

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

Т.Г. Долгопятова, О.М. Уварова

**ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ОРГАНИЗАЦИИ
КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ
В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ**

Препринт WP1/2007/03

Серия WP1

Институциональные проблемы
российской экономики

Москва
ГУ ВШЭ
2007



Издание осуществлено в рамках
Инновационной образовательной программы ГУ ВШЭ
«Формирование системы аналитических компетенций
для инноваций в бизнесе и государственном управлении»

Редактор серии WP1

«Институциональные проблемы российской экономики»

А.А. Яковлев

Долгопятова Т.Г., Уварова О.М. Эмпирический анализ организации корпоративного контроля в российских компаниях: Препринт WP1/2007/03. – М.: Издательский дом ГУ ВШЭ, 2007. – 60 с.

В работе проведен анализ процессов концентрации акционерной собственности и становления инструментов корпоративного контроля в российских компаниях. Рассмотрена специфика осуществления контроля доминирующими акционерами в условиях корпоративной интеграции, выявлены факторы и условия, определяющие их выбор в пользу найма топ-менеджеров, не владеющих акциями компании. Проведен эмпирический анализ комплекса факторов с применением аппарата бинарной логистической регрессии. Анализ основан на использовании результатов опроса руководителей 822 крупных и средних акционерных обществ промышленности и связи, проведенного в 2005 г. в 64 регионах России в рамках совместного исследования ГУ ВШЭ и Университета Хитоцубаши (Япония).

УДК 005.742:005.72
ББК 65.290-2

Dolgopyatova T., Uvarova O. Corporate Control Patterns in Russian Companies: Empirical Study: Working paper WP1/2007/03. Moscow: State University – Higher School of Economics, 2007. – 60 p. (in Russian).

The paper analyzes concentration of stock ownership and finds out ways for organization of internal corporate control in Russian companies by dominating shareholders. A set of determinants for owners' choice of hired top-managers vs. of managers-shareholders against the background of corporate integration is defined. Statistically significant factors based on binary logistic regression models are revealed. The study is based on the data of a survey of 822 top-managers of large and medium-sizes joint stock companies in industry and communications conducted in 2005 at 64 regions of Russia within the joint research project implementing by scholars from Hitotsubashi University (Japan) and State University – Higher School of Economics.

Препринты ГУ ВШЭ размещаются на сайте:
<http://new.hse.ru/C3/C18/preprintsID/default.aspx>.

© Долгопятова Т.Г., 2007
© Уварова О.М., 2007
© Оформление. Издательский дом ГУ ВШЭ, 2007

1. Постановка проблемы и информационная основа исследования¹

Известно, что российским компаниям присущ крайне высокий уровень концентрации акционерного капитала и на ее основе сложился контроль доминирующего акционера или консолидированной группы таких акционеров (Российская промышленность, 2002, гл. 2).

В конце 1980-х гг. контроль над государственными предприятиями фактически осуществлялся коалициями трудовых коллективов и администраций, и ваучерная приватизация привела к легализации контроля в первичной структуре акционерного капитала. Интенсивные процессы последующего перераспределения собственности способствовали росту концентрации капитала и формированию крупных акционеров. В итоге корпоративное управление подчинено интересам доминирующих собственников, ограниченных только необходимостью соблюдения существующих правовых норм, что часто достигается имитацией их исполнения (Развитие спроса, 2003). Превалирует модель корпоративного управления, в которой доминирующие акционеры непосредственно участвуют в управлении компаниями в качестве их топ-менеджеров. Эта особенность неоднократно подчеркивалась многими исследователями российской переходной экономики (Голикова и др., 2004; Радыгин, 2004).

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

¹ Работа выполнена при поддержке индивидуального исследовательского гранта 2006 г. Научного фонда ГУ ВШЭ (№ 06-01-0050). Авторы признательны российским и японским коллегам из ГУ ВШЭ и Университета Хитоцубаши (Токио) за плодотворную совместную работу, в особенности д.э.н. С.Б. Авдашевой и к.э.н. Б.В. Кузнецову за полезные комментарии. Авторы благодарят дискуссанта д-ра Х. Пляйнса и участников 8-й Международной конференции ГУ ВШЭ, участвовавших в обсуждении первых результатов эмпирического анализа.

принятие решений в акционерных обществах (АО) за пределы действия процедур корпоративного управления.

Для оценки пути развития российской системы корпоративного управления представляет интерес вопрос об организации корпоративного контроля доминирующими акционерами: пойдут ли они на формальное отделение исполнительного менеджмента от владения? Переход к наемному менеджменту заставит собственника искать другие способы контроля над бизнесом и, возможно, он прибегнет к использованию внутрикорпоративных механизмов. При этом в последние годы, в условиях интенсивных интеграционных процессов в российских компаниях, происходили существенные сдвиги в составе доминирующих акционеров, а также в способах реализации корпоративного контроля. Расширяя границы фирмы, интеграция тем самым изменяет взаимоотношения между участниками корпоративного управления на предприятиях, входящих в бизнес-группы (Долгопятова, 2004).

В настоящей работе будут охарактеризованы основные способы организации корпоративного контроля в российских АО и выявлены факторы, обуславливающие выбор акционерами (в подавляющем большинстве случаев — именно контролируемыми акционерами) формы корпоративного контроля, предполагающей отказ от позиции топ-менеджера в принадлежащей им компании. Особое внимание будет уделено корпоративной интеграции, комплексному анализу процессов становления корпоративного управления и формирования рыночных структур.

Для достижения поставленной цели в работе решены следующие задачи:

- проведен анализ степени концентрации собственности и контроля в различных российских АО в условиях интенсивной корпоративной интеграции;
- исследована специфика осуществления контроля доминирующими акционерами, формальных и неформальных механизмов его реализации в компаниях;
- рассмотрены возможные конфигурации соотношения собственности и управления в компаниях и их взаимосвязь с основными характеристиками бизнеса;
- выявлены мотивации собственников российских АО к выбору формы организации корпоративного контроля, а также возможные факторы и условия, предопределяющие этот выбор;
- проведен эмпирический анализ комплекса факторов, способствующих найму топ-менеджеров, не владеющих акциями данной компании, с использованием бинарной логистической регрессии.

Основа эмпирического анализа — результаты опроса руководителей 822 крупных и средних акционерных обществ, проведенного в 2005 г. в 64 субъ-

ектах Российской Федерации специалистами «Левада-центра» в рамках совместного исследования Института анализа предприятий и рынков ГУ ВШЭ и Института экономических исследований Университета Хиточубаши (Токио) по проблемам корпоративного управления и интеграции. В ходе опроса мы отошли от отождествления бизнеса (фирмы) с юридическим лицом, что характерно для большинства эмпирических обследований, но не соответствует логике развития российских компаний, включенных в интенсивные процессы корпоративной интеграции. Обследование опиралось на использование индикаторов, характеризующих участие предприятий в интеграционных процессах, основанных на акционерных или паевых связях. Наряду с автономными предприятиями и предприятиями, входящими в группы компаний, из числа последних выделены также управляющие или головные компании холдингов. Это позволяет анализировать бизнес, чьи границы выходят за рамки отдельного юридического лица, рассматривая в этом качестве автономные предприятия и холдинги (группы юридических лиц) разного масштаба, тогда как включение предприятия в холдинг фактически превращает его в часть более крупного бизнеса.

Респонденты — это высшие руководители компаний. Треть АО были представлены генеральными директорами (председателями правления), более 60% — их заместителями по экономическим и корпоративным вопросам, а менее 5% — председателями совета директоров или руководителями департаментов по корпоративному управлению. В последнем случае респонденты представляли только крупные предприятия с числом занятых более 500 человек.

В выборку вошли АО восьми основных отраслей промышленности (топливно-энергетический комплекс (ТЭК), металлургия, машиностроение, химия и нефтехимия, лесная, целлюлозно-бумажная и деревообрабатывающая, легкая, пищевая промышленность, производство строительных материалов) и сектора связи за исключением почтовой. В анализ включались только предприятия с численностью занятых свыше 100 человек (среднее количество занятых в компании — 1884 человека, медиана — 465). Примерно 67% выборки составили открытые АО (ОАО) против 32% закрытых обществ (ЗАО).

Случайная стратифицированная выборка АО по каждому из двух секторов экономики была построена с учетом распределения предприятий в генеральной совокупности по следующим трем признакам: отраслевая принадлежность (только для промышленности); размер (по численности занятых), а также организационно-правовая форма. При этом по возможности в выборку включались все АО, чьи ценные бумаги (акции или облигации) представлены на биржах. Размещение объектов по территории

России стало результатом случайного отбора, хотя они оказались расположены во всех федеральных округах. Более полное описание формирования выборки и основных результатов опроса приведено в (Долгопятова, Ивасаки, 2006).

Для качественной характеристики механизмов контроля и формулировки базовых гипотез были также привлечены материалы более 60 углубленных интервью, затрагивавших вопросы собственности и корпоративного управления на предприятиях промышленности и других секторов экономики. Интервью были проведены с участием одного из авторов в 1999–2004 гг. в рамках проекта Бюро экономического анализа (Долгопятова, 2001) и ряда проектов ГУ ВШЭ (Долгопятова, 2004; Структурные изменения, 2004).

2. Концентрация собственности и контроля в российских компаниях

2.1. Собственность и контроль в условиях корпоративной интеграции

К моменту завершения массовой приватизации акционерная собственность российских предприятий справедливо рассматривалась как распыленная и инсайдерская практически всеми исследователями (например, Blasi, Kroumova, Kruse, 1997). Постприватизационное перераспределение акционерного капитала состояло в его переходе от рядовых работников к менеджерам, от трудовых коллективов в целом — к внешним собственникам и росту его концентрации (Российская промышленность, 2002, гл. 1). Ограничения в реализации прав собственности на фоне сильного трансформационного спада и высокой инфляции 1990-х гг. стимулировали акционеров к концентрации капитала для получения легитимного контроля над акционерными обществами. Эти ограничения проявились в неликвидности акций, отсутствии дивидендов, а также в выводе активов с предприятий в интересах менеджеров, зачастую, как показано в (Розинский, 2002), в коалиции с некоторыми крупными собственниками.

Российский корпоративный сектор в условиях несовершенства правовых институтов пошел по ожидаемому пути формирования крупного акционера с пакетом акций, позволяющим ему контролировать управляющих. В этом направлении развивались приватизированные предприятия, а вновь создаваемые фирмы, как правило, сразу же принадлежали

крупным собственникам. Иными словами, именно плохое корпоративное управление стало фактором концентрации акционерной собственности. Заметим, что высокий уровень концентрации собственности присущ многим странам с переходной экономикой, несмотря на различие в исходных методах приватизации и в качестве институтов (Капелюшников, 2005; Andreff, 2005).

Вторым существенным стимулом к переделу и концентрации собственности стала корпоративная интеграция, обусловленная внутренними мотивами развития и реструктуризации частного бизнеса. Как показано в (Дерябина, 2001), для крупного бизнеса целью перераспределения собственности и установления контроля стал передел рынков. Собственники руководствуются не столько потребностями в контроле над отдельными предприятиями с целью получения доходов от собственности, сколько интересами бизнеса в целом, логикой его развития. Поэтому стимулами к приобретению активов становятся, в частности, формирование вертикальных цепочек с целью снижения рисков поставки (сбыта), получение экономии производственных и транзакционных издержек, упрочение власти над существенной долей рынка путем горизонтальной интеграции (Российская промышленность, 2002, гл. 4). Реструктуризация бизнеса осуществляется не по отдельным объектам, а в целом в рамках холдинговых структур, групп компаний (Радыгин, 2004).

Как показали все обследования последних лет (АНО «Проекты для будущего», ГУ ВШЭ, РЭБ, ИЭПП, ЦЭФИР и другие организации), российские компании отличает высокий уровень концентрации капитала, и ее степень год от года возрастает (Гуриев и др., 2003; Российская промышленность, 2002; Капелюшников, Демина, 2005а; Радыгин, Энтов, 2001; Структурные изменения, 2004). Доля крупнейшего акционера в капитале промышленного предприятия в начале 2000-х гг. составляла, по данным ряда обследований, примерно 40–50%. Доля АО, на которых присутствовал акционер с блокирующим пакетом, достигала 40–65% от числа обследованных компаний, а доля АО с держателем контрольного пакета акций составляла до 40% от объема выборок. Респонденты также свидетельствовали (Развитие спроса, 2003), что контролирующее предприятие собственник существует у не менее чем 2/3 открытых АО. При этом результаты качественных обследований (интервью, кейс-стади), как правило, подтверждали существенно более высокий уровень концентрации не столько формального владения, сколько реальных прав контроля в одних руках (Долгопятова, 2004).

Согласно данным нашего обследования высокий уровень концентрации капитала (в нашей терминологии — это наличие акционера, имеющего пакет акций свыше 50%) имели почти 70% от числа ответивших АО. Групп

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

Среди компаний с высокой концентрацией собственности только 30% относились к обществам, где присутствовал второй крупный акционер с блокирующим пакетом акций, способный быть еще одним полюсом контроля, «противовесом» крупнейшему владельцу. В итоге преобладают компании, обладающие держателем контрольного пакета акций. Почти половина компаний имеют доминирующего владельца, не ограниченного силой второго по размерам акционера (рис. 1), причем это означает, что владелец может обладать еще более крупным пакетом. Подобный уровень концентрации капитала почти 70% респондентов, давших определенный ответ, посчитали оптимальным для развития бизнеса, около 18% считали нужным его повысить, а около 13% – снизить.

Любопытно, что подавляющее большинство респондентов – более 87% – утверждали, что в их компаниях уже сложился собственник (коалиция собственников), контролирующей деятельность предприятия. Сфера реального контроля оказалась еще шире, нежели подсказывала информация о распределении собственности. Легитимный и неоспоримый способ упрочения контроля акционеров – укрупнение пакета акций, хотя в число АО с наличием контролирующего собственника попали компании с различной степенью концентрации капитала (табл. 1). Так, при низком уровне концентрации более 55% АО уже имели единолично контролирующего предприятие собственника, а около 6% АО с наличием контрольного пакета акций в одних руках такого собственника не имели, если верить респондентам. При этом существование второго крупного акционера не было значимо связано с оценками контроля².

В исследованиях, относящихся преимущественно к концу 1990-х гг. (например, Долгопятова, 2001), более высокая концентрация капитала была характерна для некрупных компаний или для предприятий относительно благополучных отраслей (пищевая, фармацевтическая промышленность), в приобретении акций которых были заинтересованы и их менеджеры, и потенциальные внешние собственники. Степень концентрации может быть выше в ЗАО, где менеджерам было легче осуществить процесс консолидации капитала, и в новом бизнесе в отличие от приватизированных

² Здесь и далее по тексту значимыми считаются различия на уровне до 5%, если не оговорено иное.

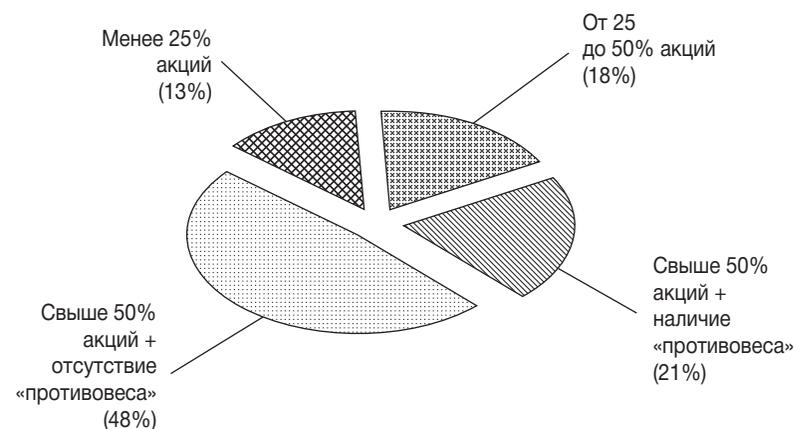


Рис. 1. Распределение АО выборки по уровню концентрации акционерного капитала

Таблица 1. Контроль при разных уровнях концентрации акционерного капитала

% по столбцу от числа ответивших		Уровень концентрации капитала			Выборка в целом
		Низкий	Средний	Высокий	
Сложился контролирующий АО собственник	Нет	44,9	14,1	5,9	12,6
	Да	55,1	85,9	94,1	87,4
	Всего	100	100	100	100
Статистическая значимость различий 0,000 ^a					

^a Использован критерий χ^2 .

АО, где ваучерная приватизация сформировала еще окончательно не исчезнувший класс мельчайших акционеров. Также можно предположить, что уровень концентрации капитала мог бы быть ниже в АО, чьи ценные бумаги представлены на биржах и привлекают мелких инвесторов.

Наш опрос дал иные результаты (табл. 2). Распределение объектов по степени концентрации капитала было примерно одинаковым для предприятий обоих секторов, размеров (в данном случае дополнительно к группировке проверялись и тесты на равенство средних и медианных значений численности занятых), организационно-правовых форм, истории формирования общества, а также присутствия его ценных бумаг на российских или зарубежных биржах. Только некоторым отраслям промышленности,

причем действительно более благополучным (химия и нефтехимия, пищевая промышленность и металлургия), присуща относительно большая доля АО, где сложился акционер – держатель контрольного пакета. Другое зафиксированное значимое отличие: в новых компаниях чаще встречался второй крупный акционер: в созданных с 1992 г. АО «противовес» имел место в 35% компаний, а в приватизированных и реорганизованных предприятиях – существенно реже.

Высокая концентрация собственности стала универсальной чертой российских компаний, но продемонстрировала значимую связь с корпоративной интеграцией (рис. 2), подтверждая тем самым высказанные в работе (Дерябина, 2001) суждения применительно не только к крупному бизнесу, но и к компаниям разных размеров. Предприятия – члены холдингов отличается более высокая концентрация, нежели независимые объекты, отождествляемые с бизнесом. Заметим, что наличие второго крупного акционера было чаще присуще управляющей компании: там оно наблюдалось на трети компаний против пятой части остальных. Отсутствие «противовеса» доминирующему акционеру проявилось почти на 60% рядовых членов бизнес-групп против трети управляющих компаний и 44% автономных предприятий.

В еще большей мере справедливы суждения об универсальности присутствия контролирующего деятельность предприятия собственника в различных АО (табл. 3), а также о связи с корпоративной интеграцией (рис. 3).

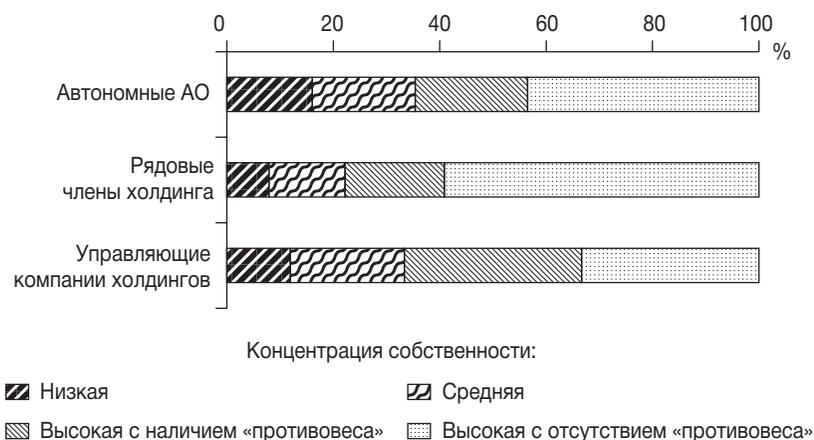


Рис. 2. Концентрация собственности в интегрированных и автономных компаниях

Таблица 2. Распределение АО по уровню концентрации собственности в зависимости от характеристик предприятия

Группы АО по степени концентрации собственности, % по столбцу	Ценные бумаги представлены на биржах		Сектора		Организационно-правовая форма		Размеры компании (численность занятых, человек)				История создания предприятия как акционерного общества			
	Да	Нет	Промышленность	Связь	ОАО	ЗАО	100–299	300–499	500–999	1000 и более	Приватизировано полностью	Новое	Выделение	Слияние
Низкая	11,1	12,8	12,9	11,8	12,9	12,3	17,5	9,9	12,3	10,1	12,3	14,5	11,7	18,2
Средняя	13,1	17,7	17,3	17,6	16,7	18,4	16,2	18,0	18,5	17,2	18,3	15,4	13,0	18,2
Высокая, в т.ч. наличие «противовеса»	75,8	69,4	69,9	70,6	70,4	69,9	66,2	72,0	69,2	72,7	69,4	70,0	75,3	63,6
отсутствие «противовеса»	20,6	21,1	27,3	20,4	20,4	22,1	24,1	21,1	15,5	21,2	18,7	14,7	34,8	19,0
«противовеса»	54,6	47,6	42,4	48,8	49,1	46,3	41,2	50,3	52,8	50,9	50,0	60,0	34,8	42,9
Значимость различий по 3 группам АО ⁶	0,415		0,967		0,837		0,273				0,831			
Значимость различий по 4 группам АО ⁶	0,537		0,586		0,852		0,149				0,007			

^а Сумма долей в последующих двух строках немного меньше, поскольку ряд респондентов затруднились дать ответ на вопрос о наличии второго крупного акционера.

^б Использован критерий χ^2 .

Таблица 3. Распределение АО по уровню контроля в зависимости от характеристик предприятия

Группы АО по наличию контролирующего акционера, % по столбцу	Ценные бумаги пред-ставлены на биржах		Сектора		Организа-ционно-правовая форма		Размеры компании (численность занятых, человек)				История создания предприятия как акционерного общества			
	Да	Нет	Промыш-ленность	Связь	ОАО	ЗАО	100–299	300–499	500–999	1000 и бо-лее	Приватизи-ровано полностью	Новое	Выде-ление	Слия-ние
Нет	11,0	13,0	12,0	18,8	12,3	13,2	11,2	11,2	16,4	12,3	12,5	14,7	11,0	18,2
Есть	90,0	87,0	88,0	81,3	87,7	86,8	88,8	83,6	87,7	87,5	85,3	89,0	81,8	
Значимость различий ^а	0,406		0,119		0,712		0,429				0,760			

^а Использован критерий χ^2 .

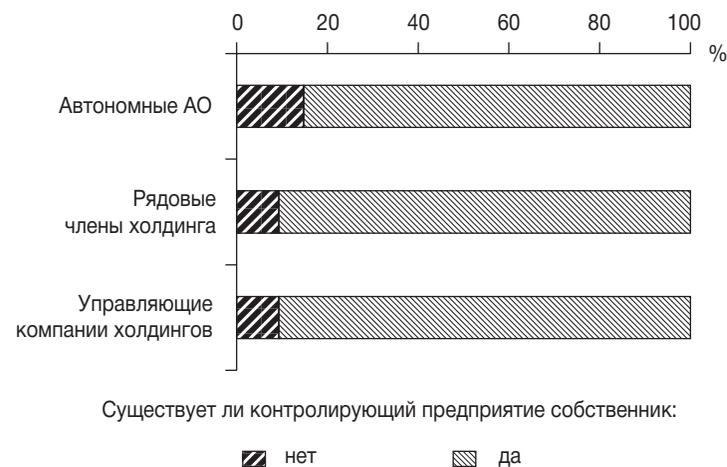


Рис. 3. Контроль в интегрированных и автономных предприятиях

Доля АО, где сложился такой собственник, оказалась значимо ниже в независимых предприятиях по сравнению со всеми входящими в холдинги предприятиями, как рядовыми членами групп, так и управляющими (головными) компаниями. В этом контексте интеграция послужила инструментом усиления контроля.

Концентрация собственности стала результатом ее передела, в том числе и появления новых акционеров. Смена основного собственника в 2001–2004 гг. была характерна для 30% всех обследованных АО (примерно для 7% компаний в среднем в год). Чем выше концентрация собственности, тем значимо чаще ранее происходила смена собственников: в 2 раза чаще при высокой концентрации капитала, нежели при низкой (33% АО против 16%). Наиболее часто смена прошла в АО с наличием второго центра контроля, затронув более 39% предприятий. Если наличие контролирующего владельца предшествовала смена основного собственника на трети компаний, то при его отсутствии – в 2,5 раза реже (значимость различий 0,000).

2.2. Концентрация собственности и корпоративное управление

Другим подтверждением активного передела стал уровень внутрикорпоративных конфликтов (споров между акционерами или между акцио-

нерами и менеджерами) в компаниях и его связь с уровнем концентрации капитала. Оказалось, что степень концентрации капитала положительно коррелирует с наличием внутренних конфликтов в компаниях (табл. 4). При этом в АО, где сложился контролирующий их владелец, частота возникновения споров составила почти 30% против 13% в тех обществах, где такого собственника не было. С одной стороны, сказалась история формирования такой структуры капитала и контроля, поскольку наличие конфликтов было значимо связано с происходившей в этот период сменой собственника: при прошедшей смене конфликты были характерны для 41% компаний против 22% в тех АО, где смены собственника не было. С другой стороны, можно говорить о конфликтах при наличии нескольких центров контроля. Так, в присутствии второго крупного акционера наряду с собственником – держателем контрольного пакета почти 42% АО прошли через внутрикорпоративные конфликты, а вот при отсутствии – всего 24%, на уровне обществ со средней концентрацией собственности.

Таблица 4. Частота внутрикорпоративных споров в АО в 2001–2004 гг.

% по столбцу	По выборке в целом	Группы АО с концентрацией капитала			АО с наличием контролирующего владельца	
		Низкая	Средняя	Высокая	Да	Нет
Были такие споры	26,8	17,8	25,2	30,2	29,5	12,9
Споров не было	73,2	82,2	74,8	69,8	70,5	87,1
Всего АО	768	90	127	514	643	93
Значимость различий по трем группам 0,042, по четырем – 0,000 ^a					Значимость различий 0,001 ^a	

^a Использован критерий χ^2 .

Смена собственника, сопровождавшаяся консолидацией капитала, дала толчок и другим изменениям в органах управления обществом – обновлению состава совета директоров, замене высших руководителей компании, что, кстати, также могло сопровождаться внутренними конфликтами. Впрочем, завершение процессов концентрации собственности может способствовать уменьшению количества конфликтов. Хотя в нашем опросе подобных непосредственных свидетельств нет, но иные исследования уже

позволяют говорить о стабилизации внутрикорпоративных отношений к середине 2000-х гг. (Голикова и др., 2004).

Чем выше был уровень концентрации, тем активнее шло обновление совета в предшествующие годы, хотя наличие второго центра контроля и степень обновления не были связаны (табл. 5). Если при низкой концентрации значительное обновление советов директоров прошло на пятой части АО, при средней – более чем на четверти, то при высокой концентрации оно затронуло более трети компаний.

Таблица 5. Степень обновления состава совета директоров в 2001–2004 гг., % от числа ответивших

Совет директоров	По выборке в целом	Группы АО с концентрацией капитала		
		Низкая	Средняя	Высокая
Сохранился	22,2	30,3	23,1	20,3
Незначительно обновился	45,0	49,4	50,0	44,1
Значительно обновился	22,7	18,0	18,5	24,8
Полностью обновился	10,0	2,2	8,5	10,9
Всего АО	779	89	130	513
Статистическая значимость различий по трем группам 0,033, по четырем – 0,088 ^a				

^a Использован критерий χ^2 .

Обращаясь к структуре совета директоров при разном уровне концентрации собственности, мы замечаем (табл. 6), что с ростом концентрации удельные веса голосов менеджеров и рядовых работников падают, а представителей крупных внешних акционеров – растут. Общества с низкой концентрацией капитала отличает слияние исполнительных и неисполнительных директоров, да и при среднем ее уровне менеджмент совместно с работниками имеет большинство голосов. При этом АО с наличием или отсутствием второго крупного акционера имели схожие структуры совета.

Если же обратиться к сопоставлению советов в обществах с наличием/отсутствием контролирующего владельца, то значимые различия есть только по представительству рядовых работников и внешних мелких акционеров, при отсутствии занимающих соответственно 10% и 7% мест в совете, что в 2 раза больше, чем при его наличии. При этом контроль дает значимый перевес внешним крупным акционерам в 10% голосов.

Таблица 6. Структура совета директоров в АО с разной степенью концентрации капитала, % к общему числу членов совета

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

^а В числителе – Kruskal Wallis-тест, в знаменателе – тест сравнения медиан.

Наряду с обновлением совета в целом в эти годы еще чаще наблюдалась замена председателя совета директоров – важной фигуры корпоративного управления, чей голос в соответствии с законом является решающим при равенстве мнений других членов совета. Замена председателя коснулась каждого второго совета при высокой концентрации капитала, но наличие второго центра контроля и в этом случае было несущественным (табл. 7).

Концентрация собственности, как и предполагалось, сопровождалась активизацией еще одного внутреннего механизма корпоративного управления – сменой высшего исполнительного руководителя общества (табл. 8). Действительно, смена директора (председателя правления) происходила чаще в АО с высокой концентрацией капитала (кстати, наиболее интенсивной была она в подгруппе АО с отсутствием «противовеса», коснувшись 45% АО). Интересно, что именно по инициативе акционеров смена директора состоялась в 62% АО с высокой концентрацией против 42% остальных предприятий.

Что касается обществ с наличием контролирующего владельца, то в них смена директора происходила в 41% АО против около 26% остальных

Таблица 7. Замена председателя совета директоров в 2001–2004 гг.

% по столбцу	По выборке в целом	Группы АО с концентрацией капитала		
		Низкая	Средняя	Высокая
Председатель не менялся	53,0	63,5	55,6	50,3
Председатель менялся один раз	32,3	20,0	33,1	33,9
Председатель менялся несколько раз	14,7	11,5	11,3	15,8
Всего АО	805	96	133	525
Статистическая значимость различий по трем группам 0,130, по четырем – 0,237 ^а				

^а Использован критерий χ^2 .

(значимость различий 0,015), причем несколько раз – в 13% компаний. Контроль вновь дал инициативе акционеров преимущество в 20 п. п.: по этой причине сменилось 58% руководителей против 38% в тех АО, где единоличного контроля не было.

Таблица 8. Интенсивность смены высшего исполнительного руководителя АО в 2001–2004 гг.

% по столбцу	По выборке в целом	Группы АО с концентрацией капитала		
		Низкая	Средняя	Высокая
Директор не менялся	61,3	68,4	69,2	57,3
Директор менялся один раз	26,5	19,4	24,1	28,7
Директор менялся несколько раз	12,2	12,2	6,8	14,0
Всего АО	821	98	133	536
Статистическая значимость различий по трем группам 0,025, по четырем – 0,012 а				

^а Использован критерий χ^2 .

Таким образом, наше обследование подтвердило, что в результате интенсивного передела собственности в российских АО сложился высокий уровень концентрации акционерного капитала и контроль доминирующего акционера, активно реформирующего органы управления обществом.

Подавляющее большинство компаний находятся под контролем одного или консолидированной группы собственников, причем большей частью этот контроль основан на концентрированном владении, хотя могут использоваться и другие инструменты контроля.

3. Инструменты внутрикорпоративного контроля в условиях высокой концентрации собственности

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

Как показывают материалы интервью, в России используется ряд мер по осуществлению контроля:

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

Так, по данным нашего опроса, в 48% случаев крупные акционеры являлись топ-менеджерами своих компаний, тогда как генеральный директор был акционером в 63% АО. Только в 29% АО наблюдалась ситуация, когда исполнительные руководители не были акционерами своих компаний. Более детально анализ отхода акционеров от непосредственного управления компаниями будет проведен в разд. 4.

- Контроль посредством захвата органов управления обществом. Доминирование дает крупным акционерам легитимные возможности принятия основных решений на собрании акционеров, включая формирование органов управления обществом и прежде всего — совета директоров. Чем большее количество акций находится в руках такого собственника или устойчивой коалиции, тем проще контролировать процесс принятия решений, игнорируя интересы мелких акционеров. Хотя такой способ позволяет управлять акционерным обществом практически как частной компанией, он, тем не менее, остается легитимным и, более того, приучает акционеров к использованию внутрикорпоративных инструментов.

Как было показано выше (см. табл. б), совет директоров в компаниях в среднем почти на 80% состоит из инсайдеров: представителей крупных внешних акционеров и менеджеров. При этом, чем выше концентрация собственности, тем больше перевес именно крупных акционеров (или их представителей) в совете по сравнению с исполнительными менеджерами. Если обратиться к сопоставлению АО, представляющих бизнес или его часть, то легко увидеть, что советы в рядовых членах холдинга существенно отличаются от других компаний: в них менеджеры и работники занимают менее трети мест, крупные внешние акционеры имеют почти половину, а независимые директора — 10% голосов. В АО, представляющих бизнес, почти 60% голосов остается за менеджерами и рядовыми работниками, тогда как крупным внешним акционерам непосредственно принадлежит четверть мест. С формальной точки зрения в условиях корпоративной интеграции советы директоров выглядят более соответствующими стандартам их организации.

- Контроль через дополнительные звенья исполнительного управления, а именно: создание управляющих компаний; включение в процедуры согласования решений специальных надзирающих менеджеров, которые зачастую не являются работниками данной компании или их формальный статус в компании не соответствует реальному («комиссары»). Подобные звенья устанавливаются внутренними регламентами управления бизнесом и практически осуществляются за пределами внутрикорпоративных процедур, поскольку ни эти менеджеры, ни управляющие компании в систему корпоративного управления непосредственно не встроены.

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

Что касается специальных менеджеров, то подобный феномен трудно отследить в формализованном опросе. Отчасти класс компаний, в

которых крупные акционеры являются менеджерами, но директору акции не принадлежат (таких в нашей выборке оказалось 8%), может свидетельствовать о наличии менеджеров, чей реальный статус в компании выше, нежели формальная позиция в системе управления. Здесь стоит привести слова директора предприятия пищевой промышленности, расположенного в Центрально-Черноземном регионе, которое было куплено одним из московских агропромышленных холдингов. Вот как он охарактеризовал процесс принятия решений после появления новых владельцев, поставивших оперативное управление компанией под свой жесткий контроль, включая одобрение всех платежных документов и договоров на поставку продукции: «...есть специальный человек в Москве. Но эти люди далеки от производства... Они затягивают платежи. Там всякая переписка... Нет оперативного управления: пока в Москву все отправишь, пока ответ получишь... Так и завод можно остановить». При этом в составе совета директоров данного АО пять человек из семи представляют собственника и только один (директор) — менеджмент предприятия.

- Использование неформальных схем контроля, осуществляемого непосредственно собственниками регулярно или case-by-case. Практически это означает постоянное вмешательство крупных собственников непосредственно в деятельность руководства (естественно, без согласования или учета интересов других акционеров) или постоянную угрозу такого вмешательства.

Здесь снова обратимся к интервью. Приведем слова одного из двух совладельцев металлургического предприятия на Урале (владение было устроено по принципу 50 : 50), существовавшего в форме открытой компании: «...мы (т. е. собственники. — *Прим. авт.*) работаем в Москве, а на месте у нас директор... Пришлось уже многих сменить, но сейчас вроде бы нашли хорошего... А вот что касается совета директоров... У нас совет директоров работает непринужденно, я бы даже сказал естественно, в том смысле, что основные менеджеры компании понимают все, они главные люди, но мы тоже работаем постоянно... мы любим атаковать их по несколько раз и потом прийти к наиболее подходящему решению. Таким образом, собственно говоря, совет директоров у нас работает, а вот закрепление на бумаге проходящей работы совета директоров у нас происходит формально, спокойно и только в тех случаях, когда это нужно для документооборота».

- Возможности увольнения, замены менеджмента или угроза такого увольнения, что в условиях доминирования в капитале не представляет особых сложностей. Проблема заключается в следующем: каковы возможные варианты назначения новых управленцев, есть ли

соответствующие по своим характеристикам кандидаты и не столкнутся ли собственники с оппортунизмом новых менеджеров.

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

Применительно к нашему опросу данные о замене директора компании приводились выше (*см. табл. 8*), из них следовало, что как минимум на 12–13% АО ежегодно происходила смена высшего руководителя, причем только каждый четвертый уход был инициирован непосредственно им самим. Если директор менялся только один раз за четырехлетний период, то в половине случаев это была инициатива акционеров, если же происходило несколько замен, то акционеры находились «в поиске», выступая инициаторами увольнения в трех четвертях случаев. Здесь вновь уместно процитировать владельца металлургического предприятия, который образно ответил на вопрос о возможной смене директора и высших менеджеров этого предприятия, если они склонны к оппортунизму: «Такое бывает постоянно. Меняешь сразу — это как игра в футбол: видишь своих футболистов и с ними играешь, и даешь пас тому, кто имеет оптимальные шансы забить гол. А если он ленится добежать до мяча, то просишь его уйти за футбольное поле».

Очевидно, что на практике может использоваться как комбинация названных мер контроля, так и какой-либо один из способов. В любом случае формальное следование процедурам корпоративного управления остается необходимым, при этом даже имитация исполнения законов и инструкций сопряжена с определенными издержками. Вместе с тем, выстраивание дополнительных схем контроля наемного менеджмента — как регламентированных, так и неформальных — создает дополнительные издержки по дублированию не только процедур корпоративного управления, но и процедур корпоративного менеджмента. Недаром дополнительный (избыточный) контроль как организационное звено исполнительного управления используется обычно как временный способ (Долгопятова, 2001).

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

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

Первая проблема на практике решается включением высшего менеджмента в единую команду с собственниками, наделением их высокими зарплатами и бонусами, а также насаждением единой корпоративной культуры. Вместе с тем исследователи отмечают, что в этом случае часто возникают существенные различия в понимании целей и задач компании и отношении к ее культурным нормам между этой узкой группой и остальными управленцами (Практики управления, 2005). Вторая проблема не сразу стала актуальной. Ведь в России 1990-х гг. менеджерами-собственниками были все-таки профессионалы — представители дореформенного директорского корпуса или основатели бизнеса. Их навыки управления еще долго соответствовали переходным условиям.

Обе проблемы — это в основном внутренние проблемы бизнеса, к которым он так или иначе приспосабливался. Например, большинство топ-менеджеров прошли дополнительное обучение, повышение квалификации, а главное — обрели навыки работы в рыночных условиях, причем многие «красные директора» приспособились к ним в итоге не хуже, нежели предприниматели — основатели частного бизнеса (Яковлев, 2004). Тогда как повсеместно распространенное плохое корпоративное управление и слабые институты защиты прав собственности не давали уверенности в том, что с оппортунизмом менеджеров удастся справиться через формальное насаждение норм корпоративного управления. Риски потери доходов и активов, а иногда и самого бизнеса, представляли большую угрозу, нежели отдельные проблемы организации менеджмента в компании.

Вместе с тем на данном этапе развития российских компаний в условиях рынка, встраиваемого в глобальную экономику, востребованными становятся специфические навыки и компетенции, поэтому стоит ожидать и повышения требований к качеству менеджмента. Во многих компаниях уже идет отход собственников от исполнительного управления, особенно сказывается фактор времени для представителей еще перестроечного

директорского корпуса, которые постепенно покидают бизнес, зачастую добровольно продавая консолидированные пакеты акций новым владельцам (Голикова и др., 2004).

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

Иной пример — небольшое предприятие пищевой промышленности, ориентированное в основном на рынок своей области и рынки близлежащих областей северо-запада России. Предприятие работает на высококонкурентном рынке, где практически все производства данной подотрасли уже вошли в крупные горизонтальные объединения и сложились крупные игроки, которые присматриваются и к данному предприятию. Производство нуждается в техническом перевооружении, в существенных маркетинговых затратах, которые при нынешнем хозяйине-директоре вряд ли возможны. Судя по тону беседы, директор размышлял, как поступить: рискнуть и попытаться закрепиться на региональном рынке в одиночку или, не дожидаясь захвата, пойти по пути продажи бизнеса.

Куда двинутся российские компании — сами ли собственники станут управляющими или они обратят свои взгляды на рынок труда в поисках наемных топ-менеджеров? Отделение владения от управления и передача полномочий наемному менеджменту заставляют собственника искать другие механизмы корпоративного контроля. В то же время такой переход способствует профессионализации управленческой деятельности, что является необходимой предпосылкой развития бизнеса в условиях ужесточающейся конкуренции и глобализации.

4. Организация корпоративного контроля

4.1. Соотношение владения и исполнительного менеджмента

Как было отмечено выше, в опросе фигурировали две переменные, которые можно отнести к индикаторам организации корпоративного контроля, предполагающего совмещение/отделение собственности от исполнительного управления. Первый индикатор основан на вопросе о прямом участии крупных акционеров в управлении компанией, а второй — на вопросе о наличии акций общества у его генерального директора (председателя правления). Если не учитывать «затруднившихся с ответом» (количество которых не превышало 5%), то в 2005 г. крупные акционеры работали менеджерами в 48% компаний, в то время как директор АО являлся его акционером уже в 63% случаев. Как и следовало ожидать, частные индикаторы значимо коррелируют между собой (табл. 9). Когда крупные акционеры являлись менеджерами, то в подавляющем большинстве случаев респонденты отмечали, что и генеральный директор был акционером компании. Если крупные собственники не являлись менеджерами, то и здесь директор часто оставался акционером.

Таблица 9. Участие акционеров в управлении компанией: сопоставление индикаторов

Являются ли крупные акционеры менеджерами компании, % по строке	Является ли генеральный директор (председатель правления) акционером АО		Всего компаний
	Да	Нет	
Да	83,0	17,0	359
Нет	44,5	55,5	393
Всего компаний	473	279	752

Статистическая значимость различий 0,000^а

^а Использован критерий χ^2 .

Совмещение двух взаимодополняющих вопросов позволяет разбить совокупность обследованных АО на несколько подгрупп (рис. 4). Те АО, где крупные акционеры работают менеджерами и одновременно генеральный директор также является акционером (введем для обозначения этой подгруппы АО сокращение М&Д_А), представляют подгруппу с «полным совмещением». Она является наиболее весомой. Общества, для которых респонденты отрицательно ответили на оба взаимодополняющих вопро-

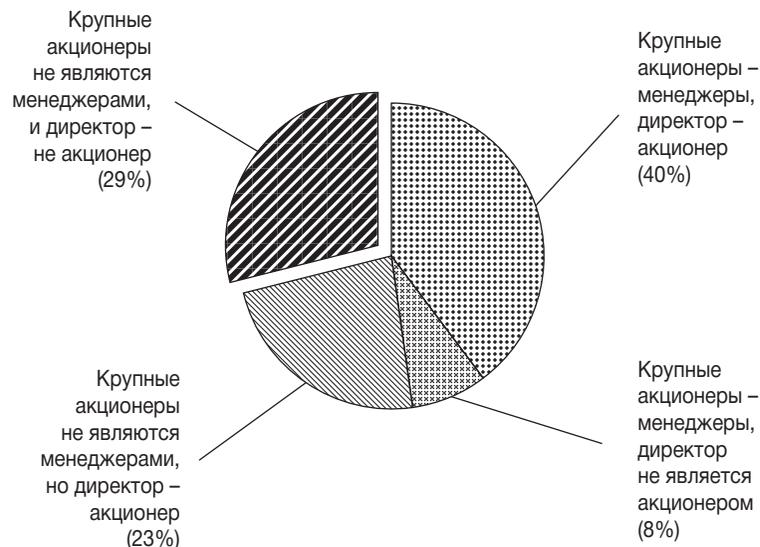


Рис. 4. Группировка АО по участию акционеров в управлении компанией

са, образуют подгруппу с разделением владения и управления (т. е. подгруппу АО с «полным разделением»), в которой управленческий персонал не владеет акциями (хотя незначительное владение в руках отдельных менеджеров возможно). Небольшая подгруппа, в которой крупные акционеры – менеджеры компании, а директор при этом не является акционером (назовем ее сокращенно М_А) может включать, конечно, предприятия, где респондент скрыл владение директора, но он действительно может быть наемным менеджером при наличии в составе управленческой команды крупных акционеров. Такая ситуация представляется редкой, но все же возможна (подобные примеры встречались в наших интервью). Она может быть связана, например, с территориальной разобщенностью компании и ее основных собственников. Мы такую ситуацию определяем как совмещение, поскольку бизнес находится в руках высшего менеджмента.

Следует особо остановиться на характеристике весомой подгруппы, где только директор является акционером (обозначим ее как подгруппу Д_А) и в которую входят компании с небольшим участием в капитале их руководителя³. В нее могут попасть АО, в которых владение директора –

³ Введенные сокращения для названий подгрупп АО будут использованы далее в таблицах и рисунках.

результат приватизации (в том числе и потому, что новые собственники часто ставят директором предприятия кого-либо из работавших там менеджеров) или результат наделения его акциями со стороны собственников. Однако даже небольшое владение в руках директора, полученное им вне зависимости от собственников, дает ему дополнительные рычаги контроля, особенно при сохранении акций у трудового коллектива или государства, при значительном распылении акций. Кстати, далее мы увидим, что эти АО действительно отличает более низкий уровень концентрации собственности и более высокая доля государственного участия. Эта подгруппа занимает «промежуточную» позицию, но часть ее предприятий наверняка можно отнести к АО с признаками совмещения владения и управления.

4.2. Конфигурация контроля при разных характеристиках АО

При рассмотрении выделенных групп возможны различные связи с базовыми характеристиками предприятий (табл. 10). Легко заметить, что АО с разделением собственности и управления присутствуют примерно в одном и том же удельном весе в разных секторах, организационных формах и бизнесе различного масштаба. Однако в промышленности эта группа чаще представлена в ТЭКе, химической и нефтехимической промышленности (на уровне свыше 40%), а реже всего — в легкой промышленности и производстве строительных материалов (на уровне 23%). Количественные оценки наличия этих АО не зависят от участия ценных бумаг компании в биржевой торговле. Только принадлежность к приватизированным предприятиям уменьшила вес этой группы АО по сравнению с новым или реорганизованным бизнесом.

Однако различия между представительством других форм контроля значимы и связаны прежде всего со спецификой АО, где директор был крупным акционером по сравнению с компаниями, где крупные акционеры работали менеджерами. Эти АО значимо чаще представлены в секторе связи, среди открытых обществ, а также в числе приватизированных и наиболее крупных предприятий. Именно в этой группе почти каждое четвертое АО вывело свои ценные бумаги на российские или зарубежные биржи.

Особенно примечательными оказались различия в конфигурациях владения и контроля для АО, представляющих бизнес или его часть (рис. 5). «Полное разделение» собственности и управления характерно для предприятий — рядовых членов холдингов, тогда как автономные предприятия и управляющие компании большей частью функциониру-

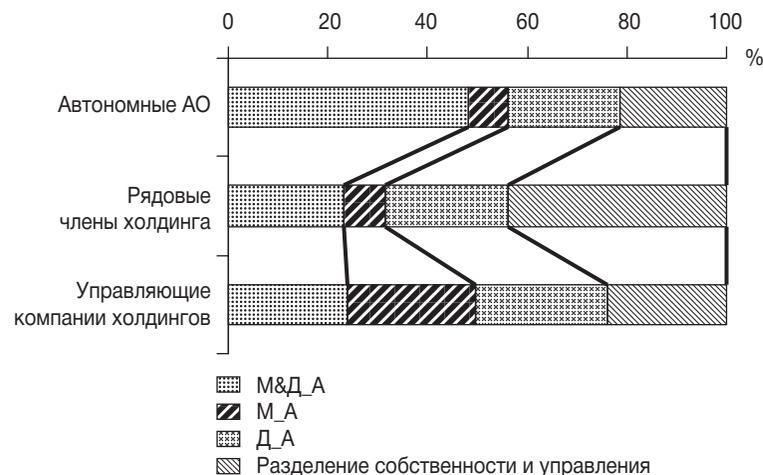


Рис. 5. Соотношение собственности и управления в интегрированных и автономных АО

ют на основе совмещения этих функций. При этом среди автономных предприятий налицо преобладание АО с «полным совмещением», тогда как немногочисленные случаи участия крупных акционеров в управлении без занятия должности генерального директора в основном характерны для управляющих компаний. Наличие директора-акционера было практически инвариантно по отношению к интеграционным характеристикам предприятий.

Конфигурация контроля в рядовых членах холдингов была сопряжена с характеристиками последних, прежде всего — размерами и сложностью структуры (табл. 11). Так, отделение управления от владения проявилось в холдингах с более широкой географией размещения и отраслевой диверсификацией. Уже выход за пределы одного региона прибавил почти десять пунктов к удельному весу компаний с полным разделением собственности и управления, а крупные акционеры существенно реже становились топ-менеджерами компаний. Разделение функций наблюдалось в 55% конгломератов, более 12 п. п. уступают им вертикально интегрированные структуры и более 20 п. п. — горизонтальные объединения. И в горизонтальных, и в вертикально интегрированных холдингах более 37% АО имели среди топ-менеджеров крупных акционеров. В более масштабных по числу входящих в них объектов управления холдингах наблюдалось полное разделение или незначительное участие директора компании в ее капитале. Также число занятых на всех предприятиях холдинга негатив-

Таблица 10. Выделение групп АО с разной конфигурацией собственности и управления в зависимости от характеристик предприятий

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

^а Использован критерий χ^2 .

Таблица 11. Особенности конфигурации контроля на предприятиях, входящих в холдинги разных структур и размеров

Группы АО, % по столбцу	Территориальная диверсификация холдинга, включающего предприятия			Отраслевая диверсификация холдинга, включающего предприятия			Размеры холдинга по числу юридических лиц ^а
	в одном регионе России	в двух и более регионах России	в России и за рубежом	только одной отрасли	технологически связанных, смежных отраслей	разных, не связанных технологически отраслей	
М&Д_А	41,1	21,7	15,2	31,7	27,0	8,9	9,1/6,0
М_А	10,5	8,5	6,1	5,5	10,8	14,3	27,9/6,0
Д_А	14,7	26,4	33,3	27,4	20,3	21,4	33,4/9,0
Разделение	33,7	43,4	45,5	35,4	41,9	55,4	31,4/10,0
Выборка	100	100	100	100	100	100	25,7/10,0
Значимость различий ^б	0,002			0,006			0,000/0,003

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

^б Для частот использован критерий χ^2 для средних — в числителе Kruskal Wallis-тест, в знаменателе — тест сравнения медиан.

но коррелирует с фактом работы акционеров в качестве топ-менеджеров: 52% в группах компаний с менее 1000 работников и всего 21% в группах компаний, где работают более 5 тыс. человек.

Любопытно, что при разных конфигурациях контроля процессы принятия решений в рядовых членах бизнес-групп не имели существенных различий по участию руководства всего холдинга в принятии оперативных или стратегических решений. Во многом это объясняется тем, что, как убедительно показано в предшествующих исследованиях, в российских холдингах участие «сверху» в принятии решений обусловлено не столько временным горизонтом, сколько их содержанием (связью с функциями управления). Финансовые и отчасти сбытовые решения выводятся за пределы предприятия, а на откуп его менеджменту остаются производственные и технологические вопросы (Авдашева, 2005).

4.3. Структуры собственности и контроль

Выбор конфигурации контроля предопределен решениями доминирующих собственников, поэтому степень концентрации собственности и отчасти ее структура рассматриваются нами как предпосылки этого выбора, также мы воспринимаем и предшествующие процессы передела собственности. Оказалось, что факт замены основных собственников в 2001–2004 гг. значимо коррелировал с организацией контроля: она прошла в 35% АО с «полным разделением». Наибольшей стабильностью отличались компании, где директор входил в число акционеров, как крупных, так и мелких: там всего четверть компаний меняли владельцев. Наиболее нестабильна небольшая подгруппа АО, где крупные собственники были менеджерами, но не директорами – в ней передел собственности затронул около 48% компаний.

Для компаний с различным уровнем концентрации собственности налицо определенные различия в организации управления, хотя связь не линейна (табл. 12). Чаще всего крупные акционеры становились менеджерами в случае среднего уровня концентрации, а директор был акционером при низкой концентрации. Это можно объяснить тем, что совмещение управления и владения дает дополнительные рычаги контроля при промежуточном уровне концентрации. При меньшем ее уровне, судя по всему, может не быть крупных владельцев, или такое совмещение наталкивается на противодействие других акционеров. Однако полное разделение присуще, прежде всего, обществам, где крупнейшему акционеру не противостоит второй возможный центр контроля.

В компаниях с отсутствием контролирующего владельца существенно чаще встречаются крупные акционеры-менеджеры, и, напротив, редко слу-

чай, когда директор – это небольшой акционер или «полное разделение». Вообще говоря, группа АО с не крупным владением директора отличилась: для нее характерны самые низкие уровень концентрации собственности и возможности единоличного контроля.

Таблица 12. Контроль при разных уровнях концентрации акционерного капитала

Группы АО, % по столбцу	Наличие контролирующего владельца		Концентрация собственности:			
	Есть	Нет	Низкая	Средняя	Высокая с наличием «противовеса»	Высокая, при отсутствии «противовеса»
М&Д_А	41,6	28,7	29,2	53,7	40,4	36,8
М_А	8,4	4,3	5,6	4,1	9,9	9,3
Д_А	22,2	33,0	38,2	23,6	21,2	20,9
Разделение	27,8	34,0	27,0	18,7	28,5	33,0
Выборка	100	100	100	100	100	100
	Значимость различий 0,016 ^a		Значимость различий для трех и четырех групп АО 0,000 ^a			

^a Использован критерий χ^2 .

Если при «полном разделении» высокая концентрация встречается в 78% АО, то контролирующий владелец – в 85%. Однако в АО, обладающих менеджерами – крупными акционерами или директором-акционером, высокая концентрация собственности встречается всего в 68 и 64% АО, а вот контроль – в 91 и 82% соответственно. Это подтверждает возможную роль совмещения владения и управления в упрочении контроля акционеров.

Если обратиться к структуре владения акциями (табл. 13), то для ситуации «полного совмещения» характерно наибольшее владение крупных и мелких акционеров – физических лиц. «Полному разделению» присуще самое представительное участие нефинансовых организаций и иностранных инвесторов. Также иностранные инвесторы имеют относительно высокую долю при наличии крупных акционеров-менеджеров, а вот участие директора в капитале сопровождается наиболее высоким владением со стороны федерального государства и находится на втором месте по доле мелких акционеров, что свидетельствует об относительно распыленном владении.

Таблица 13. Средняя доля владения обыкновенными акциями при разных способах организации контроля, % от уставного капитала

	По выборке в целом ^а	M&D_A	M_A	Д_A	Разделение	Значимость различий ^б
Федеральные органы власти	4,7	2,1	3,0	10,8	4,1	0,000
Региональные и/или местные органы власти	1,9	1,3	2,4	1,7	3,0	0,785
Мелкие акционеры – физические лица	24,9	32,6	21,1	26,0	14,3	0,000
Банки	1,5	1,6	0,1	1,4	1,0	0,001
Инвестиционные фонды, компании	2,7	1,8	0,6	3,8	3,4	0,017
Российские нефинансовые предприятия	13,7	7,1	14,6	13,9	22,6	0,000
Все крупные акционеры – физические лица	34,8	40,1	30,3	29,8	32,5	0,011
Иностранные инвесторы	4,6	1,5	7,1	5,6	7,6	0,000

^а Число респондентов колеблется от 698 до 720. Поскольку вопросы задавались в агрегированной интервальной шкале, то в среднем доля владения рассчитана по центрам интервалов и в сумме не достигает 100%. Однако для целей сравнения эти данные пригодны.

^б Использован Kruskal Wallis-тест.

5. Факторы выбора формы контроля с отделением собственности от управления

Наличие разнообразных способов корпоративного контроля предоставляет доминирующему собственнику возможность выбора. Какие условия деятельности компаний способствуют или препятствуют выбору в пользу наемного менеджмента, движению к отделению функции управления от владения? По нашему мнению, можно выделить несколько групп факто-

ров, характеризующих деятельность компаний: наряду с историческими предпосылками это внутренние факторы корпоративного управления и корпоративного менеджмента в компаниях и внешние факторы.

Введем индикаторы для измерения названных факторов, опираясь на данные опроса, и сформулируем гипотезы для эмпирической проверки с помощью бинарной логистической регрессии.

Корпоративное управление и отношения собственности

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

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

Крайне высокая концентрация капитала, позволяющая легитимно захватить органы управления обществом, также может быть использована как субститут отделения функции управления от владения. При этом, как мы видели выше, в условиях средней или низкой степени концентрации совмещение дает возможности упрочения позиции акционеров, дополняя тем самым отношения собственности.

Еще один механизм (субститут) – это непрозрачность собственности, скрытость конечного владельца, которая в российских условиях может быть отражена долей владения различных юридических лиц в капитале предприятия⁴.

Наличие особых собственников – государства или иностранных инвесторов – также повышает шансы выбора разделения функций⁵. В этом же направлении должна действовать и степень публичности компании. Открытые АО и компании, чьи ценные бумаги представлены на биржевых площадках, должны быть более предрасположенными к привлечению

⁴ Отчасти подобное владение есть индикатор участия предприятий в холдинге, однако может иметь самостоятельное значение для независимых предприятий и управляющих компаний.

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

наемных менеджеров. Кстати, это может стать позитивным сигналом для мелких инвесторов к приобретению бумаг компании.

Исторические предпосылки

Ваучерная приватизация способствовала наделению акциями работников предприятий и создала менеджерам предпосылки для передела собственности в свою пользу. Директорский корпус обладал весомыми информационными и организационными преимуществами по сравнению с иными потенциальными собственниками в приобретении акций предприятий, причем использовались для этого и его активы, выведенные предварительно в теневой оборот (Долгопятова, 2001). Для АО, созданных в ходе приватизации, вероятность совмещения позиции менеджера и статуса акционера в одном лице может быть выше, чем в новом бизнесе или обществах, прошедших реорганизацию. Вместе с тем после завершения приватизации процесс интенсивного передела собственности продолжался несколько лет, поэтому ее влияние вполне могло сгладиться.

Корпоративный менеджмент

Необходимо принимать во внимание сложные условия деятельности, требующие профессиональных управленческих навыков и знаний. Размеры компании и ее отраслевая принадлежность могут стать косвенными индикаторами сложности управления. Чем больше численность занятых на предприятии, тем больше специальных компетенций необходимо для управления им. Что касается специфики производства и отраслевых рынков, то, к сожалению, наличие только укрупненной отраслевой классификации не позволяет четко выделить такие производства. С определенной долей условности более сложными с организационной и производственной точек зрения следовало бы считать сектор связи, а также отрасли машиностроения, химической и нефтехимической промышленности.

Сложность управления могут характеризовать особенности системы и методов управления, в частности, использование методов стратегического планирования, ставшего необходимым в условиях удлинения горизонта принятия решений в 2000-е гг. (Яковлев, 2003). Индикатором уровня стратегического планирования принята длительность горизонта принятия решений в компании свыше 3 лет, при которой должны вырасти шансы привлечения наемных менеджеров⁶.

Особое место в контексте управления предприятием занимает его реструктуризация. В литературе по менеджменту справедливо отмечается, что

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

ее проще осуществить при наличии единого центра принятия решений, когда владелец и первый руководитель — одно лицо (Шекшня, Кетс де Врис, 2007). В то же время реструктуризация для российских предприятий отчасти может быть названа исторической предпосылкой. Она необходима для подавляющего большинства приватизированных предприятий, чьи активы формировались еще в условиях планового хозяйства. Если учесть, что и вновь созданный бизнес в реальном секторе часто возникал на обломках старых советских предприятий, аккумулируя их активы, то и здесь актуален вопрос их реструктурирования и модернизации.

Для оценки реструктуризационной активности опрос в принципе позволяет использовать следующие индикаторы, характеризующие развитие предприятий в 2001–2004 гг.: ввод новых мощностей, внедрение новых технологий, освоение новой продукции, а также осуществление затрат на НИОКР.

Индикатор освоения продукции, как показали многие предшествующие исследования, не является работоспособным показателем реструктуризации, поскольку под новой продукцией респонденты часто понимают небольшие усовершенствования в прежнем ассортименте. Как правило, к подобной мере прибегает подавляющее большинство предприятий — от двух третей до трех четвертей. В то же время некоторым предприятиям в силу отраслевой специфики могут быть и не нужны новые продукты. Поскольку корреляции применения этой меры с разными формами контроля не установлено, то мы заведомо исключаем данный индикатор из анализа.

Для остальных индикаторов, как показали предварительные расчеты, наличие соответствующих мер будет связано с сохранением менеджеров из числа владельцев акций. Вместе с тем введение новых мощностей и новых технологий — сильно коррелированные переменные, поэтому в анализе будет оставлена только вторая из них как более комплексная характеристика реструктуризации.

Особое место занимает факт проведения НИОКР в компаниях. С одной стороны, он связан с отраслевой принадлежностью бизнеса и отчасти может свидетельствовать о его большей сложности (и тем самым позитивно влиять на выбор разделения функций). С другой стороны, в условиях слабо инновационной экономики и падения уровня производства в 1990-е гг. наличие НИОКР может говорить об интенсификации процессов производственно-технологической реструктуризации (и тем самым негативно влиять на предпочтение наемных руководителей). На наш взгляд, в настоящий момент более предпочтительной является вторая предпосылка, т. е. факт затрат на НИОКР следует рассматривать как индикатор реструктуризации.

Сложность и специфика управления также сопряжены с рыночными условиями: наличием конкуренции, в том числе на глобальных рынках, вовлеченностью предприятий во внешнеэкономическую деятельность. Опрос дает оценки респондентами наличия конкуренции со стороны российских и зарубежных производителей аналогичной продукции из разных стран⁷.

Во многих эмпирических исследованиях именно конкуренция с производителями стран дальнего зарубежья/развитых стран стала индикатором подлинно конкурентного окружения, воздействующего на поведение предприятий. Она заставляет прибегать к современным рыночным методам конкурентной борьбы, в то время как конкуренция с российскими производителями или предприятиями из стран СНГ часто опирается на уже сложившиеся стереотипы деятельности и взаимодействий на рынках (в основном ценовую конкуренцию, использование административного ресурса и т.п.) (Кузнецов, 2005). Что касается конкуренции с российскими компаниями, то зачастую оценки этого типа конкуренции более субъективны, не находят связи с модернизационным поведением предприятий и фактически отражают не столько конкуренцию, сколько низкий спрос, слабую конкурентоспособность бизнеса, как было отмечено С.Б. Авдашевой (Интеграционные процессы, 2006, гл. 9). В этом контексте наличие сильной, по мнению респондентов, конкуренции с российскими компаниями, может свидетельствовать не о конкуренции как таковой, а о том, что бизнес еще не вполне адаптирован к рыночным условиям, что его реструктуризация еще не завершена. Кстати, по данным нашего опроса, наличие сильной конкуренции с российскими предприятиями положительно коррелировало с такими первичными мерами реструктуризации, как внедрение новой продукции и новых мощностей. Конкуренция с компаниями из развитых стран была связана не только с обновлением продукции, но и с наличием расходов на НИОКР, внедрением новых технологий и проведением сертификации производства по международным стандартам, т. е. требовала более глубоких мер реформирования бизнеса.

В первом приближении в качестве индикаторов конкуренции мы выбрали два: наличие сильной конкуренции с российскими предприятиями и наличие конкуренции (как сильной, так и умеренной) с компаниями из развитых зарубежных стран, предполагая, что наличие конкуренции должно способствовать повышению шансов назначения наемного топ-менеджмента.

⁷ Подчеркнем, что хотя речь идет о внешнем для компании факторе конкуренции на рынке ее продукции, но фактически мы располагаем только субъективной оценкой респондентами уровня конкуренции, которая может формироваться под воздействием целого комплекса условий.

Для оценки вовлеченности во внешнеэкономическую деятельность выбран индикатор наличия экспорта продукции (ведь что касается импорта, то его легко осуществлять и через посредников). К экспортирующим мы относим предприятия, где уровень экспорта превышает 10% годовых продаж, предполагая, что экспорт может потребовать более сложной организации производства, хотя справедливо это только для предприятий обрабатывающих отраслей. Впрочем, налицо и антистимулы: весомые финансовые потоки от экспортной деятельности собственники вряд ли доверят «посторонним».

Рынок управленческого труда

Наряду с внутренними условиями развития компаний, определяющими спрос на наемных менеджеров, их привлечению способствует развитие рынка управленческого труда, рост предложения квалифицированных управленческих кадров. К сожалению, адекватно измерить его в рамках опроса крайне трудно, хотя ряд переменных в нем предложен. Это некоторые сигнальные характеристики директорского корпуса: уровень образования директора предприятия и его «происхождение» (внешний управленец или сотрудник данного предприятия), а также предшествующий опыт работы руководства в западном бизнесе или в органах власти.

Известно, что российские руководители, часть из которых вышла еще из советских управленцев, обычно имели инженерно-техническое образование. Оказалось, что профильное образование (речь идет об экономическом или управленческом образовании, включая и степень МБА) руководитель имеет на 28–30% предприятий вне зависимости от конфигурации контроля. Аналогичная ситуация и с наличием у высшего руководства АО опыта работы в органах власти — им обладали 27–30% и при наемных менеджерах, и при менеджерах-акционерах. Специфический опыт работы в случае западной компании реже встречался при полном совмещении (11%), а в остальных случаях — на уровне 18–19% (значимость 0,068).

Высокозначимой оказалась связь форм контроля с переменной «происхождение директора»: он являлся работником данного предприятия только в 36% АО при «полном разделении» против 73% для предприятий с «полным совмещением». Впрочем, эта взаимосвязь скорее всего является именно следствием замены руководителя на наемного менеджера, а не объяснением предпосылок выбора.

Для оценки уровня развития российского рынка труда, учитывая известный факт его регионализации и низкой мобильности рабочей силы, в качестве индикаторов можно привлечь отдельные региональные показатели. Какими показателями мы располагаем? Мы знаем адрес предприятия и имеем возможности использовать региональные характеристики, представляемые официальной статистикой.

В первую очередь можно предположить, что чем выше статус поселения и его размер (численность проживающего там населения), тем скорее удастся найти кандидатов на управленческие позиции. Если для величин поселения гипотеза может формулироваться как увеличение шансов предложения наемного управленческого труда при росте размера, то для типа поселения ситуация не столь однозначна. Для оценки статуса поселения нами выбраны следующие их типы: Москва, столицы субъектов Федерации, нестоличные города, поселки. С одной стороны, более весомый статус делает предложение труда более разнообразным, но с другой — небольшие поселения вряд ли привлекут собственников для постоянного проживания. Поэтому при наличии в составе бизнеса предприятий, расположенных в других городах, особенно малых и поселках, акционеры будут склонны найти кандидатов на управленческие посты, хотя сами могут управлять предприятиями в Москве или крупных городах.

Наряду с географическими показателями для характеристики рынка труда можно использовать оценку уровня средней заработной платы. Мы располагаем двумя такими показателями: 1) размер средней заработной платы руководителей предприятий и организаций в регионе (данные выборочного обследования Росстата по оплате труда руководителей в октябре 2005 г.); 2) среднегодовой размер заработной платы в субъекте Федерации за 2004 г. по официальным данным, полученный при полном охвате предприятий, территорий и отрезка времени, где индикатор относится ко всем типам работников. Учитывая крайне высокий уровень корреляции между этими показателями (более 0,8), мы ограничимся показателем заработной платы для руководителей организаций и подразделений: чем она выше, тем чаще мы ожидаем выбора разделения функций. Оплата труда говорит не только о развитости рынка, ведь собственники могут использовать и другие каналы получения доходов (например, предпочесть неформальные способы извлечения теневых средств или выплату дивидендов).

6. Эмпирический анализ привлечения наемного менеджмента

6.1. Когда крупные акционеры не становятся высшими менеджерами АО?

В качестве параметра, характеризующего выбор формы контроля, взята переменная, характеризующая участие крупных акционеров в управлении компаниями в качестве их топ-менеджеров. В Приложении 1 (*табл. П.1.1*)

приведены оценки индикаторов факторов выбора контроля при утвердительном или отрицательном ответе респондентов (в скобках даны названия переменных, которые включены затем в регрессионный анализ).

Оказалось, что доля приватизированных предприятий в обеих группах практически равна. Также несущественным было осуществление экспорта. Как и ожидалось, в секторе связи чаще встречается разделение (хотя это не только вопрос сложности управления, ведь связь — это сектор с высоким участием государства и рыночным регулированием). Что касается отраслевой принадлежности в промышленности, то значимо чаще отделение встречалось в ТЭК (также отрасль со значимым участием государства и регулированием тарифов), химии и нефтехимии.

При росте размера пакета акций у государства различия проявились только для АО с федеральным участием, так же, как и для иностранных инвесторов и юридических лиц. Не обнаружено никаких различий в региональных индикаторах географического положения, но уровень заработной платы был в данном случае немного выше при разделении функций. Среди параметров реструктуризации получен ожидаемый результат, хотя по внедрению новых технологий значимость и превысила 15%.

Полученные корреляции в основном соответствуют нашим ожиданиям. Несколько отличалась роль сильной конкуренции с российскими компаниями, что, по всей видимости, объясняется упомянутой выше особенностью ее субъективных оценок. При этом роль конкуренции с развитыми странами вполне соответствовала нашим предположениям. Также концентрация капитала продемонстрировала различия только в случае низкой/средней концентрации: в первом случае превалировало разделение (можно объяснить отсутствием крупных акционеров), во втором — совмещение, которое помогает акционеру с пакетом акций менее половины упрочить контроль.

Для проведения комплексного анализа факторов использована бинарная логистическая регрессия, где в качестве зависимой переменной выступает вероятность выбора формы контроля с отделением управления от владения, принимающая значение «1», когда крупные акционеры не являются топ-менеджерами, и «0» — в противном случае. Оценка логит-модели выбора проведена по всем АО (выборка I) и по АО с исключением предприятий связи и ТЭК в силу их специфики (выборка II). Кроме того, учитывая, что этот выбор — прерогатива контролирующего владельца, мы рассмотрели еще один тип выборки — только те акционерные общества, в которых сложился контролирующий собственник. Ведь при необходимости поиска компромиссов или учета интересов разных акционеров могут работать факторы, которые не вовлечены в нашу модель и не поддаются формализации. Таким образом, выборка III представляет все АО с нали-

нием контролирующего акционера, а выборка IV – эти же АО с исключением предприятий ТЭК и связи.

Для расчетов были построены две модели с разным учетом величины государственного пакета акций: в модели А этот пакет рассчитан как сумма владения федеральных и региональных/местных органов, а в модели В эти типы владения разделены.

В *табл. П1.2* Приложения 1 приведены результаты расчетов с включением подавляющего числа описанных ранее индикаторов⁸. В основном в модели вошли дамми-переменные. Для переменной отраслевой принадлежности (INDUSTRY) взяты все 9 отраслей (7 для выборки II), причем базовой категорией выступает сектор связи (отрасль промышленности строительных материалов). Для уровня концентрации собственности в качестве базовой категории рассматривается АО с высоким уровнем концентрации. Для типа поселения в качестве базы использован тип поселения «столица субъекта Федерации», в которых расположено большинство обследованных АО. Для количественных переменных численности занятых и численности населения в пункте размещения предприятия использованы логарифмированные значения.

Акционерные общества продемонстрировали в основном одинаковые оценки параметров выбора по всей выборке и с исключением секторов связи и ТЭК или/и АО, где не сложился контролирующий владелец. Значимое влияние было присуще индикаторам корпоративного управления: вероятность выбора отделения усиливалась в открытых АО, при увеличении доли акций в руках у юридических лиц, иностранных инвесторов и органов власти (за счет владения федеральных органов). При этом шансы выбора наемного менеджмента уменьшались для предприятий, проходящих реструктуризацию, испытывающих при этом сильную конкуренцию с российскими компаниями, а также являющихся независимыми предприятиями или управляющими компаниями. Положительное влияние продемонстрировало наличие конкуренции с компаниями развитых рыночных экономик. АО с низкой концентрацией капитала увеличивало шансы разделения, а со средней – уменьшало (в некоторых выборках) по сравнению с высококонцентрированной собственностью.

Не обнаружено значимого влияния индикаторов рынка труда (за небольшим исключением). Наличие опыта работы в западной компании положительно слабо влияло на выбор наемного руководства (на уровне 10%), причем на предприятиях ТЭК и связи. Влияние же уровня заработной пла-

⁸ Для оценки всей совокупности индикаторов мы использовали метод включения всех переменных (Enter).

ты в регионе наблюдалось только для АО с наличием контролирующего владельца и с исключением ТЭК и связи.

В различных спецификациях и подвыборках устойчивое и весомое влияние фактора интеграции – принадлежности предприятия к холдингу в качестве его рядового участника – существенно усиливало шансы привлечения наемного менеджмента. Это результат, свидетельствующий о том, что для предприятий, представляющих бизнес (т. е. автономные предприятия или управляющие компании холдингов), предпочтительнее совмещение, а защита прав собственности – ведущий фактор выбора. Ведь всего треть АО, бывших частью холдинга, привлекали к управлению крупных акционеров (против 44% АО, представляющих бизнес). Поэтому модель А была протестирована на двух группах АО, включающих соответственно бизнес (подвыборка 1) или его часть (подвыборка 2), чтобы оценить возможное влияние одних и тех же факторов на юридические лица разного типа. Одинаковые спецификации для этих групп (с включением также переменной принадлежности предприятия к управляющим компаниям HOLD_CO) позволили заметить существенную разницу в роли тестируемых независимых переменных (*табл. П1.3* Приложения 1).

Дополнительно для рядовых членов холдинга были рассчитаны еще две модели (С и D), учитывающие масштабы и структуру всего бизнеса, частью которого являются эти предприятия. Для оценки сложности взят индикатор размеров бизнеса по числу входящих в холдинг юридических лиц (SIZE_HOLD, логарифм числа юридических лиц) и его отраслевой диверсификации (принадлежность к вертикально интегрированному холдингу IND_VERT или конгломерату IND_CONG, тогда как вхождение в объединение горизонтального типа стало базовой категорией). Включение этих индикаторов в модель позитивно влияет на шансы выбора и повышает ее объясняющую функцию, сохраняя устойчивость основных зависимостей, за исключением принадлежности к открытым компаниям.

Выбор формы контроля с отделением исполнительного менеджмента от владения для бизнеса оказался под весомым влиянием индикаторов собственности и корпоративного управления, некоторых характеристик реструктуризации, а также конкуренции с иностранными предприятиями. Проявилось также значимое влияние стратегического планирования. Отрицательное влияние наличия экспорта (с невысокой значимостью) может объясняться как раз нежеланием упускать прямой контроль над финансовыми потоками. Для предприятий, входящих в холдинги, из индикаторов собственности и корпоративного управления сохранилось положительное влияние доли собственности юридических лиц и (в некоторых спецификациях) принадлежности к открытой компании. Наряду с сохранившимся влиянием индикаторов реструктуризации проявилось некоторое влияние

рынка труда — через среднюю заработную плату, а также принадлежность к московским предприятиям (сильно и значимо уменьшало вероятность выбора разделения по сравнению с расположением в столицах регионов).

6.2. Когда топ-менеджеры и директора не являются акционерами компании?

Как мы отметили выше, наличие акций у генерального директора предприятия могло давать ему серьезные преимущества в принятии решений. Более того, эти АО отличает более распыленная собственность и другие особенности. Это подтолкнуло нас к решению протестировать в качестве индикатора отделения управления от владения другую переменную: она по-прежнему принимает значение «1», если крупные акционеры стали топ-менеджерами, и «0» — если они не являются менеджерами, а директор не является владельцем акций (ситуация «полного разделения»). Сопоставление этих групп АО по значениям основных переменных, которые по нашим предположениям могут влиять на выбор конфигурации контроля, проведено в *табл. П2.1* Приложения 2. Основные зависимости сохранились, хотя некоторые индикаторы стали незначимы, другие, напротив, значимы.

Расчет методом ввода всех переменных приведен в *табл. П2.2* Приложения 2 применительно ко всем АО. В принципе основные зависимости оказались близки к полученным ранее. Разница состояла в проявлении значимости (на уровне 10%) роли приватизации (судя по всему, наличие директоров-акционеров еще связано с проведением приватизации) и изменений в соотношении уровней концентрации капитала. К сожалению, расчеты с исключением предприятий ТЭК и связи по этому же методу не дали устойчивых оптимальных решений.

Для получения устойчивых зависимостей мы использовали метод пошагового ввода, позволяющий включить в модель переменные с наиболее значимыми связями. Результаты приведены в *табл. П2.3* Приложения 2. В итоге выбор формы контроля с «полным разделением» объясняется факторами корпоративного управления и собственности, корпоративного менеджмента и конкуренции. Для бизнеса значима роль факторов собственности и конкуренции, некоторых индикаторов реструктуризации. Для АО, входящих в холдинги, объяснить подобный выбор помогают в основном индикаторы корпоративного менеджмента и реструктуризации, а также особенности организации самих холдингов.

Выводы

Подведем итоги количественного анализа объясняющей роли различных факторов, которые могли повлиять на выбор формы контроля. Ряд наших предположений относительно влияния тех или иных факторов нашли свое подтверждение на разных выборках и спецификациях моделей.

Действительно, для российских АО существенный вклад в повышение шансов привлечения наемных менеджеров внесли факторы собственности и корпоративного управления, а среди них — именно переменные, «ответственные» за защиту прав собственности. Так, налицо были различия в выборе собственников в АО, представляющих независимый бизнес (автономные предприятия и управляющие компании), по сравнению с предприятиями — членами групп компаний. Наряду с вовлечением в интеграцию размеры владения тех или иных акционеров в рамках наших моделей также влияли на выбор формы контроля: чем больше был пакет акций у федеральных органов власти, иностранных инвесторов или в совокупности у всех российских юридических лиц, тем выше были шансы использования наемного менеджмента. В последнем случае мы трактовали владение юридических лиц как способ снижения прозрачности собственности, который используется конечными собственниками предприятий в качестве дополнительного способа защиты своих прав. Концентрация собственности не была устойчивой переменной, хотя в некоторых случаях ее средний уровень уменьшал шансы разделения собственности и управления, усиливая интенцию к совмещению для акционера с пакетом акций свыше блокирующего, но не превышающим 50% акционерного капитала.

В то же время не подтвердились все предположения о возможной роли открытости компаний. Если принадлежность к ОАО проявила предсказанное ранее позитивное влияние (для всех компаний и тех, кто представлял независимый бизнес), то наличие ценных бумаг компаний на биржах никак не отражено при выборе формы контроля.

В целом совокупность характеристик, учитывающих особенности корпоративного менеджмента, была весома и значима. Мы увидели негативное влияние реструктуризации на шансы выбора наемных руководителей вне зависимости от вовлечения АО в интеграционные процессы. Индикатор глобализации — наличие конкуренции с зарубежными производителями, осложняющей условия функционирования компаний, способствовал привлечению наемных руководителей, а вот факт экспорта не дал значимых устойчивых зависимостей. Также не обнаружено влияния размера бизнеса на организацию корпоративного контроля (легко увидеть, что численность занятых тесно коррелирует с организационно-правовой формой компании,

так что последний индикатор и включает влияние размеров). Впрочем, иные индикаторы сложности управления в большей степени проявились в АО, входящих в холдинги, чем в независимом бизнесе. Загадкой остается сильная конкуренция с российскими производителями: негативное влияние на выбор наемного менеджмента характерно для всех компаний и АО, отнесенных нами к независимому бизнесу, хотя для членов холдинга это влияние проявлялось изредка, как раз для предприятий, не относящихся к секторам ТЭК и связи. Наличие такой конкуренции может характеризовать реструктуризацию компаний, но отчасти свидетельствует об условиях работы на относительно конкурентных рынках, хотя не требует при этом особых компетенций.

История формирования бизнеса продемонстрировала слабое влияние (на уровне 10% значимости) только в некоторых спецификациях. Судя по всему, крупная собственность топ-менеджмента (иными словами, деятельность крупных владельцев в качестве высших руководителей) оказалась инвариантна относительно истории формирования бизнеса, хотя приватизация позволила директорам иметь небольшие пакеты акций.

Что касается характеристик рынка управленческого труда, то получить устойчивые зависимости по разным его индикаторам не удалось. Впрочем, это может быть связано не столько со слабым влиянием, сколько с плохими индикаторами развития рынка труда. Только уровень заработной платы руководителя был связан позитивно с выбором наемных руководителей в спецификациях для рядовых членов холдинга, причем обусловлено это было включением предприятий ТЭК и связи. Естественно, крупным холдингам этих отраслей при найме топ-менеджеров приходится учитывать состояние регионального рынка труда.

Главный результат анализа — интеграционные процессы стали существенным признаком, предопределяющим различия в роли иных факторов. Для юридических лиц, представляющих независимый бизнес или его часть, роль предложенных индикаторов проявилась по-разному. В автономных предприятиях и управляющих компаниях предпочтение отдается прямому участию акционеров в управлении, а приходу наемных менеджеров, наряду с особенностями структуры капитала, способствует наличие конкуренции с компаниями из развитых стран. При вхождении АО в группы компаний существенная роль принадлежит именно факторам корпоративного менеджмента и реструктуризации, причем проявляется и сложность управления всем бизнесом. Вместе с тем в холдингах сохраняется непрозрачность владения как дополнительный элемент защиты.

Перспективами дальнейшего исследования, по нашему мнению, станет развитие предложенных моделей по следующим направлениям: 1) использование иных методов расчета регрессии, 2) уточнение круга незави-

симых переменных, поскольку некоторые из них не продемонстрировали значимого влияния и были неустойчивы.

Библиография

- Авдашева С.Б.* Бизнес-группы как форма реструктуризации предприятий: движение вперед или шаг назад? // Российский журнал менеджмента. 2005. Т. 3. № 1. С. 3–26.
- Голикова В.В., Долгопятова Т.Г., Симачев Ю.В., Яковлев А.А.* Инсайдеры, аутсайдеры и хорошее корпоративное управление: российский опыт // Сб-к материалов 5-й Международной конференции ГУ ВШЭ «Конкурентоспособность и модернизация экономики» / Под ред. Е.Г. Ясина. Кн. 1. М.: ГУ ВШЭ, 2004. С. 365–376.
- Гуриев С.М., Лазарева О.В., Рачинский А.А., Цухло С.В.* Корпоративное управление в российской промышленности. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». № 149. М.: МОНФ; ЦЭФИР, 2003.
- Дерябина М.* Реструктуризация российской экономики через передел собственности и контроля // Вопросы экономики. 2001. № 10. С. 55–69.
- Долгопятова Т.* Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Вопросы экономики. 2001. № 5. С. 46–60.
- Долгопятова Т.Г.* Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 2. С. 3–26.
- Долгопятова Т.Г., Ивасаки И.* Исследование российских компаний: первые итоги совместного российско-японского проекта: Препринт WP1/2006/01. М.: ГУ ВШЭ, 2006.
- Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях / Под ред. Т.Г. Долгопятовой. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». № 180. М.: МОНФ, АНО «Проекты для будущего», 2006.
- Капелюшников Р.И.* Концентрация акционерной собственности и корпоративное управление: Препринт WP1/2005/03. М.: ГУ ВШЭ, 2005.
- Капелюшников Р., Демина Н.* Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопросы экономики. 2005а. № 2. С. 53–68.
- Капелюшников Р., Демина Н.* Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства Российского экономического барометра // Российский журнал менеджмента. 2005б. Т. 3. № 3. С. 27–42.

- Кузнецов Б.В. Влияние конкуренции на процессы модернизации и реформирования российских промышленных предприятий (опыт эмпирического анализа) // Влияние конкуренции и антимонопольного регулирования на процессы экономической модернизации / Под ред. С.Б. Авдашевой, В.Л. Тамбовцева. М.: ТЕИС, 2005. С. 44–85.
- Муравьев А. Обновление директорского корпуса на российских приватизированных предприятиях // Российский журнал менеджмента. 2003. Т. 1. № 1. С. 77–90.
- Практики управления персоналом на современных российских предприятиях / Под ред. В.И. Кабиной. М.: ИСИТО, 2005.
- Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. Научные труды ИЭПП № 36. М.: ИЭПП, 2001.
- Радыгин А.Д. Эволюция форм интеграции и управленческих моделей: опыт крупных российских корпораций и групп // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 4. С. 35–58.
- Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». № 148. М.: МОНФ, АНО «Проекты для будущего», 2003.
- Розинский И. Механизмы получения доходов и корпоративное управление в рыночной экономике // Предприятия России: корпоративное управление и рыночные сделки. М.: ГУ ВШЭ, 2002. С. 168–181.
- Российская промышленность: институциональное развитие / Под ред. Т.Г. Долгопятовой. М.: ТЕИС, 2002.
- Шекшня С., Кетс де Врис М. Мнимый уход // Эксперт. 2007. № 5. С. 34–41.
- Стиглиц Дж. Quis custodiet ipsos custodies? Неудачи корпоративного управления при переходе к рынку // Экономическая наука современной России. 2001. № 4. С. 108–146.
- Структурные изменения в российской промышленности / Под ред. Е.Г. Ясина. М.: ГУ ВШЭ, 2004.
- Яковлев А. Спрос на право в сфере корпоративного управления: эволюция стратегий экономических агентов // Вопросы экономики. 2003. № 4. С. 37–50.
- Яковлев А. Обучение действием // Эксперт. 2004. № 3. С. 44.
- Andreff W. Corporate Governance Structures in Postsocialist Economies: Toward a Central Eastern European Model of Corporate Control: EACES Working paper No. 4. May 2005 (www.eaces.org).
- Blasi J., Kroumova M., Kruse D. Kremlin Capitalism: the Privatization of the Russian Economy. Ithaca: Cornell University Press, 1997.

Приложение 1

Таблица П1.1. Характеристики АО, в которых крупные акционеры являлись/не являлись топ-менеджерами^а

	Да	Нет	Значимость различий ^б
Среднее число занятых в АО, человек (SIZE)	1099	2662***	0,003
Принадлежность к сектору связи, %	4,8	11,8***	0,000
Принадлежность к открытым АО, % (OPEN_C)	60,4	73,8***	0,000
АО является приватизированным предприятием, % (PRIVAT)	69,9	69,0	0,784
АО, чьи ценные бумаги представлены на биржах, % (STOCK_M)	7,9	18,0***	0,000
АО представляет автономное предприятие или управляющую компанию холдинга, % (BUSINESS)	77,3	55,6***	0,000
АО представляет управляющую/головную компанию холдинга, % (HOLD_CO)	6,1	4,9	0,444
Средняя доля владения иностранными инвесторами, % (OWN_FOR)	2,4	6,7***	0,000
Средняя доля владения органами власти всех уровней, % (OWN_STATE)	3,6	9,4***	0,003
в т.ч. – средняя доля владения федеральных органов, % (OWN_FED)	2,2	7,1***	0,001
– средняя доля владения региональных и местных органов, % (OWN_REG)	1,4	2,4	0,347
Средняя доля владения юридических лиц, % (OWN_LENT)	11,2	22,8***	0,000
Крупнейший акционер владеет не более 25% акций (CONC_LOW)	9,3	15,3**	
Крупнейший акционер владеет пакетом свыше 25%, но не более 50% (CONC_MED)	20,2	14,5**	0,011
Крупнейший акционер владеет пакетом свыше 50% акций	70,5	70,2	
АО, осуществлявшие вложения в НИОКР, % (R&D)	60,2	52,2**	0,025

	Да	Нет	Значимость различий ^б
АО, осуществлявшие внедрение новых технологий, % (NEW_TECH)	57,8	52,7	0,155
АО, экспортирующие свыше 10% выпуска, % (EXPORT)	22,0	21,7	0,917
АО испытывают сильную конкуренцию с российскими предприятиями, % (COMP_RUS)	66,7	55,9***	0,002
АО испытывают конкуренцию с предприятиями развитых рыночных экономик, % (COMP_FOR)	26,3	33,6**	0,033
АО с длительностью горизонта планирования свыше 3 лет, % (STRATEG)	22,5	32,6***	0,002
АО, в которых руководство имеет опыт управленческой работы в западной компании, % (EXP_FC)	11,5	16,7**	0,039
Средняя заработная плата руководителей в регионе размещения АО, тыс. рублей (SAL_CEO)	16,009	16,794*	0,062
Средняя численность населения в месте расположения АО, млн человек (POPULAT)	1,076	1,173	0,951
Доля АО, расположенных в столицах субъектов Федерации, %	70,3	68,4	
Доля АО, расположенных в Москве, % (CITY_MOS)	3,5	4,4	0,890
Доля АО, расположенных в нестоличных городах, % (CITY_SM)	21,7	22,3	
Доля АО, расположенных в поселках, % (CITY_VIL)	4,5	4,9	

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

^б Для оценки значимости различий между частотами использован критерий χ^2 , а между средними значениями – Kruskal Wallis-тест: *** – значимо на уровне 1%, ** – 5%, * – до 10%.

Таблица П1.2. Результаты расчета логит-модели привлечения наемных топ-менеджеров в АО (метод ввода всех переменных)

Выборка ^а	I		II		III		IV	
	A	B	A	B	A	B	A	B
BUSINESS	-***	-***	-***	-***	-***	-***	-***	-***
HOLD_CO	+	+	+	+	+	+	+	+
OPEN_C	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
SIZE	+	+	+	+	+	+	+	+
PRIVAT	-	-	-	-	-	-	-	-
STOCK_M	-	-	-	-	-	-	-	-
CONC_LOW	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
CONC_MED	-	-*	-*	-*	-*	-*	-*	-*
OWN_STATE	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
OWN_FED								
OWN_REG		+		+		+		+
OWN_FOR	+**	+**	+***	+***	+**	+**	+**	+**
OWN_LENT	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
COMP_RUS	-**	-**	-***	-***	-***	-***	-***	-***
COMP_FOR	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
STRATEG	+	+	+	+	+	+	+	+
EXPORT	-	-	-	-	-	-	-	-

Выборка ^a	I		II		III		IV	
	A	B	A	B	A	B	A	B
R&D	—***	—***	—***	—***	—***	—***	—***	—***
NEW_TECH	—**	—**	—*	—*	—***	—***	—**	—**
EXP_FC	+	+	+	+	+	+	+	+
POPULAT	—	—	—	—	—	—	—	—
CITY_MOC	—	—	—	—	+	+	+	+
CITY_SM	—	—	—	—	+	+	+	+
CITY_VIL	—	—	—	—	+	+	+	+
SAL_CEO	+	+	+	+	+	+	+	+
INDUSTRY	Да**	Да**	Да**	Да**	Да***	Да***	Да***	Да***
N	603	603	508	508	527	527	450	450
2Log likelihood	667,8	666,6	558,6	557,7	555,9	555,3	474,8	474,5
Nagelkerke R ²	0,323	0,325	0,330	0,332	0,376	0,377	0,368	0,368
Wald test	167,4***	168,6***	144,5***	145,4***	174,6***	175,3***	144,7***	145,0***

*** – значимо на уровне 1%, ** – 5%, * – до 10%.

^a Выборка I включает все обследованные АО, выборка II – все АО за исключением предприятий ТЭК и связи; выборка III состоит из АО всех отраслей, чьи респонденты считают, что в компании сложился контролирующей ее собственник или консолидированная группа собственников, а выборка IV дополнительно исключает из рассмотрения предприятия ТЭК и связи.

Таблица П1.3. Результаты расчета логит-модели привлечения наемных топ-менеджеров в АО в условиях корпоративной интеграции (метод ввода всех переменных)

Выборка ^a	I-1		I-2		I-2		II-1		II-2		II-2	
	A	A	A	C	C	D	A	A	A	C	C	D
HOLD_CO	+	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX	+	+	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX
OPEN_C	+++	+	+	+++	+	+	+++	+	+	+	+	—
SIZE	+	—	—	+	+	—	+	+	—	+	+	—
PRIVAT	—	+	+	+	+	+	—	—	—	—	—	—
STOCK_M	+	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
CONC_LOW	+++	+	+	+	+	+	+++	+	+	+	+	+
CONC_MED	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OWN_STATE	+++	+	+	+	+	+	+++	+	+	+	+	—
OWN_FOR	+++	+	+	+	+	+	+++	+	+	+	+	+
OWN_LENT	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++
COMP_RUS	—*	—	+	+	+	+	—*	—*	—**	—	—	—**
COMP_FOR	+++	+	+	+	+	+	+++	+	+	+	+	+
STRATEG	+	+++	+++	+++	+++	+++	—	—	+	+	+	+
EXPORT	—*	—	—	—	—	+	—*	—*	—	—	—	+
R&D	—***	—***	—***	—***	—***	—***	—***	—***	—***	—***	—***	—***
NEW_TECH	—	—**	—***	—***	—***	—***	—	—	—***	—***	—***	—***
EXP_FC	+	+	—	—	—	—	+	+	—	—	—	—

Выборка ^a	I-1	I-2	II-1	II-2	II-2	II-2						
Модель	A	A	C	D	A	A	A	A	A	A	C	D
POPULAT	-	+	+	+	-	+	+	+	-	+	+	+
CITY_MOC	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+
CITY_SM	-	+	+	+	-	-	-	-	-	+	+	+
CITY_VIL	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
SAL_CEO	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
INDUSTRY	Да**	Да**	Да**	Да**	Да**	Да**	Да**	Да**	Да**	Да*	Да	Да
SIZE_HOLD	XXXX			+	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX		-	-
IND_VERT	XXXX		-	-	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX		+	+
IND_CONG	XXXX		+	+	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX		+	+
N	404	199	199	191	371	371	371	371	371	137	137	131
2Log likelihood	440,3	181,8	163,3	149,5	408,9	408,9	408,9	408,9	408,9	101,1	92,5	72,8
Nagelkerke R ²	0,324	0,378	0,470	0,502	0,296	0,296	0,296	0,296	0,296	0,572	0,621	0,708
Wald test	111,4***	61,9***	80,3***	83,4***	91,8***	91,8***	91,8***	91,8***	91,8***	72,4***	81,0***	93,1***

*** – значимо на уровне 1%, ** – 5%, * – до 10%.

^a Выборка I-1 включает акционерные общества всех отраслей, представляющие бизнес (автономные предприятия и управляющие/головные компании холдингов), а I-2 – АО, являющиеся рядовыми членами холдинга. Выборки II-1 и II-2 представляют аналогичные предприятия с исключением отраслей ТЭК и связи.

Приложение 2

Таблица П2.1. Характеристики АО, в которых крупные акционеры либо являлись топ-менеджерами, либо нет (и при этом директор не был акционером)^a

	Да	Нет	Значимость различий ^b
Среднее число занятых в АО, человек (SIZE)	1096	2154	0,129
Принадлежность к сектору связи, %	4,7	9,2**	0,035
Принадлежность к открытым АО, % (OPEN_C)	60,2	68,3**	0,048
АО является приватизированным предприятием, % (PRIVAT)	70,0	61,7**	0,040
АО, чьи ценные бумаги представлены на биржах, % (STOCK_M)	7,9	13,3**	0,039
АО представляет автономное предприятие или управляющую компанию холдинга, % (BUSINESS)	77,4	49,1***	0,000
АО представляет управляющую/головную компанию холдинга, % (HOLD_CO)	5,8	4,1	0,367
Средняя доля владения иностранных инвесторов, % (OWN_FOR)	2,4	7,6***	0,000
Средняя доля владения органов власти всех уровней, % (OWN_STATE)	3,7	7,0	0,620
в т.ч. – средняя доля владения федеральных органов, % (OWN_FED)	2,2	4,1	0,792
– средняя доля владения региональных и местных органов, % (OWN_REG)	1,4	3,0	0,743
Средняя доля владения юридических лиц, % (OWN_LENT)	11,0	26,3***	0,000
Крупнейший акционер владеет не более 25% акций (CONC_LOW)	9,0	11,4	
Крупнейший акционер владеет пакетом свыше 25%, но не более 50% (CONC_MED)	20,6	11,0*	0,012
Крупнейший акционер владеет пакетом свыше 50% акций	70,3	77,6***	

	Да	Нет	Значимость различий ^б
АО, осуществлявшие вложения в НИОКР, % (R&D)	61,0	49,5***	0,007
АО, осуществлявшие внедрение новых технологий, % (NEW_TECH)	58,2	49,5**	0,042
АО, экспортирующие свыше 10% выпуска, % (EXPORT)	22,3	21,8	0,883
АО испытывают сильную конкуренцию с российскими предприятиями, % (COMP_RUS)	67,5	55,3***	0,004
АО испытывают конкуренцию с предприятиями развитых рыночных экономик, % (COMP_FOR)	26,6	30,7	0,303
АО с длительностью горизонта планирования свыше 3 лет, % (STRATEG)	22,8	33,5**	0,005
АО, в которых руководство имеет опыт управленческой работы в западной компании, % (EXP_FC)	12,0	17,0*	0,092
Средняя заработная плата руководителей в регионе размещения АО, тыс. рублей (SAL_CEO)	16,041	16,627	0,121
Средняя численность населения в месте расположения АО, млн человек (POPULAT)	1,066	1,014	0,925
Доля АО, расположенных в столицах субъектов Федерации, %	69,9	69,7	
Доля АО, расположенных в Москве, % (CITY_MOS)	3,3	1,8	0,724
Доля АО, расположенных в нестоличных городах, % (CITY_SMALL)	22,0	23,9	
Доля АО, расположенных в поселках, % (CITY_COUNT)	4,7	4,6	

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

^б Для оценки значимости различий между частотами использован критерий χ^2 , между средними значениями – Kruskal Wallis-тест: *** – значимо на уровне 1%, ** – 5%, * – до 10%.

Таблица П2.2. Результаты расчета логит-модели выбора привлечения наемных топ-менеджеров и директора в АО в условиях корпоративной интеграции (метод ввода всех переменных)

Выборка ^а	I		I-1		I-2		I-2		I-2	
	A	B	A	A	A	A	C	C	D	D
BUSINESS	---	---	XXXX							
HOLD_CO	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
OPEN_C	++	++	+	+	+	+	+	+	+	+
SIZE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PRIVAT	-*	-*	-	-	-	-	-	-	-	-
STOCK_M	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+
CONC_LOW	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
CONC_MED	-*	-*	-	-	-	-	-	-	-	-
OWN_STATE	++	+	+++	+	+	+	+	+	+	+
OWN_FED		+								
OWN_REG		+								
OWN_FOR	++	++	+	+	+	+	+	+	+	+
OWN_LENТ	+++	+++	+	+	+	+	+	+	+	+
COMP_RUS	-**	-**	-	-	-	-	-	-	-	-
COMP_FOR	+++	+++	+	+	+	+	+	+	+	+
STRATEG	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-
EXPORT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Выборка ^а	I		I-1		I-2		I-2		I-2	
	A	B	A	A	A	A	A	C	C	D
R&D	—***	—***	—***		—**		—***	—***	—***	—***
NEW_TECH	—**	—**	—		—***		—***	—***	—***	—***
EXP_FC	+	+	+		—		—**	—**	—*	—*
POPULAT	+	+	—		+		+	+	—	—
CITY_MOC	+**	—	+		+***		+***	+***	+***	+***
CITY_SM	+**	—	+		+**		+**	+***	+***	+***
CITY_VIL	+**	—	+		+**		+**	+***	+***	+***
SAL_CEO	+	+	+		+***		+***	+***	+***	+***
INDUSTRY	Да	Да	Да		Да		Да	Да	Да	Да
SIZE_HOLD	XXXX	XXXX	XXXX		XXXX		XXXX	XXXX	+	+
IND_VERT	XXXX	XXXX	XXXX		XXXX		XXXX	XXXX	—	—
IND_CONG	XXXX	XXXX	XXXX		XXXX		XXXX	XXXX	+***	+***
N	455	455	313		142		142	142	138	138
2Log likelihood	458,0	457,9	281,0		128,7		128,7	104,3	95,1	95,1
Nagelkerke R ²	0,365	0,365	0,345		0,489		0,489	0,624	0,653	0,653
Wald test	141,3***	141,3***	85,1***		64,1***		64,1***	88,5***	91,3***	91,3***

*** — значимо на уровне 1%, ** — 5%, * — до 10%.

^а Выборка I включает все обследованные АО, подвыборка I-1 — автономные предприятия и управляющие/головные компании холдингов, а I-2 — рядовые члены холдинга.

Таблица П2.3. Логит-модели выбора привлечения наемных топ-менеджеров и директора в АО в условиях интеграции (метод пошагового ввода)

Выборка ^а	I		I-1		I-2		I-2		II		II-1		II-2		II-2	
	A	A	A	A	A	C	D	A	A	A	A	A	A	C	C	D ^б
BUSINESS	—***	XXXX	XXXX		XXXX		XXXX		—***					XXXX	XXXX	XXXX
OPEN_C	+++	+	+						+++			+++				
SIZE	—**								—**					—*		
PRIVAT														+		
CONC_LOW									—*							
CONC_MED	+++	+***	+***						+**							
OWN_STATE	+***	+***	+***						+***							
OWN_FOR	+***	+***	+***						+***							
OWN_LENT	—**	—**	—**						—***					—*		
COMP_RUS	+***	+***	+***						+***					+**		
COMP_FOR	+	+	+						+***					+**		
STRATEG	—***	—***	—***						—***					—***		
R&D	—**	—***	—***						—**					—***		
NEW_TECH														+		
POPULAT														+		
CITY_MOC														—***		
CITY_SM														—***		
														XXXX		XXXX
														XXXX		XXXX

Выборка ^а	I	I-1	I-2	I-2	I-2	I-2	II	II-1	II-2	II-2	II-2
Модель	A	A	A	C	D	A	A	A	A	C	D ^б
CITY_VIL	XXXXX	XXXXX	****	****	****	XXXXX	XXXXX	XXXXX			XXXXX
SAL_CEO	XXXXX	XXXXX	****	****	****	XXXXX	XXXXX	XXXXX			****
INDUSTRY	XXXXX	XXXXX	Да*			XXXXX	XXXXX	XXXXX			****
SIZE_HOLD	XXXXX	XXXXX	****	****	****	XXXXX	XXXXX	XXXXX			****
IND_VERT	XXXXX	XXXXX	****	****	****	XXXXX	XXXXX	XXXXX			****
IND_CONG	XXXXX	XXXXX	****	****	****	XXXXX	XXXXX	XXXXX			****
N	455	313	142	142	138	393	291	102	102	102	99
2Log likelihood	475,3	307,8	149,6	120,0	141,3	383,8	270,9	107,7	107,7	92,8	73,0
Nagelkerke R ²	0,326	0,247	0,353	0,540	0,378	0,356	0,263	0,360	0,360	0,493	0,625
Wald test	123,9***	58,3***	43,1***	72,8***	45,4***	116,5***	56,9***	31,8***	31,8***	46,7***	61,9***

*** – значимо на уровне 1%, ** – 5%, * – до 10%.

^а Выборка I включает все АО, подвыборка I-1 – автономные предприятия и управляющие компании холдингов, а I-2 – рядовые члены холдинга. Выборки II, II-1 и II-2 представляют аналогичные предприятия с исключением отраслей ТЭК и связи.

^б Для обеспечения устойчивости модели D из состава предикторов пришлось исключить переменную «тип поселения».

Препринт WP1/2007/03
Серия WP1
Институциональные проблемы
российской экономики

Т.Г. Долгопятова, О.М. Уварова

**Эмпирический анализ организации
корпоративного контроля
в российских компаниях**

Зав. редакцией оперативного выпуска *А.В. Заиченко*
Технический редактор *О.А. Быстрова*

ЛР № 020832 от 15 октября 1993 г.
Формат 60×84^{1/16}. Бумага офсетная. Печать трафаретная.
Тираж 150 экз. Уч.-изд. л. 3,9. Усл. печ. л. 3,5.
Заказ № . Изд. № 678

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

Для заметок
