

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

*Р.И. Капелюшников*

**КОНЦЕНТРАЦИЯ СОБСТВЕННОСТИ  
И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ**

Препринт WP1/2005/03

Серия WP1  
Институциональные проблемы  
российской экономики

Москва  
ГУ ВШЭ  
2005

УДК 330.341.2

ББК 65.04

К 20

К 20 **Капелюшников Р.И.** Концентрация собственности и корпоративное управление. Препринт WP1/2005/03. — М.: ГУ ВШЭ, 2005. — 40 с.

В работе представлена обобщенная картина корпоративного ландшафта современной мировой экономики. Руководствуясь критерием концентрации собственности, автор выделяет два базовых типа крупных корпораций, преобладающих в различных странах мира, — с широким владением акциями (модель W) и с доминированием блокхолдеров (модель B). Подробно анализируются сравнительные достоинства и недостатки этих альтернативных моделей, а также экономические, правовые и политические факторы, которые предопределяют выбор в пользу того или другого варианта. В заключение рассматриваются возможные траектории дальнейшей эволюции специфической системы корпоративного управления, сложившейся в России в бурные 1990-е гг.

УДК 330.341.2  
ББК 65.04

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

© Капелюшников Р.И., 2005  
© Оформление. ГУ ВШЭ, 2005

Настоящая работа представляет собой краткий обзор основных теоретических подходов к проблеме концентрации собственности, существующих в современной литературе по корпоративному управлению. В ее основу положен доклад на тему «Концентрация собственности и экономическое поведение предприятий», представленный в марте 2005 г. на научном семинаре Института мировой экономики и международных отношений РАН (руководитель семинара — академик В.А. Мартынов). Жанр доклада накладывает неизбежные ограничения, и этим объясняется известная схематичность и «несбалансированность» изложения: одни проблемы обсуждаются более подробно, другие — лишь мимоходом, третьи не затрагиваются вовсе. Так что едва ли специалисты, внимательно следящие за новейшими тенденциями в развитии теории корпоративного управления, найдут для себя в этом обзоре много нового. Однако, учитывая, какое большое внимание уделяется проблемам концентрации собственности в общественных дискуссиях последних лет, я все же надеюсь, что он представит определенный интерес для более широкого круга читателей — не только профессиональных экономистов или политологов, но и всех, кто хочет лучше узнать, как устроен и по каким законам развивается современный крупный бизнес в различных экономиках мира.

## Введение

Процесс распределения капитала — как между отдельными фирмами, так и внутри них — является центральным элементом капитализма как экономической системы. Главным препятствием, неизбежно встающим на пути движения капитала (говоря более конкретно — на пути превращения сбережений в инвестиции), оказывается проблема доверия. Отсюда — критический вопрос, от решения которого в конечном счете зависят перспективы развития любой экономики: кому те, у кого есть сбережения, могли бы доверить их для выгодного помещения? Существуют ли агенты, способные разумно и честно распорядиться ими, и если да, то кто они — профессиональные менеджеры, крупные предприниматели, банкиры, политики, государственные чиновники? Если же доверия нет ни к кому, то тогда значительная часть накопленных так и будет оставаться без движения — «зарываться в землю» в переносном, а иногда и в буквальном смысле слова.

Чтобы пойти на риск и отдать свои сбережения в чужие руки, нужно быть уверенным, что они не будут потрачены впустую или вообще

похищены. А чтобы иметь такую уверенность, нужно, во-первых, располагать эффективными рычагами воздействия на тех, в чьи руки передаются сбережения, и, во-вторых, обладать надежной и непрерывно обновляемой информацией о том, как они их используют. Таким образом, в самом общем смысле систему корпоративного управления (corporate governance) можно было бы определить как набор институциональных механизмов (средства контроля плюс каналы информации), способствующих перетоку сбережений от тех, кто готов их делать, к тем, кто знает, как лучше ими распорядиться.

Насколько эффективно осуществляется перераспределение капитала между фирмами и внутри них во многом зависит от того, какую структуру собственности они имеют — дисперсную или высококонцентрированную. Но здесь необходимо сделать одно терминологическое уточнение. Как видно из названия обзора, ни концентрация производства, ни концентрация богатства не входят в круг рассматриваемых в нем проблем. Речь идет именно о *концентрации собственности*, т.е. о распределении акционерного капитала между различными владельцами *внутри* отдельных компаний. Чем больше доля акций, принадлежащая крупнейшему собственнику или группе из нескольких крупнейших собственников компании, тем выше концентрация собственности; чем меньше доля акций, принадлежащая крупнейшему собственнику или группе из нескольких крупнейших собственников компании, тем она ниже. Нас будет интересовать вопрос: как концентрация собственности влияет на поведение различных групп экономических агентов и конечные результаты деятельности компаний? Является ли она фактором, способствующим повышению экономической эффективности, или, напротив, фактором, вызывающим ее снижение?

### Эволюция представлений

Как известно, начало систематической разработке данного раздела экономических исследований положила классическая работа А. Берли и Г. Минза «Современная корпорация и частная собственность» (1932)<sup>1</sup>. В ней был сформулирован знаменитый тезис об отделении собственности и контроля, из которого следовало, что деконцентрация

<sup>1</sup> Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. N. Y.: Macmillan, 1932.

собственности способна порождать множество трудноразрешимых проблем и резко отрицательно сказываться на экономической эффективности. В условиях распыленной акционерной собственности деятельность наемных менеджеров становится фактически бесконтрольной и они получают возможность преследовать свои личные интересы в ущерб интересам акционеров — работать с низкой отдачей, окружать себя дорогостоящими предметами роскоши, неоправданно завышать собственное вознаграждение, ввязываться в амбициозные убыточные проекты, превращать в самоцель непрерывное расширение компаний, во главе которых они стоят, и т. д. В изображении Берли и Минза современная корпорация представляла в виде крупной фирмы с множеством разрозненных мелких акционеров и горсткой всесильных, никому не подотчетных менеджеров, узурпировавших право на принятие решений и распоряжающихся чужим богатством по собственному усмотрению.

Хотя в последующие десятилетия само понятие современной корпорации, введенное Берли и Минзом, получило широкое признание, их центральный тезис об отделении собственности и контроля не был принят безоговорочно. Возникла обширная литература, где с самых различных позиций он начал подвергаться всевозможным корректировкам, уточнениям и дополнениям. Основные усилия исследователей оказались сосредоточены на выявлении институциональных механизмов, которые несмотря на отделение собственности от контроля тем не менее были бы способны дисциплинировать поведение наемных менеджеров в интересах собственников. К числу важнейших механизмов, выявленных в ходе этих исследований, относятся: возможность привлечения менеджеров к судебной ответственности за недобросовестное исполнение своих обязательств по отношению к собственникам; контроль за деятельностью менеджмента со стороны Советов директоров; активное участие в выработке и принятии важнейших для компании решений крупных инвесторов (прежде всего — институциональных), сосредоточивших в своих руках значительные пакеты акций; мониторинг со стороны банков, выступающих по отношению к корпорациям в роли кредиторов; практика голосования по доверенности, позволяющая мелким акционерам объединять свои усилия и получать большинство голосов на общих собраниях; рынок менеджериального труда, конкуренция на котором может служить действенным ограничителем оппортунистического поведения менеджеров; использование стимулирующих схем вознаграждения высших уп-

равляющих (включая опционы на выкуп ими акций при достижении корпорациями высоких экономических результатов); рынок поглощений, когда акции компаний, которыми руководят недобросовестные или недостаточно компетентные менеджерские команды, скупаются охотниками-рейдерами и затем после проведения реструктуризации вновь выносятся на рынок; внедрение в сознание будущих менеджеров в процессе их подготовки в бизнес-школах этических норм, ориентированных на защиту интересов акционеров, и др. Считается, что особое место среди этих разнообразных дисциплинирующих инструментов принадлежит рынку поглощений. Необходимо оговориться, что его дисциплинирующий эффект связан не столько с реально проводимыми поглощениями (дисциплинирование *ex post*), число которых может быть невелико, сколько с самим фактом существования подобной угрозы (дисциплинирование *ex ante*), с которой так или иначе приходится считаться руководителям любых компаний.

И все же конечный вывод, следовавший из этих исследований, состоял в том, что тезис Берли и Минза сохраняет силу при наличии любых, даже самых совершенных институтов корпоративного управления. Хотя дисциплинирующие механизмы, перечисленные выше, могут значительно снижать риск менеджериального оппортунизма, они не в состоянии устранить его полностью, поскольку их использование в свою очередь требует немалых издержек.

Первая волна исследований, посвященных проблемам корпоративного управления, отличалась отчетливо выраженным «американоцентризмом». Поскольку они строились почти исключительно на материале США, это было в каком-то смысле неизбежно. Неявно подразумевалось, что во всем мире системы корпоративного управления устроены примерно одинаково, так что проблемы, характерные для корпоративного сектора США, имеют универсальную значимость. Этот односторонний подход стал преодолеваться лишь постепенно, в 1970—1980-е гг., когда в поле зрения исследователей попали две других крупнейших экономики мира — Германия и Япония. Анализ показал, что большинство ведущих компаний этих стран мало походят на «современную корпорацию» в изображении Берли и Минза. Ядром германской системы корпоративного управления выступают крупнейшие банки, японской — бизнес-группы (кейрецу), также строящиеся вокруг банков. И поскольку в тот период казалось, что Германия и Япония развиваются намного успешнее, чем США, трудно было избежать искушения и не связать различия в экономических достижениях с раз-

личиями в национальных моделях корпоративного управления. В бесчисленном множестве монографий и журнальных статей стало доказываться, что американские акционеры близоруки, тогда как немецкие и японские инвесторы — дальновидны; что первые руководствуются исключительно краткосрочными спекулятивными мотивами, тогда как вторые — интересами долгосрочного развития своих компаний; что по сравнению с рынком капитала банки (в силу их профессиональной компетенции) являются не только более надежными поставщиками инвестиционных ресурсов, но и более эффективными «контролерами» за деятельностью менеджмента и т. п. В моду вошли рассуждения о том, что США пора уже начать брать уроки у Германии и Японии и перестраивать свою систему корпоративного управления, ориентируясь на их опыт. В противном случае в глобальной конкуренции на мировом рынке их ждет неминуемое поражение.

Однако на рубеже 1980—1990-х гг., когда Германия и Япония попали в затяжную полосу экономических неудач, эти рассуждения стали быстро сходить на нет. Новая консенсусная точка зрения, утвердившаяся в первой половине 1990-х гг., была выражена в знаменитом обзоре по проблемам корпоративного управления А. Шляйфера и Р. Вишни<sup>2</sup>. В нем был сформулирован тезис, который можно было бы назвать «тезисом об эквивалентности». После детального анализа национальных особенностей систем корпоративного управления в США, Германии и Японии авторы обзора приходили к заключению, что с точки зрения эффективности их следует считать приблизительно равноценными. Ни одна из них не обладает какими-то абсолютными преимуществами по сравнению с двумя другими. Хотя у каждой есть свои плюсы и минусы, конечные результаты их деятельности примерно одинаковы.

В подтверждение своего вывода Шляйфер и Вишни апеллировали к идее институциональной конкуренции. Предположим, что та или иная модель на порядок эффективнее остальных. В таком случае мы вправе были бы ожидать, что под давлением сил конкуренции менее успешные системы начнут сдвигаться в направлении более успешной, перенимая наиболее важные элементы ее институционального устройства. Однако на практике подобной конвергенции не наблюдалось. В течение многих десятилетий все три сравниваемых модели двига-

<sup>2</sup> Shleifer A., Vishny R. A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance. 1997. Vol. 52. No 2.

лись по своим собственным траекториям, без видимых попыток с них сойти. Это, по мнению Шляйфера и Вишни, можно было рассматривать как подтверждение того, что несмотря на многочисленные национальные особенности моделей корпоративного управления, сформировавшихся в США, Германии и Японии, все они в конечном счете работали одинаково хорошо — или, в зеркальной формулировке, одинаково плохо.

Примерно тогда же британскими исследователями Дж. Франком и К. Майером была предложена обобщающая формула, которая в сжатом виде выражала главные отличительные характеристики организации корпоративного сектора в США, Германии и Японии<sup>3</sup>. Три признака рассматривались в качестве ключевых: 1) какой из внешних источников финансирования инвестиций является ведущим; 2) где находится локус контроля; 3) на чьи интересы преимущественно ориентирована вся деятельность корпораций. Согласно Франку и Майеру, англосаксонская модель корпоративного управления — это модель с доминированием рынка капитала, контролем со стороны аутсайдеров и ориентацией на интересы акционеров (stockholders). Соответственно альтернативная модель, действующая в Германии и Японии, описывалась ими как модель с доминированием банков, контролем со стороны инсайдеров и ориентацией на интересы стейкхолдеров (stakeholders) — т.е. более широкого круга агентов, включающего помимо собственников компаний также и их работников, поставщиков, потребителей, представителей местных сообществ и т. д. Формула Франкса—Майера быстро завоевала популярность и в литературе, посвященной сравнительному анализу национальных систем корпоративного управления, она продолжает широко использоваться и сейчас.

Однако уже во второй половине 1990-х гг. консенсусные представления, сложившиеся в предшествующий период, подверглись радикальному пересмотру. Можно говорить о настоящем концептуальном прорыве, произошедшем в эти годы. И дело не только в том, что трудности, с которыми столкнулись экономики Германии и Японии, продолжали нарастать и в них наметились реальные подвижки навстречу англосаксонской модели корпоративного управления<sup>4</sup>. Гораздо важнее,

<sup>3</sup> Franks J., Mayer C. Corporate Control: A Comparison of Insider and Outsider Systems. L.: London Business School, Institute of Finance and Accounting, Working Paper, 1994.

<sup>4</sup> В Германии эти институциональные нововведения были достаточно ограниченными, но в Японии они оказались весьма далеко идущими, вызвав очень серьезные изменения в деятельности корпоративного сектора.

что в поле зрения исследователей, наконец, попали большие массивы страновых данных, из которых стало ясно, что в действительности мир корпоративного управления выглядит далеко не так, как казалось раньше<sup>5</sup>. Многое из того, что воспринималось как общее правило, на деле оказалось редчайшим исключением.

Суть произошедшего концептуального сдвига можно пояснить, взяв за отправную точку формулу Франкса—Майера. В свете новых представлений стало ясно, что разграничительные признаки, из которых она исходит, являются производными от более важного и фундаментального фактора. Этот фактор — *концентрация собственности*.

## Базовые модели

Исходя из этого основополагающего критерия новейшие исследования выделяют две базовые модели крупной корпорации. Во-первых, это корпорация с распыленной собственностью, или, в иных терминах, с широким владением акциями — *модель W* (the widely-held corporation model). В этом случае речь по существу идет о «современной корпорации» Берли—Минза, контролируемой профессиональными менеджерами с лояльным им Советом директоров и пассивной массой мелких акционеров. Во-вторых, это корпорация с концентрированной собственностью, или, в иных терминах, с доминирующими собственниками-блокхолдерами — *модель B* (the blockholder model). В этом случае речь идет о корпорации, контролируемой крупными собственниками, которые имеют возможность по собственному усмотрению формировать Совет директоров (при необходимости возглавляя его), а также назначать и менять высших менеджеров. Кто в таких корпорациях выступает в роли контролирующих собственников? Чаще всего — богатые семьи (отсюда термин «семейный капитализм»), реже — государство, еще реже — финансовые институты или другие нефинансовые корпорации.

Если говорить об ареалах распространения моделей W и B, то для первой — это англосаксонские страны, для второй — практически весь остальной мир. Вот как описывается мировой корпоративный ландшафт в недавнем исследовании Национального бюро экономических

<sup>5</sup> La Porta R., Lopez-di-Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership Around the World // Journal of Finance. 1999. Vol. 54. No 2.

исследований США, посвященном сравнительному анализу национальных моделей корпоративного управления: «Капитализм начала XXI века представляет собой пеструю смесь экономических систем. В США *капитализм* — это система, где множество корпораций конкурируют друг с другом за потребителей. Монополии находятся вне закона, хотя защита от них с помощью судов не всегда оказывается надежной. Каждая корпорация имеет генерального директора, который диктует, как правило, пассивному Совету директоров корпоративную политику и стратегию. Действительными собственниками американских крупнейших корпораций являются миллионы акционеров, принадлежащих к среднему классу, но поскольку каждый из них владеет лишь несколькими сотнями или тысячами акций, то в большинстве случаев они остаются дезорганизованными и бессильными. Лишь немногие институциональные инвесторы аккумулируют настолько большие пакеты акций крупных фирм (от 3 до 5%), что их голоса обретают достаточную громкость и начинают проникать в зал заседаний Совета директоров. Генеральные директора корпораций пользуются предоставленной им огромной властью (вплоть до злоупотребления ею) исходя из своих личных политических, социальных и экономических убеждений. В большей части всего остального мира *капитализм* — это система, где горстка неимоверно богатых семей контролирует почти все крупнейшие корпорации страны, а иногда и ее правительство впридачу. Конкуренция, как правило, остается миражем, ибо только несколько крупных корпораций являются по-настоящему независимыми. Профессиональные менеджеры нанимаются, чтобы обслуживать интересы олигархических семейных династий, которые ревностно оберегают имеющуюся у них власть, подчас с большим ущербом для экономики своих стран»<sup>6</sup>.

Важный дополнительный штрих в эту картину вносят системы корпоративного управления, действующие в Германии и Японии. Дело в том, что в системе координат W/V они не поддаются однозначной классификации (об этом мы еще поговорим позднее) и предстают как своего рода уникамы, почти не имеющие аналогов в других частях мира (сходная с ними модель действует, пожалуй, лишь в Нидерландах).

Если говорить о наиболее фундаментальном расхождении между моделями W и V, то оно прямо вытекает из неодинакового уровня кон-

<sup>6</sup> Morck R. L., Steier L. The Global History of Corporate Governance — An Introduction. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, Working Paper 11062.

центрации собственности. Именно этим определяется, какой тип конфликтов оказывается для них основным. В одном случае это конфликт между акционерами и наемными менеджерами, в другом — между блокхолдерами и всеми остальными акционерами. В рамках модели W речь идет о некомпетентности или оппортунистическом поведении профессиональных менеджеров, в рамках модели V — о некомпетентности или оппортунистическом поведении крупнейших акционеров. В первой существует риск экспроприации богатства инвесторов со стороны наемных менеджеров, во второй — риск его экспроприации со стороны доминирующих собственников. В известных пределах эти конфликты являются взаимопогашающимися: можно ожидать, что по мере нарастания концентрации собственности острота первого должна ослабевать, тогда как второго — усиливаться. Иными словами, между издержками, которые здесь возникают, может существовать определенный trade-off: чем больше одни, тем меньше другие, и наоборот<sup>7</sup>.

### Проблема *entrenchment*'а

Однако в более общей теоретической перспективе оба эти конфликта предстают как разные проявления одной и той же фундаментальной проблемы — проблемы «окапывания» (*entrenchment*). Только в режиме W «окапывающимися» оказываются профессиональные менеджеры, тогда как в режиме V — блокхолдеры (чаще всего — богатые семьи). В современной теории корпоративного управления проблема *entrenchment*'а занимает центральное место<sup>8</sup>. С известным преувеличением можно даже сказать, что в конечном счете смысл различных механизмов корпоративного управления как раз и состоит в том, чтобы способствовать ее решению. Соответственно об их эффективности или неэффективности можно судить по тому, насколько успешно или неуспешно они с ней справляются.

<sup>7</sup> С одной стороны, чем больший пакет акций сосредоточен в руках крупнейших собственников, тем жестче и эффективнее контроль за деятельностью менеджмента и тем меньше издержки, связанные с его оппортунистическим поведением. С другой стороны, чем больший пакет акций сосредоточен в руках крупнейших собственников, тем труднее контролировать их деятельность другим акционерам и тем больше издержки, связанные с их оппортунистическим поведением.

<sup>8</sup> Jensen M. C., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. No 2.

Выдвижение на первый план проблемы entrenchment<sup>9</sup> заставило исследователей обратить пристальное внимание на разнообразные защитные средства, к которым могут прибегать «окопавшиеся» агенты, чтобы обезопасить себя от утраты занятых позиций. Задача, на решение которой направлены усилия наемных менеджеров в рамках модели W, — как обеспечить контроль за деятельностью компании при отсутствии сколько-нибудь значимой собственности, принадлежащей лично им. Задача, на решение которой направлены усилия блокхолдеров в рамках модели B, — как привлечь средства «публики» (потенциальных мелких акционеров), не выпустив бразды правления деятельностью компанией из своих рук<sup>9</sup>.

Методы, которые могут способствовать достижению этих целей, разнообразны. В режиме W — это введение ограничений на передачу голосов от одних акционеров к другим; установление пределов на максимальное количество голосующих акций, с которым может участвовать на общих собраниях отдельный акционер; «золотые парашюты»; «отравленные таблетки»; «белые рыцари» и т. д. В режиме B — это перекрестное владение акциями; выпуск акций с неравным количеством голосов (т. е. отступления в большую или меньшую сторону от принципа «одна акция — один голос»); выстраивание пирамидальных холдинговых структур с широким основанием и узкой вершиной (когда, например, созданная неким предпринимателем фирма X, являющаяся его 100%-й личной собственностью, учреждает дочернюю компанию Y, в капитале которой ее доля составляет 51%; Y в свою очередь учреждает внучатую компанию Z, в капитале которой ее доля также составляет 51%, и т. д.).

Как показывает опыт, пирамидальные структуры являются наиболее распространенным и наиболее действенным орудием «окапы-

<sup>9</sup> В модели B также имеет место отделение собственности и контроля, но только иного типа, чем в модели W. Простейшим примером может служить использование акций двойного класса — скажем, простых и привилегированных. Представим себе фирму, акционерный капитал которой распределяется между контролирующим собственником и остальными акционерами в пропорции 1:9, но при этом все акции, принадлежащие первому, являются голосующими, а все акции, принадлежащие вторым, — неголосующими. В этом случае все права на контроль (control rights) — т. е. на участие в принятии решений — окажутся сконцентрированы в руках единственного акционера, тогда как права на денежный поток (cash flow rights) — т. е. на участие в прибыли — рассредоточены среди всех акционеров компании. Тогда с помощью различных манипуляций (например, трансфертных цен) контролирующий собственник может сделать так, что все выгоды от проектов фирмы будут доставаться ему, при том что основную часть издержек по их финансированию будут нести другие.

вания» в рамках модели B. Их создание позволяет формировать разветвленные, многоуровневые бизнес-группы, в которых собственники, находящиеся на вершине пирамиды, получают возможность распоряжаться огромным капиталом, во много раз превосходящим их личные вложения. Концентрация собственности и организация крупного бизнеса на групповой основе оказываются, таким образом, тесно взаимосвязаны. Действительно, в странах с распыленной структурой собственности большинство ведущих компаний действуют самостоятельно, сохраняя внегрупповой статус.

Условно в проблеме «окапывания» можно выделить три основных аспекта. Первый — «статический». Речь идет о потерях, связанных с невозможностью быстро идентифицировать неэффективных и недобросовестных менеджеров или неэффективных и недобросовестных блокхолдеров и сменить их на более эффективных и добросовестных. Каких грандиозных размеров могут достигать эти потери в рамках модели W, наглядно демонстрирует недавний скандал с американской корпорацией «Энрон»; каких грандиозных размеров они могут достигать в рамках модели B, наглядно показывает недавний скандал с итальянской компанией «Пармалат».

Второй аспект — «динамический». Он связан с тем, что «окопавшиеся» агенты оказываются заинтересованы в недопущении на рынок капитала новых перспективных компаний, которые могли бы вступить с ними в конкуренцию за сбережения публики. Суть этого эффекта удачно выражена в названии недавней книги двух американских экономистов — «Спасти капитализм от капиталистов»<sup>10</sup>. Дело в том, что для «старых» крупных компаний поступление средств за счет дополнительного выпуска акций имеет обычно второстепенное значение (главным источником финансирования инвестиций служит для них нераспределенная прибыль). Однако доступ к рынку капитала имеет жизненно важное значение для «молодых» небольших фирм, которые при успешном первичном размещении своих акций могут одномоментно мобилизовать значительный объем денежных ресурсов и таким образом вырваться на лидирующие позиции в своей отрасли. Но дорогу им может преграждать крупный бизнес предшествующих поколений, заинтересованный в том, чтобы замыкать основные финансовые потоки на себя.

<sup>10</sup> Rajan R.G., Zingales L. Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunities. N. Y.: Crown Business, 2003.

Сошлемся на пример Швеции<sup>11</sup>. По имеющимся оценкам, если до начала 1930-х гг. доля средств, привлекавшихся шведскими компаниями с рынка капитала (за счет выпуска акций и облигаций), достигала 10% от валовых внутренних капиталовложений, то в последующие десятилетия она снизилась до 1%. Это, естественно, не могло не отразиться на возрастной структуре крупного бизнеса страны. Из 50 крупнейших шведских компаний, действующих в настоящее время, 31 были созданы до 1914 г. и среди них нет ни одной, которая была бы создана после 1970 г.!

И, наконец, крайним проявлением проблемы *entrenchment*'а можно считать ситуацию, при которой «окопавшиеся» экономические агенты вступают в устойчивые симбиотические отношения с «окопавшимися» политическими агентами. (В марксистских терминах это можно было бы обозначить как «сращивание силы государства с силой монополий».) В результате политико-экономическая система страны приобретает отчетливую олигархическую окраску.

### За и против

Какие теоретические аргументы можно выдвинуть в пользу моделей с концентрированной и деконцентрированной собственностью?

Позволяя инвесторам распределять вложения небольшими порциями между акциями различных компаний, модель W обеспечивает условия для эффективной диверсификации риска. Дополнительное снижение риска достигается благодаря существованию высоколиквидного вторичного рынка акций. Стоимость капитала уменьшается и фирмы получают возможность привлекать его в больших объемах и на лучших для себя условиях; это позволяет им достигать более крупных размеров и реализовывать преимущества, связанные с экономией на масштабе. Модель W предполагает существование конкурентного рынка капитала, а конкурентный рынок капитала является важным фактором поддержания конкуренции на рынках товаров и труда. Кроме того, являясь менее инерционной и более гибкой, она позволяет быстрее и с меньшими трениями осуществлять реструктуризацию компаний. В современных условиях, характеризующихся резкими структур-

<sup>11</sup> Hogfeldt P. The History and Policies of Corporate Ownership in Sweden. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, Working Paper 10641.

ными и технологическими сдвигами, это может становиться очень серьезным, подчас решающим преимуществом<sup>12</sup>.

Модель В ограничивает возможности для диверсификации риска, имеет более узкую акционерную базу и менее ликвидный вторичный рынок. Как следствие, стоимость привлечения дополнительного капитала заметно возрастает. Атрофия рынка капитала делает в свою очередь более вероятной монополизацию рынков товаров и труда. Вместе с тем в рамках этой модели лояльность акционеров по отношению к «своим» компаниям оказывается выше, что способствует удлинению временного горизонта принимаемых решений, облегчает реализацию проектов с длительными сроками окупаемости и помогает компаниям с концентрированной собственностью с меньшими трудностями переживать «плохие» времена.

Главный недостаток модели W, как уже отмечалось, состоит в том, что власть в компаниях узурпируется наемными менеджерами, которые оказываются фактически неподотчетными собственникам и могут использовать принадлежащие им средства в своих корыстных целях. Теоретически эффективным средством для преодоления оппортунизма менеджеров может служить переход к модели В. В свою очередь ее главный недостаток, как уже отмечалось, состоит в том, что Советы директоров захватываются блокхолдерами, которые могут действовать исходя из своих интересов в ущерб интересам остальных акционеров. (Например, перекачивать активы компании в свою пользу, используя для этого сделки с трансфертными ценами.) Теоретически эффективным средством для преодоления оппортунизма блокхолдеров может служить переход к модели W.

Как видим, поставленный в абстрактной форме вопрос о предпочтительности того или иного варианта корпоративного управления не имеет однозначного ответа. Все определяется конкретными экономическими, институциональными и технологическими условиями<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Кроме того, в рамках модели W разрывается жесткая связь между высшей управленческой деятельностью и наличием богатства, характерная для семейных фирм с концентрированной структурой собственности. Доступ к руководству компаниями получают талантливые менеджеры, не располагающие большим личным состоянием. В результате судьба компаний перестает зависеть от такого непредсказуемого фактора, как передача предпринимательских способностей от основателей бизнес-династий к их потомкам. (Как известно, самая распространенная причина крушения таких династий — утрата наследниками предпринимательского духа и деловых качеств «отцов-основателей».)

<sup>13</sup> Если рыночный механизм отбора действует активно, то можно ожидать, что для каждой конфигурации собственности будет отыскиваться ниша, где ее плюсы максимально перевешивают минусы и где она обладает наибольшими преимуществами по сравнению с альтернативными конфигурациями собственности. Именно с этим связан тот факт, что в любой реальной экономике наблюдается огромное разнообразие форм экономической жизни.



В зависимости от них иным будет оказываться и оптимальный уровень концентрации собственности: в одних случаях лучших результатов можно ожидать от модели W, в других — от модели В. Этот вывод подтверждается новейшими исследованиями, которые выявили огромные межстрановые вариации в показателях концентрации собственности и типах корпоративного управления.

### Причины межстрановых различий

Почему в одних странах преобладают компании с дисперсной структурой собственности, а в других — с высококонцентрированной? Чем объясняются национальные предпочтения в пользу той или иной модели? По-видимому, несколько факторов являются здесь решающими.

1. Одним из важнейших выступает сам уровень экономического развития. Семейная фирма является «прародительницей» любых других, более сложных форм организации бизнеса. Многие страны еще не достигли той стадии экономической зрелости, на которой такие более сложные организационные структуры стали бы возможны. Качество институциональной среды в этих странах остается крайне низким. Многие важнейшие институты, необходимые для успешного функционирования рыночной системы (включая институты корпоративного управления), находятся в зачаточном состоянии или вообще отсутствуют. В подобных условиях концентрация собственности становится компенсаторным механизмом, восполняющим многочисленные институциональные пустоты. При низком уровне доверия, слабой контрактной дисциплине, ограниченности и непрозрачности экономической информации, отсутствии независимых судов, ненадежности механизмов инфорсменты, высокой коррупции и т. д. семейные и родственные связи помогают создавать полуавтономную бизнес-среду, в которой оказываются возможны достаточно сложные сделки, рассчитанные на длительную временную перспективу. Когда участники экономического взаимодействия принадлежат к одной семье или одному родственному клану, возрастает уровень доверия, уменьшается риск оппортунистического поведения, повышается действенность неформальных механизмов инфорсменты, снижаются трансакционные издержки. Так устойчивые экономические связи в рамках больших семейных бизнес-групп могут становиться дополнением или даже заменой дисфункциональных рынков товаров, труда и капитала. В силу этого в

странах с малоэффективной экономикой и несовершенными институтами естественно ожидать доминирования модели В.

Существует еще одна причина, почему в таких странах концентрация собственности обычно удерживается на очень высокой отметке. Это — недостаточное предложение предпринимательских талантов. В условиях их недостаточности концентрация собственности обеспечивает серьезные преимущества за счет экономии на масштабе. Если предложение одаренных и компетентных руководителей бизнеса сильно ограничено, то тогда может быть намного выгоднее, чтобы один талантливый предприниматель, пользующийся всеобщим доверием и уважением, контролировал большой массив ресурсов, чем расплывать их среди множества посредственностей с сомнительными деловыми и нравственными качествами.

2. Однако концентрированная собственность преобладает не только в развивающихся, но и в большинстве развитых стран. Несмотря на высокий уровень экономического развития и хорошо функционирующую систему институтов в них не наблюдается отделения собственности и контроля в смысле Берли—Минза: структура собственности остается высококонцентрированной. Очевидно, что за этим должны скрываться какие-то иные факторы помимо общего состояния экономической или институциональной среды.

«Правовая» теория корпоративного управления, получившая в последние годы наибольшее признание, связывает межстрановые вариации в показателях концентрации собственности с особенностями национальных правовых систем, а если говорить более конкретно — с различиями в степени защищенности прав акционеров<sup>14</sup>. В тех странах, где они защищены лучше (США, Великобритания), собственность оказывается распыленной, в тех странах, где они защищены хуже (континентальная Европа), — концентрированной. Отсюда следует, что по мере предоставления акционерам все более широких прав можно ожидать постепенной трансформации модели В в модель W.

В этом направлении должны действовать несколько факторов, лежащих как на стороне спроса, так и на стороне предложения. С од-

<sup>14</sup> La Porta R., Lopez-di-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Legal Determinants of External Finance // Journal of Finance. 1997. Vol. 52. No 3; La Porta R., Lopez-di-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Law and Finance // Journal of Political Economy. 1998. Vol. 106. No 6; La Porta R., Lopez-di-Silanes F., Shleifer A. Op. cit., 1999; La Porta R., Lopez-di-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Investor Protection and Corporate Governance // Journal of Financial Economics. 2001. Vol. 59. No 1.

ной стороны, потенциальные инвесторы, когда их права надежно защищены, перестают опасаться приобретать акции мелкими порциями — спрос на них, таким образом, возрастает. С другой стороны, в поведении крупнейших собственников также происходят кардинальные изменения. Во-первых, возросший спрос толкает курс акций вверх, что делает перспективу их продажи на рынке более привлекательной. Во-вторых, с определенного момента выгоды от диверсификации начинают перевешивать в глазах блокхолдеров выгоды от сохранения контроля, поскольку последние — из-за более надежной защиты прав акционеров — резко сокращаются. В-третьих, в новых условиях блокхолдеры начинают меньше опасаться, что размывание принадлежащих им контрольных пакетов акций сделает их компании легкой добычей для захвата со стороны других крупных собственников. В итоге крупнейшие собственники начинают охотнее выносить акции из принадлежащих им контрольных пакетов на рынок — их предложение, таким образом, тоже возрастает<sup>15</sup>.

Итак, «правовая» теория корпоративного управления предсказывает, что между степенью защищенности акционеров и уровнем концентрации собственности должна существовать устойчивая обратная связь. И хотя эконометрические оценки, полученные на основе межстрановых данных, вроде бы подтвердили обоснованность этого вывода, дальнейшие исследования, где анализировалось развитие национальных систем права в длительной временной перспективе, показали, что в действительности ситуация намного сложнее. Они продемонстрировали, что многие нормы, защищающие права акционеров, появились в англосаксонских странах совсем недавно; что в более ранние периоды законодательство стран континентальной Европы отра-

<sup>15</sup> Не все исследователи согласны с такой аргументацией. Так, М. Роу обращает внимание на тот факт, что потенциальные потери от оппортунизма контролирующих агентов складываются из двух основных элементов — во-первых, издержек, связанных с неэффективностью их деятельности (*shirking*), и, во-вторых, издержек, связанных с их нечестным поведением (*stealing*). Усиление прав инвесторов снижает издержки второго типа, но никак не влияет на издержки первого типа. В изменившихся условиях инвесторы начинают чувствовать себя более защищенными от риска увода активов как со стороны профессиональных менеджеров, так и со стороны блокхолдеров. Если же инвесторы к тому же полагают (не без оснований), что стимулы к принятию эффективных решений у владельцев крупных пакетов акций должны быть сильнее, чем у наемных управляющих, то расширение их прав может вести не к снижению, а к повышению уровня концентрации собственности. См.: Roe M. J. *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*. Oxford: Oxford University Press, 2003.

жало интересы инвесторов полнее; и, наконец, что даже сейчас по числу гарантий (по крайней мере, формальных), предоставляемых акционерам, некоторые из этих стран не уступают США или Великобритании.

Эти наблюдения побудили сторонников «правовой» теории внести в нее определенные коррективы. В ее модифицированной версии межстрановые вариации в моделях корпоративного управления объясняются более фундаментальными причинами, уходящими в глубь веков, — исторической принадлежностью различных национальных систем права к тем или иным правовым «семьям». Как известно, в англосаксонских странах исторически сложилась и действует система общего права, тогда как в большей части стран континентальной Европы — система гражданского права (особая правовая традиция сформировалась в Скандинавских странах). Согласно новой точке зрения, дело не столько в том, какие конкретные нормы содержит законодательство той или иной страны, сколько в происхождении ее правовой системы. Именно от этого, по мнению сторонников «правовой» теории, зависит, как на практике строится деятельность судебных органов. Так, если английские суды общего права служили первоначально орудием в борьбе парламента с притязаниями королевской власти, то на континенте они, напротив, выступали послушными проводниками ее воли. Непредвиденным следствием этих «родовых» отличий стало то, что на практике англосаксонская система общего права оказалась по отношению к инвесторам гораздо более «дружественной» по сравнению с континентальной системой гражданского права.

Во-первых, там, где действует система общего права, судебная власть сохраняет намного большую независимость от исполнительной, чем там, где действует система гражданского права. Во-вторых, если в англосаксонских странах суды при вынесении решений в большей мере склонны исходить из неких общих принципов (т. е. руководствоваться «духом закона»), то в странах континентальной Европы — из толкования многочисленных, сложных и нередко запутанных положений действующего законодательства (т. е. руководствоваться «буквой закона»). В-третьих, в странах с традицией гражданского права суды, как правило, не считают нужным учитывать долговременные последствия принимаемых ими решений — то, какое влияние они могут оказать на поведение участников экономических отношений в будущем. Из-за этих глубинных расхождений, имеющих давние исторические корни, вероятность того, что в конфликтной ситуации суды встанут на сторону «слабых» против «сильных», оказывается в странах континенталь-

ной Европы существенно ниже, чем в англосаксонских странах. Соответственно мелкие инвесторы чувствуют себя в них намного менее уверенно. Результаты эконометрического анализа действительно подтверждают существование достаточно четкой корреляции: если в странах с традицией общего права преобладает тенденция к деконцентрации собственности, то в странах с традицией гражданского права — тенденция к ее концентрации.

3. Однако и это объяснение едва ли можно считать исчерпывающим. История практически всех развитых не-англосаксонских стран знает периоды большей или меньшей протяженности, когда их системы корпоративного управления выглядели, если можно так выразиться, «американоподобно»: с множеством мелких держателей акций, с достаточно деконцентрированной структурой собственности крупных компаний, с ежегодным выходом на рынок немалого числа новых фирм, осуществлявших первичное размещение своих акций, с активным рынком поглощений, с быстрой ротацией высших менеджеров и т. д. Почему же после наметившегося отхода от модели В они возвращались к ней вновь?

Как свидетельствует история XX в., очень часто подобное развитие событий оказывалось обусловлено идеологическими причинами. И если сегодня корпоративный ландшафт континентальной Европы выглядит принципиально иначе, чем корпоративный ландшафт США или Великобритании, то огромный вклад в это внесли идеи социализма и национализма, под знаком которых прошла большая часть прошлого столетия.

Приход к власти социалистических и националистических сил неизменно сопровождался бурным взлетом концентрации производства, что, во-первых, отвечало их идеологическим пристрастиям и, во-вторых, диктовалось соображениями вполне практического порядка. С одной стороны, они всегда рассматривали крупные корпорации как наиболее передовую форму экономической организации, переход к которой диктуется объективными требованиями технического прогресса. С другой стороны, планировать и регулировать деятельность ограниченного числа компаний-гигантов, состав которых не меняется, намного проще, чем иметь дело с непредсказуемой рыночной стихией.

Если рынок в глазах социалистически и националистически ориентированных политиков был олицетворением «хаоса», то крупные компании — олицетворением «порядка». Питая органическое недоверие к безличным силам конкуренции, они всегда делали ставку на ов-

ладение «командными высотами» в экономике — либо путем частичной национализации крупного бизнеса, либо путем установления с ним тесных доверительных отношений (как формальных, так и неформальных). И в том и в другом случае результатом оказывалась консервация концентрированной собственности, которая делала невозможным переход от модели В к модели W. Особенно яркие примеры, подтверждающие эту закономерность, дает бизнес-история таких стран, как Германия, Италия, Япония и Швеция.

4. Сильнейший отпечаток на организацию и функционирование корпоративного сектора неизбежно накладывают особенности политического устройства страны. «Политическая» теория корпоративного управления существует в нескольких версиях.

Одна из них, возможно, самая известная, разработана американским исследователем М. Роу<sup>16</sup>. Роу обратил внимание на то, что концентрация собственности в индустриально развитых странах положительно связана со индексами политической «левизны» партий, находящихся в них у власти. В странах, где правящими на протяжении многих десятилетий являлись социал-демократические или идеологически родственные им партии, преобладает концентрированная собственность; в странах, где власть никогда не принадлежала социал-демократам или принадлежала им сравнительно короткое время, преобладает деконцентрированная собственность. Это дает основания полагать, что тенденция к концентрации собственности может быть реакцией на политический феномен социал-демократии (понимаемой широко — как политическая система, при которой государство активно вмешивается в экономику, осуществляет широкомасштабные перераспределительные программы и при возникновении конфликтов между предпринимателями и профсоюзами всегда встает на сторону последних).

По мнению Роу, социал-демократия создает предпосылки для формирования тройственного союза, состоящего из государства, профсоюзов и менеджмента крупнейших компаний. В чем в первую очередь заинтересованы работники? В избегании риска (поскольку человеческий капитал не поддается диверсификации); в укрупнении своих компаний (поскольку это создает возможности для продвижения по карьерной лестнице); в недопущении сколько-нибудь серьезных реорганизаций (поскольку это грозит потерей рабочих мест). По сути

<sup>16</sup> Roe M. J. Op. cit. Roe M. J. Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact. Oxford: Oxford University Press, 2003.

те же цели — сохранение социальной стабильности, расширение занятости, противодействие увольнениям — являются приоритетными для социал-демократических правительств и именно ими мотивируется обычно то давление, которое они оказывают на бизнес. Наконец, многие стандартные обвинения по адресу наемных менеджеров — что они чрезмерно осторожны при выборе инвестиционных проектов, склонны к строительству корпоративных «империй», стремятся, насколько это возможно, избегать болезненной реструктуризации своих компаний — фактически сводятся к тому же. Таким образом, по многим ключевым пунктам между государством, профсоюзами и наемными менеджерами налицо явная общность интересов.

Вследствие этого в условиях социал-демократии резко возрастают агентские издержки, связанные с опасностью бесконтрольного поведения менеджмента, и акционерам становится чрезвычайно трудно гарантировать его лояльность. Ситуация усугубляется тем, что они лишаются доступа ко многим важнейшим механизмам корпоративного управления. Использовать стимулирующие схемы вознаграждения менеджеров оказывается почти невозможно, поскольку это противоречит эгалитарным установкам правящих социал-демократических партий; рынок вынужденных поглощений атрофируется, поскольку его деятельность воспринимается как угроза социальной стабильности; при подготовке будущих менеджеров упор начинает делаться не на идее обеспечения максимальной прибыли для акционеров, а на идее социальной ответственности бизнеса и т. д.

В подобной ситуации распыление собственности между множеством анонимных, разобщенных и пассивных акционеров делало бы собственников полностью беззащитными перед триумvirатом государство/профсоюзы/менеджмент. Противовес ему может быть создан только на базе концентрированной собственности. Только крупные собственники, лично участвующие в делах компании, оказываются способны ограничить оппортунистическое поведение наемных менеджеров и обеспечить их лояльность вопреки тому давлению, которое постоянно исходит от государства и профсоюзов<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> Стоит отметить важное концептуальное различие между «правовой» и «политической» теориями корпоративного управления. Согласно первой, собственность должна оставаться концентрированной до тех пор, пока потенциальные (мелкие) инвесторы не смогут в достаточной мере противостоять оппортунизму блокхолдеров; согласно второй — она должна оставаться концентрированной до тех пор, пока они не смогут в достаточной мере противостоять оппортунизму менеджеров.

Альтернативная «политическая» теория корпоративного управления также апеллирует к совпадению интересов — но не между государством и менеджментом, а между государством и владельцами крупнейших компаний<sup>18</sup>. В отличие от трактовки Роу социал-демократия рассматривается в ней не как противник а, напротив, как гарант выживания «окопавшегося» крупного капитала.

Исходным пунктом для этого альтернативного подхода служит тот факт, что с точки зрения собственников, склонных к «окапыванию», различные источники привлечения капитала являются неравноценными. Наименее опасна для них нераспределенная прибыль, относительно безопасны — банковские кредиты и другие долговые инструменты, наиболее опасен — рынок акций, ибо выход на него грозит им размыванием собственности и утратой контроля. Но это практически полностью совпадает с предпочтениями социал-демократических государств, о чем недвусмысленно свидетельствует проводимая ими налоговая и корпоративная политика. Используя различные налоговые инструменты, эти государства активно поощряют финансирование инвестиций за счет нераспределенной прибыли, но жестко ограничивают возможности их финансирования через рынок капитала. В области корпоративного регулирования они не считают нужным запрещать использование таких средств удержания контроля, как создание пирамидальных структур или выпуск акций двойного класса, поскольку это, по их представлениям, призвано способствовать стабилизации отношений собственности и создавать благоприятные условия для долгосрочных капиталовложений. Преобладание внутреннего финансирования из нераспределенной прибыли означает, что быстро растут только «старые» компании, а возможность легального использования разнообразных средств защиты означает, что даже в тех случаях, когда эти компании обращаются к внешнему финансированию через рынок капитала, это не ведет к размыванию контроля блокхолдеров. В результате подобной экономической политики крупные компании становятся все крупнее и крупнее, а собственники, которым они принадлежат, «окапываются» все глубже и глубже.

Подведем некоторые итоги. Как мы могли убедиться, эволюция корпоративного управления — это сложный, многогранный процесс. Самые различные факторы — как систематические, так и случайные —

<sup>18</sup> Hogfeldt P. Op. cit.

действуют здесь одновременно, переплетаясь и накладываясь друг на друга. Неудивительно, что в любой стране организация крупного бизнеса отличается множеством индивидуальных особенностей, которые определяются ее историей, законодательством, структурными характеристиками экономики, политической системой и т. д. Таким образом, выбор в пользу той или иной модели корпоративного управления определяется далеко не только соображениями экономической эффективности, понимаемой в узком смысле.

Анализ вклада разнообразных исторических, правовых, идеологических и политических факторов в формирование национальных систем корпоративного управления важен не только сам по себе. Он наглядно показывает, насколько велика в этой области экономических отношений значимость феномена зависимости от пути (path dependence), когда вступив на определенную траекторию институционального развития, потом бывает очень трудно (а подчас и невозможно) с нее сойти. В результате устойчивые, долговременные различия между национальными моделями корпоративного управления очень часто оказываются обусловлены событиями далекого прошлого, не имеющими, на первый взгляд, никакого отношения не только к корпоративному сектору, но и вообще к экономике.

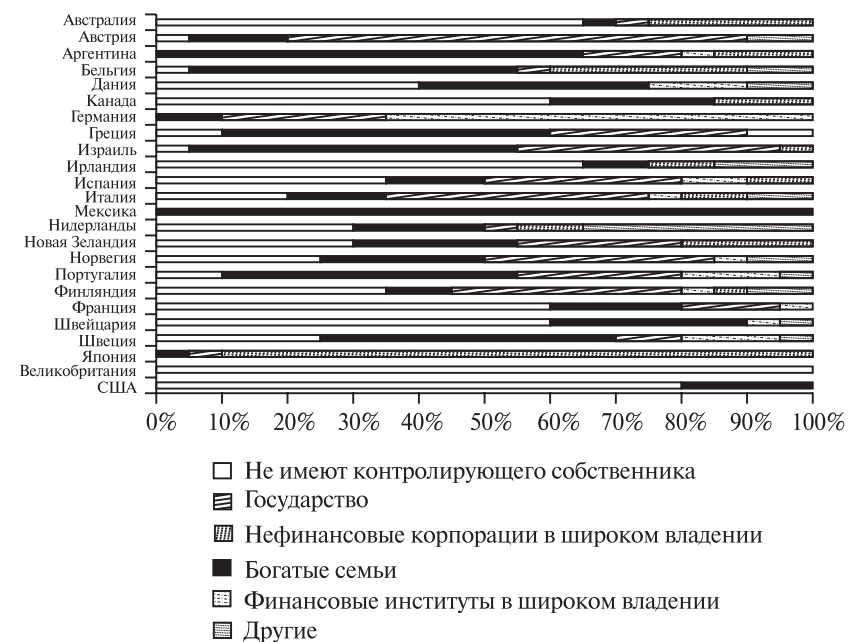
### Статистический портрет

Перейдем теперь от слов к цифрам, от качественных описаний к количественным оценкам.

Схематическое представление о том, как выглядит корпоративный ландшафт современной мировой экономики, дает рис. 1. На нем представлены результаты исследования различных стран мира, в котором для каждой из них отбирались 20 крупнейших корпораций и затем анализировалось их распределение по типам контроля<sup>19</sup>. Тип контроля определялся исходя из идентичности крупнейшего конечного акционера (т.е. прослеживалась вся цепочка владений — от первичных (номинальных) к конечным (реальным) собственникам). В качестве пороговой принималась величина пакета, равная 20% голосующих акций. Если никто из конечных собственников не обладал 20 и более процентами голосующих акций, то компания квалифицирова-

<sup>19</sup> La Porta R., Lopez-di-Silanes F., Shleifer A. Op. cit.

лась как находящаяся в широком владении. В противном случае она квалифицировалась как имеющая контролирующих собственников. Выделялись следующие их группы: семьи; государство; финансовые институты, находящиеся в широком владении (т. е. сами не имеющие конечных собственников с 20 и более процентами голосующих акций); нефинансовые корпорации, находящиеся в широком владении (т. е. сами не имеющие собственников с 20 и более процентами голосующих акций); прочие владельцы (благотворительные фонды и т. п.). Из полученных таким образом оценок вырисовывается ряд важных и интересных закономерностей.



**Рис. 1.** Распределение 20 крупнейших корпораций различных стран мира по типам контроля, 1995 г.

Во-первых, становится очевидно, насколько велико разнообразие национальных систем корпоративного управления, какое множество непохожих друг на друга «капитализмов», если можно так выразиться, сосуществуют в современной мировой экономике. Мы убеж-

даемся, что в каждой стране крупный бизнес организован по-своему, не совсем так или совсем не так, как у соседей.

Во-вторых, вполне отчетливо выявляется исключительность англосаксонской модели корпоративного управления. Единственной страной, где все крупнейшие корпорации имеют деконцентрированную структуру собственности, является Великобритания, но и в других частях англосаксонского мира — США, Канаде, Австралии, Ирландии — этот тип корпораций оказывается ведущим.

В-третьих, не менее отчетливо проступает противоположный полюс, на котором располагаются такие страны, как Мексика или Аргентина. Здесь все или почти все крупнейшие корпорации организованы по принципу семейного бизнеса. Тем самым подтверждается предположение, что чем ниже уровень экономического развития страны и чем хуже защищены в ней права собственности, тем больше экономическая власть богатых семей. Вместе с тем мы видим, что во многих европейских странах — Бельгии, Дании, Греции, Португалии, Швеции — значительная часть крупнейших корпораций (иногда преобладающая) также контролируется семьями.

В-четвертых, обращают на себя внимание страны с явной предрасположенностью к государственному капитализму — такие, как Австрия, Норвегия или Финляндия. (Оговоримся, что оценки, представленные на рис. 1, приуменьшают реальные масштабы распространения государственного капитализма, поскольку не учитывают компаний, которые полностью принадлежат государству и акции которых поэтому не обращаются на рынке.)

В-пятых, мы получаем подтверждение уникальности германской и японской систем корпоративного управления. В Германии большинство крупнейших корпораций контролируются финансовыми институтами (банками), которые сами находятся в широком владении. Стоит напомнить, что главным орудием, с помощью которого немецким банкам удавалось поддерживать контроль над корпоративным сектором страны, была предоставленная им возможность голосовать акциями мелких держателей без получения от них письменного согласия (только в последние годы эта практика была несколько ограничена)<sup>20</sup>. В Японии основная часть крупного бизнеса находится в собственности

<sup>20</sup> Исследования последних лет поставили предполагаемые преимущества банковского капитализма под серьезное сомнение. Они показали, что и в Германии и в Японии роль банковской системы как источника инвестиций и как гаранта хорошего корпоративного управления была сильно преувеличена. Теоретический анализ выявил также некоторые дефекты, внутренне присущие «банко-центричной» модели корпоративного управле-

нефинансовых корпораций, формально не имеющих контролирующих собственников. В рамках бизнес-групп — кейрецу — компании владеют лишь небольшими пакетами акций друг друга. Однако суммарная доля капитала, принадлежащего всей группе, оказывается столь значительной, что это обеспечивает ее членам надежную защиту от вторжения чужаков, поскольку потенциальные рейдеры лишаются возможности аккумулировать такое количество акций, которое было бы достаточно для захвата контроля и смещения действующей команды менеджеров.

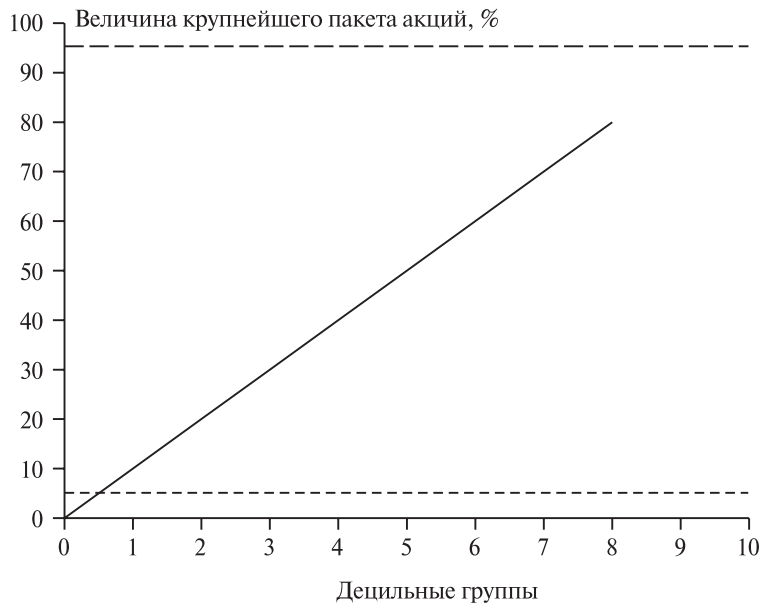
Как хорошо видно из рис. 1, в межстрановой перспективе Германия и Япония действительно предстают как уникалы: нет ни одной другой страны, где крупный бизнес был бы организован на сходных с ними принципах. Нередко проводят аналогию между бизнес-группами, действующими в Японии (кейрецу) и Южной Корее (чеболи). Однако при ближайшем рассмотрении эта аналогия оказывается ложной. Казалось бы, и там и там группы, и там и там ядром групп выступают банки, и там и там все строится на личных отношениях и т. д. Но есть одно принципиальное отличие, которое нередко упускают из вида: если в центре корейской системы находятся «окопавшиеся» богатые семьи, то в центре японской (а также германской) — «окопавшиеся» наемные менеджеры. С известной долей преувеличения можно сказать, что японским и германским менеджерам удалось добиться того, о чем их американские коллеги могут только мечтать: почти полной автономии

ния. Кредитная функция является основой деятельности банков, так что в первую очередь они оказываются озабочены тем, как обеспечить своевременный возврат выданных кредитов и регулярное получение процентов по ним. Вследствие этого можно ожидать, что: 1) банки будут избегать высокоприбыльных проектов даже с относительно умеренным уровнем риска; 2) будут склонны переинвестировать в материальные активы, которые могут выступать обеспечением при предоставлении кредитов, и недоинвестировать в нематериальные активы (knowledge-based assets); 3) неизбежный отпечаток на принимаемые ими решения будет накладывать конфликт интересов, типичный не только для них, но и для других финансовых институтов. Его суть удачно выразил руководитель одной крупной голландской страховой компании: «Являясь членом Совета директоров какой-либо корпорации, — заметил он, — очень трудно голосовать сегодня против предложений ее менеджеров, если ты знаешь, что завтра с этими же людьми тебе предстоит перезаключать страховой договор».

Однако с точки зрения обсуждаемой нами темы важнее другое. Естественно задать вопрос, который мы задавали применительно к нефинансовым корпорациям: а какова структура собственности самих контролирующих банков? (В иных терминах — кто контролирует контролера?) Если она распыленная (т.е. банки контролируют профессиональные менеджеры), то можно ожидать, что в несколько измененном виде будет воспроизводиться весь набор проблем, традиционно порождаемых моделью W; если концентрированная (т.е. банки контролируют блокхолдеры), то можно ожидать, что в несколько измененном виде будет воспроизводиться весь набор проблем, традиционно порождаемых моделью B.

от акционеров и почти стопроцентной защиты от угрозы враждебных поглощений. Если это и группы, то нетрадиционного типа: с деконцентрированной собственностью и с контролем со стороны не блокхолдеров, а профессиональных менеджеров.

На рис. 2—5 представлены результаты другого, более представительного исследования, охватившего основную часть корпоративного сектора ведущих стран Запада<sup>21</sup>. Пояснить, как строились количественные оценки, использовавшиеся в этом исследовании, можно на условном примере, который приводится на рис. 2. На этом графике по оси абсцисс в возрастающем порядке расположены компании с различным уровнем концентрации собственности: сначала — с самым низким, затем — с более высоким, в конце — с самым высоким. По оси ординат откладывается доля голосующих акций, которыми владеют крупнейшие собственники этих компаний.

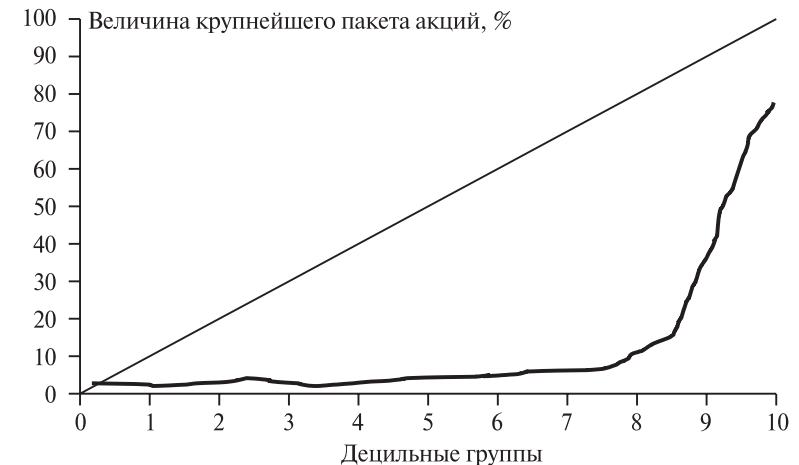


**Рис. 2.** Распределение компаний по величине крупнейшего пакета акций (условный пример)

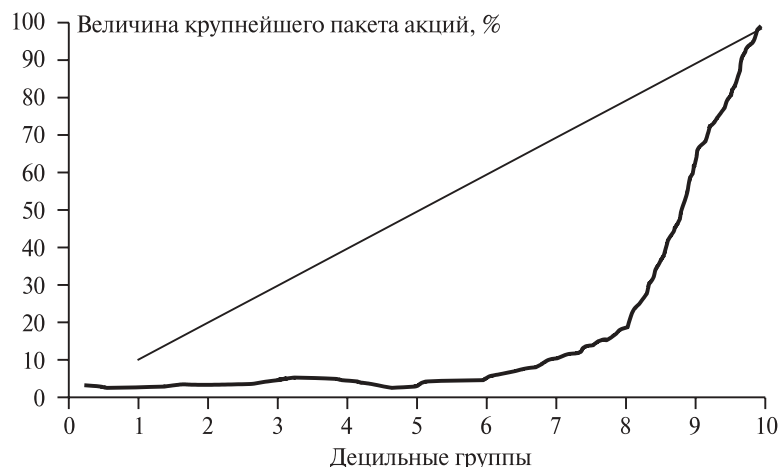
<sup>21</sup> The Control of Corporate Europe / Ed. by F. Barca, M. Becht. Oxford: Oxford University Press, European Corporate Governance Network, 2001.



**Рис. 3.** Распределение публичных компаний по величине крупнейшего пакета акций: Германия, 1996 г.



**Рис. 4.** Распределение публичных компаний по величине крупнейшего пакета акций: Великобритания, 1992 г.



**Рис. 5.** Распределение публичных компаний по величине крупнейшего пакета акций: США (NYSE), 1996 г.

Если бы распределение различных фирм по показателю концентрации было абсолютно равномерным (у 1% фирм крупнейшие собственники владели бы 1% акций; у 1% фирм крупнейшие собственники владели бы 2% акций, у 1% фирм крупнейшие собственники владели бы 3% акций и т. д.), то его можно было бы представить в виде луча, выходящего из начала координат под углом 45 градусов (см. жирную линию на рис. 2). Если бы во всех фирмах крупнейшие собственники владели одинаковыми пакетами акций, равными 5%, то кривая распределения представляла бы собой горизонтальную линию, расположенную в нижней части графика (на рис. 2 она обозначена пунктиром). Аналогично если бы во всех фирмах крупнейшие собственники владели одинаковыми пакетами акций, равными 95%, то кривая распределения представляла бы собой горизонтальную линию, расположенную в верхней части графика (на рис. 2 она обозначена жирным пунктиром). Таким образом, в случае преобладания компаний с дисперсной структурой собственности кривая их распределения будет отклоняться от линии равномерного распределения вниз, а в случае преобладания компаний с концентрированной структурой собственности — вверх.

На рис. 3—5 показано, каково реальное распределение в зависимости от показателей концентрации собственности крупнейших корпораций трех ведущих экономик мира — Германии, США и Велико-

британии. Отчетливо видно, что в корпоративном секторе Германии явно преобладают компании с концентрированной собственностью: фактическая кривая проходит выше линии равномерного распределения. Совершенно иначе выглядит ситуация в корпоративном секторе США и Великобритании: здесь фактические кривые проходят по большей части вблизи оси абсцисс, подтверждая тем самым, что в составе акционеров преобладающего числа американских и британских корпораций нет сколько-нибудь заметных блокхолдеров.

**Таблица 1.** Средняя доля голосующих акций, принадлежащих первым трем крупнейшим собственникам, середина 1990-х гг., %

Страны	Число обследованных публичных компаний	Первый крупнейший пакет акций	Второй крупнейший пакет акций	Третий крупнейший пакет акций
Австрия	50	54,1	7,8	2,6
Бельгия	140	55,9	10,3	4,5
Германия	372	49,6	2,9	0,6
Испания	193	40,1	10,5	6,5
Италия	214	52,3	7,7	3,5
Нидерланды	137	42,8	11,4	4,0
Франция	40	29,4	6,4	3,0
Швеция	304	37,6	11,2	5,6
Великобритания	207	14,4	7,3	6,0
США				
NYSE	1309	8,5	3,7	1,8
NASDAQ	2831	13,0	5,7	3,0

*Источник:* The Control of Corporate Europe / Ed. by F. Barca, M. Becht. Oxford: Oxford University Press, European Corporate Governance Network, 2001.

В табл. 1 представлены результаты того же исследования, показывающие, какая доля акций сосредоточена у трех первых крупнейших собственников ведущих компаний различных стран мира. Из них следует, что в странах континентальной Европы средний размер самого крупного пакета акций либо превышает уровень 50%, либо вплотную к нему приближается. В противоположность этому, в США и Великобритании он не достигает даже отметки 15%. Другое интересное



наблюдение касается того, как быстро убывают показатели концентрации при переходе от первого (самого крупного) к следующим за ним второму и третьему владельцам акций. Оказывается, что не только в странах континентальной Европы, но и в США после крупнейшего блокхолдера отмечается резкий обрыв: второй и третий располагают несопоставимо меньшими по сравнению с ним пакетами акций. Единственная страна, где этого не происходит, — Великобритания. Только в ней доля акций, принадлежащая второму и даже третьему акционерам, не намного уступает доле акций, принадлежащей первому акционеру. (Даже акционеры, занимающие 10-е место, контролируют в среднем свыше 3% голосов.) Естественно, такая структура облегчает блокхолдерам задачу формирования коалиций, способных налаживать эффективный контроль за действиями как менеджмента, так и крупнейших собственников.

### Заключение

В заключение имеет смысл еще раз вернуться к вопросу о сравнительной эффективности альтернативных моделей корпоративного управления. Мы уже упоминали, что не существует каких-либо форм организации хозяйственной деятельности, каких-либо структур собственности, которые обладали бы абсолютными преимуществами перед всеми остальными. Для разных фирм, разных типов экономик, разных исторических периодов наиболее эффективными могут оказываться различные модели корпоративного управления. Но это не значит, что мы не вправе задаться вопросом, какая из них способна давать наилучшие результаты в условиях современной глобальной экономики. Чтобы попытаться ответить на него, нам придется вновь обратиться к идее институциональной конвергенции. Есть ли основания говорить о том, что сегодня в сфере корпоративного управления прослеживается тенденция к постепенному сближению различных национальных моделей и если да, то куда она устремлена?

На мой взгляд, опыт развития мировой экономики последних десятилетий свидетельствует, что определенная, хотя и очень частичная конвергенция действительно происходит и что по большей части она идет в направлении англосаксонской модели. Под действием сил глобальной конкуренции странам с иным устройством корпоративного сектора все чаще приходится заимствовать те или иные ее элементы и инкорпорировать их в свои институциональные системы.

Здесь, однако, необходимо сделать одну существенную оговорку. Наш анализ ограничивался по преимуществу сравнением двух базовых моделей — W и B, что, естественно, является сильным упрощением. В действительности у каждой из них существует множество странных вариаций, отклоняющихся в том или ином отношении от исходного прототипа. В частности, в рамках модели W можно условно выделить две основных разновидности — американскую и британскую. Главное различие между ними состоит в том, что в американской системе окопавшиеся менеджеры достаточно надежно защищены от риска враждебных поглощений, тогда как для британской характерен чрезвычайно активный рынок поглощений. И именно британскую систему корпоративного управления многие современные исследователи рассматривают как наиболее успешную, рекомендуя ее как образец, на который при проведении реформ корпоративного сектора следовало бы ориентироваться другим странам Западной Европы<sup>22</sup>.

Но что по сути представляет собой акт поглощения? Не что иное, как переход от дисперсной структуры собственности к концентрированной, от режима W к режиму B! Получается, что британская система корпоративного управления до известной степени сочетает в себе преимущества обеих базовых моделей — как W, так и B. Но это означает, что сам исходный вопрос об эффективности концентрированной или деконцентрированной собственности был сформулирован не вполне корректно. По-видимому, в современных условиях наибольшую экономическую эффективность обеспечивает не просто тот или иной стационарный режим корпоративного управления, а возможность в зависимости от специфических обстоятельств времени и места свободно, с минимальными издержками переключаться из одного режима в другой. Именно к такому общему выводу подводит наш краткий обзор развития теоретических представлений в этой области экономических исследований.

Теперь попробуем вписать в этот теоретический и исторический контекст специфическую модель корпоративного управления, сформировавшуюся в российской экономике в бурные 1990-е гг.

Как известно, непосредственным результатом приватизационной схемы, реализованной в российских условиях, стало рассредоточение

<sup>22</sup> В частности, такая позиция нашла отражение в некоторых предложениях Европейской комиссии. См., например: European Commission. Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union — A plan to Move Forward. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. 2003, 284 (01).

акционерного капитала предприятий среди миллионов мелких и мельчайших держателей. Этому способствовали, во-первых, раздача приватизационных ваучеров всем взрослым гражданам страны и, во-вторых, передача основной части акций приватизируемых предприятий трудовым коллективам. Однако практически сразу же после этого началась активная консолидация, и Россия очень быстро превратилась из страны с дисперсной в страну с высококонцентрированной структурой акционерной собственности. По имеющимся оценкам, в настоящее время доля крупнейших акционеров в капитале российских промышленных предприятий составляет в среднем 35—40%. Причем эти оценки относятся к первичным собственникам; если бы у нас были надежные данные о конечных собственниках, цифры наверняка оказались бы намного выше.

Однако здесь необходимо отметить одну специфическую, во многом уникальную черту внутренней организации крупнейших и наиболее успешных российских компаний. Как мы могли убедиться, в большинстве стран мира основой концентрированной собственности служит институт семьи: чаще всего компании с концентрированной собственностью организованы как семейные фирмы. Российские компании отклоняются от этой модели в одном очень важном отношении. По понятным причинам, большинство из них никогда не строились, да и не могли строиться по образцу семейных фирм. Обычно их ядро составляет команда из 3—7 человек, тесно связанных между собой неформальными связями и общим прошлым опытом. По контрасту с семейными фирмами их можно было бы назвать «дружескими» фирмами<sup>23</sup> (некоторые исследователи предпочитают более нейтральный термин — «партнерские» фирмы<sup>24</sup>). В самом деле, члены таких команд обычно знакомы много лет, часто работали друг с другом еще в советские времена, вместе делали первые шаги в бизнесе и являются владельцами сопоставимых по размеру пакетов акций. Похоже, именно такая конфигурация собственности, нащупанная спонтанно, оказывается предпочтительной, как можно заключить из опыта наиболее успешных российских корпораций<sup>25</sup>.

<sup>23</sup> Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности // Вопросы экономики. 2002. № 12.

<sup>24</sup> Долгопятова Т.Г. Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. М.: ГУ ВШЭ, 2003 (препринт).

<sup>25</sup> Существуют теоретические работы, которые показывают, что в определенном институциональном контексте (прежде всего — при слабой защищенности прав собственно-

Эта особенность российского корпоративного сектора имеет серьезные следствия для его будущей эволюции. Если наш диагноз верен, то тогда в средне- и долгосрочной перспективе сложившаяся в России конфигурация собственности может оказаться менее застывшей и устойчивой, чем в странах, где традиционно преобладает концентрированная собственность в виде семейного бизнеса. Институт семьи надолго замораживает и консервирует структуру собственности, ограничивая возможные сдвиги в ней узкими рамками родственного круга. В российских же условиях можно ожидать, что когда первое поколение «грюндеров» начнет отходить от дел, они едва ли будут оставлять значительные пакеты акций внутри семей, а станут предлагать их внешним инвесторам (т.е. конвертировать их в более ликвидные активы). Это должно будет способствовать преодолению избыточной концентрации собственности, характерной для нынешнего этапа развития российского корпоративного сектора.

Конечно, такой вариант развития событий не является единственно возможным и его, следовательно, нельзя считать предопределенным. Так, нельзя исключить, что отходя от дел, первое поколение российских крупных собственников не станет выносить принадлежащие им пакеты акций на рынок, а начнет предлагать их другим потенциальным блокхолдерам. Однако следующие поколения российских предпринимателей едва ли будут располагать настолько большими финансовыми резервами, чтобы оказаться в состоянии выкупить эти активы. Вполне реальным представляется также сценарий резкой активизации государства, которое может попытаться тем или иным спо-

сти) формирование коалиции из нескольких крупных владельцев может быть более эффективным, чем сосредоточение преобладающей части собственности в руках одного крупнейшего держателя. Объясняется это тем, что коалиция из участников, обладающих сопоставимыми пакетами акций, способна успешнее ограничивать экспроприирующее поведение друг друга. Другое потенциальное преимущество подобной конфигурации собственности состоит во взаимодополняемости опыта, компетенции и социального капитала, имеющихся у членов коалиции. Говоря иначе, при определенных условиях коалиция из нескольких крупных собственников может становиться оптимальной, позволяя минимизировать совокупные издержки, связанные с оппортунизмом как наемных менеджеров, так и мажоритарных собственников. Она оказывается способна обеспечить эффективный мониторинг за поведением, с одной стороны, менеджеров и, с другой стороны, собственных членов. В результате такая более сбалансированная, менее асимметричная конфигурация собственности может способствовать максимизации рыночной стоимости компании. См.: Bennedsen M., Wolfenzon D. The Balance Power in Closely Held Corporations // Journal of Financial Economics. 2000. Vol. 58. No 1—2; Dyck I. J. A. Ownership structure, legal protection and corporate governance. Harvard Business School, 2000, mimeo.

## Оглавление

собом установить над высвобождающимися активами свой контроль, направив развитие российской экономики в русло государственного капитализма. Однако маловероятно, что его финансовых и организационных возможностей хватит на то, чтобы «прибрать к рукам» весь этот гигантский массив ресурсов. Наконец, если права инвесторов будут оставаться в России такими же незащищенными, как сейчас, то тогда, как предсказывает «правовая» теория корпоративного управления, трудно будет рассчитывать на появление публичных корпораций с деконцентрированной собственностью. И все же несмотря на серьезность этих предостережений существуют веские основания полагать, что из-за отсутствия института большой семьи «окапывание» в рамках крупных российских компаний не сможет растягиваться на много поколений вперед.

Это, на наш взгляд, дает неплохие шансы на то, что движение российской экономики в направлении более открытой, транспарентной и работоспособной системы корпоративного управления может оказаться более быстрым и энергичным, чем следует из пессимистических прогнозов большинства аналитиков и чем это реально наблюдалось в бизнес-истории многих других стран мира.

Введение .....	3
Эволюция представлений .....	4
Базовые модели .....	9
Проблема entrenchment'a .....	11
За и против .....	14
Причины межстрановых различий .....	16
Статистический портрет .....	24
Заключение .....	32

*Препринт WP1/2005/03*  
*Серия WP1*  
*Институциональные проблемы российской экономики*

Редактор серии *А.А. Яковлев*

Капелюшников Ростислав Исаакович

**Концентрация собственности и корпоративное управление**

Публикуется в авторской редакции

Зав. редакцией *А.В. Заиченко*  
Технический редактор *Н.Е. Пузанова*

ЛР № 020832 от 15 октября 1993 г. продлена до 14 октября 2003 г.  
Формат 60×84 1/16. Бумага офсетная. Печать трафаретная.  
Тираж 150 экз. Уч.-изд. л. 2,4. Усл. печ. л. 2,32. Заказ № . Изд. № 492

ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3  
Тел.: (095) 134-16-41; 134-08-77  
Факс: (095) 134-08-31  
Типография ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3