеризуется состоянием перманентного передела.

Ряд эмпирических исследований (ГУ ВШЭ, РЭБ, ЦЭК) говорят о том, что с середины 1990-х гг. за год в среднем на 6—8% промышленных предприятий мог меняться основной собственник. Перераспределительные процессы, по грубым оценкам, затрагивают ежегодно до шестой части акционерного капитала. Если в начале и середине 1990-х гг. корпоративный контроль в основном формировался путем внутрикорпоративных или приватизационных сделок, то после кризиса на первый план вышли внешние сделки по захвату корпоративного контроля. Однако рынок корпоративного контроля действует вне организованных фондовых рынков, а специфичность его действия в том, что поглощаются наиболее эффективные предприятия. Корпоративный контроль перехватывается (консолидируется) путем формального изменения прав собственности

при купле-продаже акций, а также с помощью процедур банкротства и реструктуризации долгов.

С конца 1990-х гг. значимыми методами консолидации собственности стали различные действия с акционерным капиталом в интересах крупных акционеров, основанные на использовании подконтрольных им внутренних процедур корпоративного управления (решений собраний акционеров, советов директоров). Здесь особое место отводится эмиссии акций для размывания капитала, процедурам консолидации или обмена акций, перехода на единую акцию. В результате позиции доминирующих собственников укрепились еще сильнее, а миноритарные акционеры фактически подвергались экспроприации.

Действительно, в России резко возросло число корпоративных реорганизаций, особенно слияний и поглощений. Статистика эти процессы не фиксирует, но юридические реорганизации регистрируются Министерством по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства, МАП, ФКЦБ. По данным МАП (цитировано по: Российская экономика в 2001 г., 2001), число различных операций, связанных со структурными изменениями в российских компаниях, составило в 1997 г. — 5000, в 1998 г. — уже около 9000, в 1999 г. — около 11000, а в 2000 г. — 16000. Ожидалось, что в 2001 г. число реорганизаций превысит 20 тыс. Также исследование компании “Прайсвоटरхаус Куперс” по рынкам слияний и поглощений в Центральной и Восточной Европе показало, что Россия в 2001 г. стала признанным лидером в регионе по объему (6 млрд дол.) и количеству публично объявленных (237) неприватизационных сделок. Лидеры рынка — крупные российские бизнес-группы. При этом российские эксперты отмечали, что в поле зрения исследования попали далеко не все такие сделки, а реальный объем слияний и поглощений существенно выше (Эпштейн, 2002).

Подчеркнем, что объем перераспределения акций в российской экономике (промышленности), проходящий вне организованных рынков, в принципе неизвестен, его трудно оценить. Есть относительно достоверные оценки ФКЦБ и Национальной ассоциации участников фондового рынка по соотношению биржевого и внебиржевого оборотов в деятельности профессиональных участников фондового рынка, составляющего примерно 42—44 к 58—56% общего объема сделок на организованном рынке (Григорьев и др., 2003). Некоторые эксперты полагают, что объем обращения акций вне организованных рынков как минимум в 3—4 раза превосходит объем сделок на них (Конкуренция на рынках, 2002).

Эмпирические данные о частоте проведения эмиссий и других корпоративных действий, направленных на перераспределение собственности или на привлечение инвестиций, приведены в подразд. 4.2.

2.3. Факторы эволюции акционерной собственности

За прошедшими изменениями и особенностями акционерной собственности, как видно из изложенного выше, стоит комплекс институциональных предпосылок. Прежде всего, это условия и процедуры массовой ваучерной приватизации, которые сформировали институт акционерной собственности в России, обусловили характер и соотношение сил экономических агентов, конкурировавших за обладание ею (Долгопятова, 2002). При этом, если корпоративный сектор стал возникать с начала 1990-х гг., а основная волна приватизации уже завершилась к 1995 г., то корпоративное законодательство (закон об АО) вступило в действие только с начала 1996 г., что дополнительно дало менеджерам приватизированных предприятий ряд специфических преимуществ.

Вторая предпосылка — плохое корпоративное управление. Массовая экспроприация интересов акционеров менеджерами предприятий (иногда в коалиции с кем-либо из собственников) на фоне невозможности получения доходов от собственности (дивиденды не платятся, акции дешевы и неликвидны) создала стимул к приобретению контроля, а соответственно повлияла на направления и механизмы передела.

Третья предпосылка — это политика государства, включая залоговые аукционы и иные действия, способствовавшая становлению крупного частного бизнеса (Паппэ, 2002). Иностранные инвесторы избегали российского рынка по многим причинам, обсуждение которых выходит за рамки этой работы. В это время сформировался крупный “местный” игрок, готовый участвовать в приобретении собственности и располагавший капиталами и, что немаловажно, средствами влияния на государство и отдельных чиновников на разных уровнях власти.

В дополнение необходимо подчеркнуть, что важным экономическим фактором, способствующим переделу, была потенциальная эффективность предприятия, его экономическая привлекательность для возможного покупателя. Она определила направления, а также различия в характере, интенсивности и отчасти результатах перераспределения в разных секторах. Как раз позитивная роль кризиса 1998 г. и состояла в том, что он повысил потенциальную привлекательность (эффективность) многих промышленных предприятий для внешнего инвестора. У них появились перспективы быстрого развития, особенно при условии реструктуризации и улучшении менеджмента. Поэтому интенсифицировались процессы передела собственности и покупки предприятий со стороны частного бизнеса, обладающего достаточными средствами и хорошим по российским меркам управленческим потенциалом.

Уменьшится ли в будущем интенсивность передела собственности и как это отразится на ее чертах пока со всей определенностью сказать трудно. Мы не беремся прогнозировать многообразие условий, определяющих поведение зарубежных инвесторов. Если же ограничиться российскими участниками, то, на наш взгляд, в кратко- и среднесрочной перспективе основными институциональными факторами перераспределительных процессов, которые повлияют на предложение активов и спрос на них, будут:

- Политика государства в отношении государственных унитарных предприятий и АО с государственным участием: приватизация и методы ее проведения, меры по повышению управляемости государственного сектора, а также национализация. Эти действия государства создают предложение действующих активов для бизнеса, а в то же время — и спрос государства на их изъятие из корпоративного сектора.
- Действия крупных владельцев предприятий, особенно интегрированных бизнес-групп, которые будут зависеть от экономической конъюнктуры в стране, а также от избранной стратегии бизнеса в целом. Как показано в (Дынкин и Соколов, 2002), сценарии возможного развития бизнес-групп предполагают или следование стратегии инвестора, то есть покупки предприятия для повышения его стоимости с целью перепродажи, или корпоративизации, то есть консолидации профильного бизнеса. Вместе с тем, не исключен и сценарий дезинтеграции и распада. Группы, которые смогут успешно реализовать стратегию инвестора или жесткого профилирования, будут влиятельными игроками на рынках корпоративного контроля. При этом крупный бизнес будет ставить не только цели приобретения отдельных эффективных предприятий, но и проводить политику позиционирования на рынках.
- Совершенствование корпоративного управления, обусловленное необходимостью привлечения инвестиций, а также повышения капитализации компаний. Эти задачи будут актуальными только для небольшой части корпоративного сектора. В настоящее время есть первые признаки улучшения корпоративного управления в некоторых компаниях, где собственники уже ориентированы на повышение их капитализации (в том числе, чтобы продать компанию полностью или частично). Не исключено, что постепенно наметится и отход от жесткой сверхконцентрированной собственности к регулируемому самими владельцами “распылению” капитала.
- Создание новой корпоративной собственности на основе развивающегося частного бизнеса. Этот фактор скорее характеризует перспективы

расширения корпоративного сектора. Как справедливо отмечено Б. Кузнецовым в (Российская промышленность, 2001, глава 1), главная задача российских корпораций — переход от перераспределения собственности к созданию новых активов. Пока у нас нет убедительных свидетельств создания широкого слоя действительно новых корпораций (пожалуй, исключение — это сфера мобильной связи, ряд новых производств в пищевой промышленности). К сожалению, ситуация такова, что свободные средства в пореформенное десятилетие использовались на приобретение корпоративного контроля, поглощение.

Опираясь на грубую схему, можно представить две волны передела на промышленных предприятиях после их приватизации. Первая волна, сопровождавшаяся борьбой между старым менеджментом и новыми внешними собственниками, привела к тому, что собственность концентрировалась в руках отдельных крупных акционеров. Для этого с предприятий выводились средства, используемые затем для приобретения акций в собственность частных лиц (чаще всего менеджеров предприятий, иногда — новых собственников). Вторая волна отражала борьбу между крупными акционерами за получение единоличного контроля над предприятием. Она сопровождалась обычно продажей крупных (часто контрольных) пакетов акций новым внешним собственникам, консолидирующим корпоративный контроль. Здесь новый частный бизнес, олигархические группировки выступали покупателями предприятий. Они тратили доходы на финансовые вложения, а не инвестиции в основной капитал в своих или вновь создаваемых ими производствах. В итоге инвестиционный кризис в российской промышленности был предопределен не только трансформационным спадом, но и подкреплен механизмами финансирования консолидации акционерной собственности и установления корпоративного контроля.

3. ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ КОРПОРАЦИИ

Финансирование развития корпорации характеризуется соотношением собственных и привлеченных (внешних) средств, а в составе последних — долгового, долевого и иных видов финансирования. Статистические данные позволяют судить о структуре инвестиций в экономике и ее секторах в разрезе выделенных наблюдением источников финансирования вложений в основной капитал. При этом доступные данные характеризуют ин-

вестиционную деятельность предприятий и организаций вне зависимости от их организационно-правовой формы. Опросы предприятий дают возможность не только определить структуру источников (в составе, отличном от статистического наблюдения) по выборке, но и оценить частоту обращения предприятий/акционерных обществ к тому или иному источнику.

3.1. Собственные и привлеченные средства глазами статистики

Особенностью инвестирования в российской экономике (промышленности) являются не только низкие темпы вложений, но и ориентация на собственные источники финансирования инвестиций. Как показывают данные Госкомстата России (табл. 11), в течение последних лет доля внешних источников инвестиций в основной капитал в экономике не превышает поло-

Таблица 11. Структура источников инвестиций в основной капитал (%)*

Источники инвестиций	Экономика					Промышленность			
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001
Собственные средства	53,2	52,4	47,7	50,3	48,0	76,9	72,0	70,4	68,3
Привлеченные средства:	46,8	47,6	52,3	49,7	52,0	23,1	28,0	29,6	31,7
из них бюджетные средства	19,1	17,0	22,0	19,8	19,6	4,2	4,7	4,3	3,8
Структура небюджетных привлеченных средств:									
Средства небюджетных фондов	10,8	8,6	4,8	2,6	2,6				
Кредиты банков	4,8	4,2	2,9	4,4	4,8				
Заемные средства других организаций	4,4	5,6	7,2	4,9	6,0				
Средства вышестоящих организаций	9,6				
Средства от эмиссии акций	0,4	0,7	0,5	0,1	0,3				
Прочие	6,8	11,5	17,3	18,2	18,7				
Инвестиции из-за рубежа (из общего объема)	3,5	6,6	4,6	4,6	4,1				

*Без субъектов малого предпринимательства.

Источник: данные по промышленности: Промышленность России. 2002. М.: Госкомстат РФ, 2002. С. 113; данные по экономике за 1998—2001 гг. (по первым трем строкам): Российский статистический ежегодник. 2002. М.: Госкомстат РФ, 2002. С. 579; данные за 2002 г. и структура небюджетных привлеченных средств за все годы, включая инвестиции из-за рубежа, приведены по опубликованным докладам Госкомстата РФ «Социально-экономическое положение России в 2000 (2001, 2002, 2003) г. Январь 2000 (2001, 2002, 2003) г.» М.: Госкомстат РФ, 2000 (2001, 2002, 2003).

вины. Это не так мало, однако в привлеченных средствах преобладают средства бюджетов и внебюджетных фондов. Доля банковского кредита остается незначительной, она всегда была меньше 5% вложений. Весомая роль принадлежит займам других предприятий, в том числе вышестоящим, а также вложениям партнеров. Доля инвестиций из-за рубежа на уровне 5–6%, правда, в 1995–1997 гг. она составляла в среднем еще меньше, всего 1%.

Что касается промышленности, то в этом секторе доля собственных источников существенно выше, чем в экономике в целом. Правда, с 1998 г. она постоянно падает и составила в 2001 г. 68%. При этом доля бюджета невелика, колеблется вокруг 4%.

Финансирование инвестиций в основной капитал в экономике за счет эмиссии акций минимальное, размер этого источника не превысил 0,7% в последние 5–6 лет. Статистического наблюдения за вкладом от эмиссии корпоративных облигаций не ведется⁵.

В целом за подобной картиной инвестиционного процесса стоит не только избыточное участие государства в экономике, но и осознанный выбор компаний в пользу собственных средств. Собственно говоря, система самофинансирования и/или финансирования партнерами, которые часто связаны имущественными отношениями с компанией, логично увязана с установками на ее закрытость от внешних потенциальных инвесторов в акционерный капитал, с ущемлением прав миноритарных акционеров, с “экономией” на дивидендах, с непрозрачностью собственности и результатов работы предприятий. Что касается банковского сектора, то за его малым участием стоит ограниченность средств и осторожная оценка рисков кредитора. Заметим, что по оценкам экспертов (Российская промышленность в 2001 г., 2002, глава 7), именно коммерческие банки являются покупателями значительной части (до 75% номинальной стоимости) выпусков корпоративных облигаций.

3.2. Источники инвестиций по данным обследований

Опросы предприятий (известны подобные опросы только по промышленности) часто фиксируют еще большую долю собственных средств в инвестициях, чем статистика. Отчасти это может объясняться тем, что сами респонденты неявно оценивают не только инвестиции в основной капитал, но и в оборотные средства, а также нефинансовые вложения.

⁵ По оценкам экспертов (Данилов, 2003), средства от эмиссии облигаций в 2002 г. были равны по стоимости 10,3% объема инвестиций в основной капитал. Однако неизвестно, какая часть средств от эмиссии пошла на нефинансовые инвестиции, а какая — на финансирование операций по слияниям и поглощениям и иные финансовые вложения.

Таблица 12. Характеристика инвестиционного процесса в промышленных АО по данным обследований независимых организаций

Источники инвестиций	Структура источников финансирования, % к общему объему инвестиций			Частота обращения к данному источнику, % к числу респондентов			Доля источника в объеме инвестиций (по АО, использующим данный источник), %		
	ГУ ВШЭ-1 1998	БЭА 1999	ГУ ВШЭ-2 2001	ГУ ВШЭ-1 1998	БЭА 1999	ГУ ВШЭ-2 2001	ГУ ВШЭ-1 1998	БЭА 1999	ГУ ВШЭ-2 2001
Собственные средства	86,8	88,9	80,5	96,3	94,9	92,5	90,2	93,7	87,0
Банковские кредиты	2,6	5,8	10,9	9,7	12,7	27,0	26,2	45,3	40,4
Федеральный бюджет	4,6	0,2	0,3	13,1	1,1	1,6	35,4	15,0	20,9
Региональные и местные бюджеты		0,7	1,4		1,5	6,5		47,8	21,5
Средства российских партнеров	3,6	3,5	3,6	9,7	5,1	7,5	37,3	69,6	48,5
Другие российские внешние инвесторы	1,4		2,2	4,9		4,2	29,5		50,9
Прямые иностранные инвестиции	1,0	0	0,8	1,5	0	1,3	64,8	0	60,0
Рынок ценных бумаг (акции, облигации)	Н.д.	0,004	0,3	Н.д.	0,4	1,0	Н.д.	1,0	30,0
Прочие источники	—	0,9	—	—	—	—	—	31,4	—

Источник: наши расчеты по данным обследований:
 ГУ ВШЭ -1, получены ответы от 267 из 318 АО в 1999 г.;
 ГУ ВШЭ -2, получены ответы от 307 из 345 АО в 2002 г.;
 БЭА, получены ответы от 275 из 420 АО в 2000 г. (Основные направления, 2001).

В табл. 12 приведены в сопоставимом виде данные ряда выборочных обследований промышленных АО конца 1990-х — начала 2000-х гг. (ГУ ВШЭ в 1999 и 2002 гг., БЭА в 2000 г.), проведенных с нашим участием. Они свидетельствуют, что доля самофинансирования составляет примерно 80–90%, соответственно доля привлеченных внешних источников инвестиций находится на уровне 10–20%.

Несколько по-разному оценивается участие банков в инвестиционном процессе (от 3 до 11% инвестиций), а также бюджетов всех уровней (от 1 до 5%). Вместе с тем единодушны мизерные величины участия в инвестициях иностранных инвесторов и рынка ценных бумаг. Предприятия-партнеры, как правило, являются третьим по значимости источником вложений, хотя охватывают всего 3–5% инвестиций.

С точки зрения частоты использования тех или иных источников, то, как и следовало ожидать, подавляющее большинство АО — свыше 90% —

упоминают собственные средства. Доступ к банковским кредитам демонстрировали от 10 до 27% АО в разных выборках, а к средствам партнеров — от 5 до 10%.

Здесь уместно привести результаты еще одного обширного опроса, сделанного ЦЭФИР по итогам 2001 г., в котором приняли участие около 959 предприятий, не только АО (Гуриев и др., 2003). В нем на использование собственных средств указало 67% от общего числа предприятий (или, по нашим оценкам, 85% от числа делавших инвестиции), на банковские кредиты — 21% выборки (или 27,5% от делавших инвестиции), а на использование средств от эмиссии акций — всего 0,7% (или менее 0,9%).

В обследованиях ЦЭК в первом квартале 2003 г. (Итоги обследования, 2003) впервые был задан вопрос об источниках привлечения инвестиций. Оказалось, что половина опрошенных использует собственные средства, четверть — банковский кредит, к открытому размещению ценных бумаг или размещению по закрытой подписке прибегали соответственно 3 и 2% предприятий выборки.

Данные опросы также показывают, какую часть инвестиций финансирует тот или иной источник в тех АО, которые прибегают к его использованию. Как видно из табл. 12 (последние три столбца), среди внешних инвесторов российские партнеры и иностранные инвесторы обычно формируют весомую часть инвестиций АО, тогда как бюджеты, особенно федеральный, существенно меньшую, являясь “довеском” к иным источникам.

На использование ценных бумаг для финансирования инвестиций указывают обычно единицы. По итогам всех известных обследований доля этих АО не превысила 1% от числа инвестирующих фирм. Вместе с тем, есть иные эмпирические данные, которые иллюстрируют частоту осуществления тех или иных действий на рынках ценных бумаг. Судя по этим данным, эмиссии акций осуществляются на 3—7% предприятий ежегодно (в основном они связаны с консолидацией капитала, а не инвестициями), а эмиссии облигаций — на 2—3%.

Так, опрос ГУ ВШЭ 1999 г. зафиксировал, что дополнительная эмиссия акций осуществлялась в 1998 г. почти на 5% АО выборки. По данным ИЭПП (Радыгин, Энтов, 2001) среди 200 АО новые эмиссии в период 1996—1999 г. проводили 9,5% АО, но никто из них не эмитировал облигации.

В обследовании более 300 только открытых АО разных размеров и отраслей экономики осенью 2002 г. (Голикова и др., 2003) выявлено, что более 20% предприятий осуществляли эмиссию акций в последние три года, а всего 2% — эмиссию облигаций. При этом о торговле акциями на российском биржевом рынке сообщили 4,7% респондентов, а на зарубежных — 2,0% (6 предприятий финансового сектора и связи). Среди 127 промышленных ОАО выборки 15,2% осуществили эмиссию акций, а всего 2 пред-

приятия (1,6%) — эмиссию облигаций, также бумаги четырех ОАО торговались на российских биржах.

Специально вопрос о выпуске ценных бумаг предприятий поднимался в упомянутых ранее ежеквартальных опросах промышленных предприятий, проводимых ЦЭК при Правительстве Российской Федерации. В 2000—2002 г. ежегодно акции выпускали по 7—8% опрошенных предприятий, облигации — 1—2%, а еврооблигации — не более 1%. При этом собирались выпускать акции в 2003 г. 3% предприятий всей выборки, а облигации — 1%. Среди предприятий, осуществлявших дополнительную эмиссию в 2001 г., ее целью 47% объявили привлечение инвестиций, а 41% — различные корпоративные действия (Итоги обследования, 2000—2003).

Приведенные оценки относятся к обычным АО, среди которых многие фактически превратились в закрытые компании. Вместе с тем, есть исследование (Роль независимых, 2001), в котором были опрошены руководители 100 крупнейших российских предприятий и инвестиционных компаний, зарегистрированных в форме ОАО. В подобной выборке получены несколько иные результаты. Оказалось, что 91% этих компаний использует преимущественно собственные средства, а долговое финансирование — 59%. Хотя о заинтересованности в привлечении долевых инвестиций говорили почти 80% ответивших, но практически привлекали их всего 14%. Но и эти результаты также далеки от демонстрации весомого влияния рынка ценных бумаг на инвестиционный процесс.

Таким образом, рынки ценных бумаг используются основной массой АО для финансирования инвестиций крайне редко, мал и объем привлекаемых ими средств. На российском фондовом рынке в биржевой листинг занесены менее 250 российских эмитентов (причем ликвидными являются акции 7—10 компаний). Новые компании на российские рынки практически не выходят, в основном стабильны и состав лидеров рынка (Григорьев и др., 2003). Правда, сегодня многие компании уже декларируют, что в ближайшие годы они выпустят бумаги для открытого размещения на российских или зарубежных биржах (Российская экономика в 2002 г., 2003). По данным ФКЦБ, на середину 2003 г. на российском рынке представлены бумаги примерно 150 предприятий, а на зарубежных рынках находятся в обращении еврооблигации 14 компаний, на Нью-Йоркской фондовой бирже — акции 5 компаний (в виде АДР третьего уровня), а на европейских биржах — АДР и ГДР около 40 компаний.

Вместе с тем, есть свидетельства бурного развития рынка корпоративных облигаций (Абрамов, 2003; Данилов, 2003). В 2002 г. номинальный объем их размещения составил более 54 млрд руб. (для сравнения — объем размещения акций в 140 раз меньше), причем общий объем размеще-

ния облигаций в 1999—2002 г. — более 113 млрд руб. Число эмитентов облигаций остается небольшим, примерно на уровне 100, целью облигационных займов служит привлечение инвестиций или корпоративные действия внутри бизнес-групп, а дополнительным выигрышем становится приобретение корпорацией “кредитной истории”.

4. КРАТКИЕ ИТОГИ

Преобладающая черта российской корпоративной собственности — концентрированная собственность инсайдеров, включающих и крупных внешних акционеров. Формальные доминирующие собственники — менеджеры компаний и нефинансовые предприятия, за которыми стоят те же менеджеры или крупные бизнес-группы, а в конечном итоге — их владельцы. Речь идет как об известных “олигархических” группах всероссийского масштаба, так и о региональных группах, основанных частным бизнесом зачастую при скрытой поддержке или участии региональных или муниципальных (в крупных городах) администраций.

Превалирующий тип корпоративного контроля, основанный на концентрированной собственности — это контроль доминирующего собственника, непосредственно участвующего в управлении или жестко контролирующего наемный менеджмент. Миноритарные акционеры большей частью отстранены от участия в управлении корпорацией.

Инвестиционная политика нацелена на использование собственных средств, в отдельных случаях — привлечение средств партнеров (бизнес-группы). Банковское участие в капитале и инвестиционной деятельности АО крайне незначительно. Фондовый рынок также не является действенным инструментом контроля или притока инвестиций в масштабах российской экономики. Реально привлекают инвестиции в форме долгового финансирования на российских и зарубежных рынках крайне небольшое число российских компаний.

Основные процессы перераспределения собственности и корпоративного контроля идут вне организованных рынков, при этом активно используются процедуры банкротства и враждебные поглощения, а также различные внутрикорпоративные манипуляции с акционерным капиталом. Большая часть корпоративного сектора формально относится к публичным компаниям, но функционирует в режиме частного предприятия.

Что касается доступных для исследователей количественных данных, то они крайне ограничены, содержат пробелы и искажения, обнаруживаются с опозданием и часто в малоприводной для анализа форме.

Необходимо дальнейшее развитие статистического наблюдения за отношениями собственности, расширяющее круг рассчитываемых данных хотя бы по уже собираемой информации. Что касается выборочных обследований, то здесь проблема состоит в тщательном подходе к построению выборок, обеспечению их репрезентативности, а также в совершенствовании методов сбора информации (вопросников, анкет) и ее представлении. Однако наиболее важным в свете интенсивной имущественной интеграции в российской экономике является методологический вопрос об идентификации предприятия как единицы наблюдения. Сегодня предприятие во многих случаях не самостоятельная единица, а часть бизнес-группы, что осложняет корректную интерпретацию собранной на уровне отдельного предприятия эмпирической информации.

ЛИТЕРАТУРА

Абрамов А. Эволюция спроса и предложения в сфере правового регулирования рынка корпоративных облигаций // Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. Серия “Научные доклады: независимый экономический анализ”. М.: Московский общественный научный фонд; АНО “Проекты для будущего” научные и образовательные технологии, 2003. № 148.

Алимова Т., Карасева Л. и др. Система статистического наблюдения за развитием частного сектора. М.: ИСАРП, 1997.

Басаргин В., Перевалов Ю. Анализ закономерностей формирования корпоративного контроля на приватизированных предприятиях // Проблемы прогнозирования. 2000. № 5.

Витебский В., Коленникова О., Косалс Л. и др. Оборонные предприятия России: 1995—2002 гг. М.: ИСЭПН РАН, 2002.

Голикова В., Долгопятова Т., Кузнецов Б. и др. Спрос на право в области корпоративного управления: эмпирические свидетельства // Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. Серия “Научные доклады: независимый экономический анализ”. М.: Московский общественный научный фонд; АНО “Проекты для будущего” научные и образовательные технологии”, 2003. № 148.

Григорьев Л., Гурвич Е., Саватюгин А. и др. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. М., 2003.

Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А. и др. Корпоративное управление в российской промышленности. М., 2003. (Аналитический отчет на сайте ЦЭФИР www.cefir.ru)

Данилов Ю. О мифах фондового рынка. (Доклад на семинаре “Институциональные проблемы российской экономики”) Препринт WP1/2003/05. М.: ГУ ВШЭ, 2003.

Дерябина М. Реструктуризация российской экономики через передел собственности и контроля // Вопросы экономики. 2001. № 10.

Долгопятова Т. Реструктуризация собственности и контроля в промышленности // Предпринимательство в России. 1995. № 3—4.

Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности // Вопросы экономики. 2001. № 5.

Долгопятова Т. Формирование отношений собственности в российской промышленности: эмпирический анализ // Управление социально-экономическим развитием России: концепции, цели, механизмы / Под ред. Д. Львова, А. Поршнева. М.: Экономика, 2002. С. 225—243.

Долгопятова Т., Кузнецов Б. Факторы адаптации промышленных предприятий (по результатам опроса руководителей). Доклад, представленный на 4-й Международной научной конференции ГУ ВШЭ “Модернизация российской экономики: социальный аспект”. М., 2—4 апреля 2003.

Дополнения к прогнозному плану (программе) приватизации федерального имущества на 2003 год. Сайт Министерства имущественных отношений Российской Федерации.

Дынкин А., Соколов А. Интегрированные бизнес-группы в российской экономике // Вопросы экономики. 2002. № 4.

Зимица Т. Акционерные общества работников: первые итоги развития // ЭКО. 2002. № 3.

Итоги обследования деловой активности промышленных предприятий за I квартал 2000/2003 гг. М.: ЦЭК при Правительстве Российской Федерации, 2000—2003. Вып. 29, 33, 37, 41.

Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности // Вопросы экономики. 2001. № 12.

Конкуренция на рынках небанковских финансовых услуг. М.: ТЕИС, 2002.

Основные направления и факторы реструктуризации промышленных предприятий. М.: Бюро экономического анализа, 2001.

Паппэ Я. Российский крупный бизнес как экономический феномен: особенности становления и современного этапа развития // Проблемы прогнозирования. 2002. № 1.

Паппэ Я. Российский крупный бизнес как экономический феномен: специфические черты модели его организации // Проблемы прогнозирования. 2002. № 2.

Пресс-релиз Министерства имущественных отношений Российской Федерации от 7 февраля 2003.

Прогнозный план (программа) приватизации федерального имущества на 2003 год. Сайт Министерства имущественных отношений Российской Федерации.

Промышленность России. 2000. М.: Госкомстат Российской Федерации, 2000.

Промышленность России. 2002. М.: Госкомстат Российской Федерации, 2002.

Радыгин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. 2002. № 1.

Радыгин А., Энтов Р. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. Научные труды ИЭПП. М.: ИЭПП, 2001. № 36.

Радыгин А., Энтов Р., Юдин А. и др. Трансформация отношений собственности и сравнительный анализ российских регионов. М.: Консорциум по вопросам прикладных экономических исследований, 2001.

Розинский И. Механизмы получения доходов и корпоративное управление в российской экономике // Предприятия России: корпоративное управление и рыночные сделки. М.: ГУ ВШЭ, 2002. С. 168—182.

Роль независимых членов советов директоров в управлении российскими компаниями. Аналитический отчет Ассоциации менеджеров и Ассоциации по защите прав инвесторов. М., 2001.

Российский статистический ежегодник. 2002. М.: Госкомстат Российской Федерации, 2002.

Российская промышленность: институциональное развитие / Под ред. Т. Долгопятовой. М.: ГУ ВШЭ, 2002.

Российская экономика в 2001 г.: тенденции и перспективы. М.: ИЭПП, Март 2002. Т. 2. Вып. 23.

Российская экономика в 2002 г.: тенденции и перспективы. М.: ИЭПП, Февраль 2002. Вып. 24.

Рудык Э., Керемецкий Я., Букреев В. Сохранение и защита прав собственности работников в акционерных обществах: главные проблемы и пути их решения // Российский экономический журнал. 2001. № 3.

Социально-экономическое положение России. Январь 2003. М.: Госкомстат Российской Федерации, 2003.

Устюжанина Е. “Другая” частная собственность: приватизация по-русски // Экономическая наука современной России. 2001. № 2.

Эпштейн Б. Россия — чемпион по слияниям в Центральной и Восточной Европе // Ведомости. 24 апреля 2002.

Яковлев А. Корпоративное управление, реструктуризация предприятий и мотивация собственников // Модернизация экономики России: Итоги и перспективы. Сб. докладов 3-й Международной научной конференции ГУ ВШЭ / Под редакцией Е. Ясина. М.: ГУ ВШЭ, 2003. Кн. 1. С. 187—196.

Berglof E., von Tadden L. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. Mimeo. 2001.

Black B., Kraakman R., Tarassova A. Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? // Stanford Law Review. 2000. Vol. 52. P. 1731—1808.

Fox M., Heller M. Lessons from Fiascos in Russian Corporate Governance // Law School. University of Michigan, William Davidson Institute. Working Paper. 1999. N 012.

Препринт WP1/2003/03
Серия WP1
Институциональные проблемы российской экономики
Редактор серии *А.А. Яковлев*

Татьяна Григорьевна Долгопятова

**Становление корпоративного сектора
и эволюция акционерной собственности**

Публикуется в авторской редакции

Зав. редакцией *Е. В. Попова*
Выпускающий редактор *А. В. Заиченко*
Технический редактор *С. Д. Зиновьев*

ЛР № 020832 от 15 октября 1993 г.
Формат 60x84/16. Бумага офсетная. Печать трафаретная.
Тираж 150 экз. Уч.-изд. л. 2,77. Усл. печ. л. 2,56. Заказ № 190. Изд. № 409

ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3
Типография ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3