

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

*Т.Г. Долгопятова*

**РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОЙ МОДЕЛИ  
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ  
В 2000-Е ГОДЫ: ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ  
ИЗМЕНЕНИЙ НА МИКРОУРОВНЕ**

Препринт WP1/2010/06

Серия WP1

Институциональные проблемы  
российской экономики

Москва  
ГУ ВШЭ  
2010

Редактор серии WP1  
«Институциональные проблемы  
российской экономики»  
*А.А. Яковлев*

Д 64 **Долгопятова, Т. Г.**  
Развитие российской модели корпоративного управления в 2000-е годы: эмпирический анализ изменений на микроуровне : Препринт WP1/2010/06 [Текст] / Т. Г. Долгопятова ; Гос. ун-т – Высшая школа экономики. – М.: Изд. дом Гос. ун-та – Высшей школы экономики, 2010. – 48 с. – 150 экз.

В работе анализируются изменения российской системы корпоративного управления во второй половине 2000-х годов. Две ее основные особенности: крайне высокая концентрация собственности и участие доминирующих собственников в исполнительном управлении в качестве топ-менеджеров. Выявлены первые признаки деконцентрации собственности за период 2005–2009 гг. и значимое положительное влияние на ее снижение факта присутствия ценных бумаг компании на фондовых рынках, деятельности в условиях высокой конкуренции на товарных рынках, а также размеров иностранного участия. Наблюдалась и тенденция постепенного отхода крупных собственников от исполнительного управления. Исследование основных детерминант выбора в пользу наемных менеджеров показало позитивную роль принадлежности предприятия к группе компаний, а также размеров владения иностранных инвесторов или государства.

Эмпирический анализ основан на данных двух раундов мониторинга около 1000 крупных и средних предприятий обрабатывающей промышленности, выполненного Институтом анализа предприятий и рынков Государственного университета – Высшей школы экономики (ГУ ВШЭ) в 2005 и 2009 г. в 49 регионах России, и применении моделей бинарной и порядковой регрессий.

УДК 303.72:005.7  
ББК 65.290-2

Препринты Государственного университета – Высшей школы экономики  
размещаются по адресу: <http://www.hse.ru/org/hse/wp>

© Долгопятова Т. Г., 2010  
© Оформление. Издательский дом  
Государственного университета –  
Высшей школы экономики, 2010

## 1. Введение: проблемы и информационная основа анализа<sup>1</sup>

Две наиболее важные черты российской модели корпоративного управления в течение многих лет отмечают исследователями практически единодушно. Акционерной собственности присущ крайне высокий уровень концентрации, на основе которой сложился контроль доминирующего собственника, в том числе и посредством использования (подчинения, «захвата») органов управления обществом. Следствием высокой концентрации и наиболее весомым фактором упрочения позиций крупных совладельцев стало их участие в исполнительном управлении компаниями в качестве топ-менеджеров, то есть непосредственное сращивание владения и управления.

Все эмпирические исследования российских предприятий с середины 1990-х годов (наиболее известны работы Бюро экономического анализа, ГУ ВШЭ, Института стратегического анализа и развития предпринимательства, Института экономики переходного периода, Российского экономического барометра, Центра экономических и финансовых исследований и разработок) свидетельствовали о высокой и постоянно возрастающей концентрации акционерной собственности<sup>2</sup>. Подобная тенденция стала реакцией предпринимателей на несовершенство законодательства и правоприменительной прак-

<sup>1</sup> Препринт подготовлен в рамках проекта «Корпоративное управление в переходных экономиках» Программы фундаментальных исследований ГУ ВШЭ 2010 г. В работе использован опрос руководителей предприятий, выполненный в 2009 г. при финансовой поддержке Минэкономразвития России. Автор признательна коллегам из Института анализа предприятий и рынков ГУ ВШЭ, в первую очередь д.э.н. С.Б. Авдашевой, за совместную работу и помощь. Особую благодарность выражаю дискуссантам д-ру экономики Ду Юланю (Китайский Университет Гонконга) и д.э.н. И.И. Родионову наряду с другими участниками симпозиума «Economic Transition and Development: Comparative Analysis» (Уханьский университет, октябрь 2009 г.) и научного семинара ГУ ВШЭ «Институциональные проблемы российской экономики» (Москва, февраль 2010 г.). Их полезные комментарии и обсуждение эмпирических результатов помогло дальнейшей работе, хотя возможные ошибки и недостатки целиком на моей совести.

<sup>2</sup> Например, [Капелюшников, Демина, 2005; Структурные изменения, 2004; Российская корпорация, 2007].

тики на фоне вывода активов в интересах менеджеров (или их коалиции с некоторыми акционерами). Акционеры таким образом стремились защитить свои права собственности и упрочить контроль над бизнесом. В итоге основным актором российской системы корпоративного управления стал российский частный акционер, который контролирует более половины акций и, как правило, непосредственно участвует в исполнительном управлении в качестве первого лица, топ-менеджера. Это способствовало преодолению проблемы безбилетника (у крупных акционеров есть стимулы к развитию бизнеса) и помогало решению агентской проблемы.

Высокий уровень концентрации присущ и большинству других развитых стран, где сложилась «блокхолдерская» модель [Капелюшников, 2006]. В России он был существенно выше (по сути, преобладает модель контролирующего собственника), что свидетельствует о серьезных изъянах институциональной среды. Справедливости ради стоит отметить, что Россия не является чем-то исключительным среди стран с переходными экономиками (СНГ, Центральная и Восточная Европа), о чем свидетельствует, например, обследование Европейского банка реконструкции и развития<sup>3</sup>.

Процессы сосредоточения крупного пакета акций в руках небольшой консолидированной группы акционеров или одного акционера начались сразу же после приватизации, а новые частные акционерные общества обычно создавались как компании с высокой концентрацией капитала. Основным стимулом к концентрации была необходимость установления (для внешних собственников) или сохранения, получение легитимных прав (для менеджеров) контроля над деятельностью предприятия и его финансовыми потоками. Собственники и потенциальные инвесторы понимали, что только весомое владение позволяет защитить права собственности и поставить под контроль управляющих.

---

<sup>3</sup> Обследование Business Environment and Enterprise Performance Survey, проведенное в 2009 г. на более 11600 фирмах 30 стран с переходной экономикой (Центральная, Восточная и Южная Европа, СНГ и Балтия); <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/surveys/>). Оно показало, что средняя доля владения крупнейшего собственника в открытых компаниях превышает 67%. Россия занимает только 9-е место с 69%-й долей владения, но стала лидером по удельному весу фирм, уклонившихся от ответа, — почти 12% (при средней доле по выборке в 5%).

Уровень концентрации капитала в России год от года возрастал. Если в первой половине 2000-х годов удельный вес акционерных обществ, на которых есть акционер с блокирующим пакетом, в выборках составлял 40–65%, а доля обществ с держателем более половины акций — 30–40%, к середине нынешнего десятилетия доля компаний с наличием владельца контрольного пакета достигла уже 70–75%. Высокая концентрация стала универсальной чертой предприятий разных отраслей, размеров и организационно-правовых форм, как открытых, так и закрытых компаний.

Контролирующим акционерам доступны разнообразные способы жесткого контроля управляющих, формальные и неформальные, использующие внутрикорпоративные механизмы (например, собрание акционеров и совет директоров) и не использующие. Как показывает российская практика, широко применяются следующие инструменты контроля: установление контроля (причем вполне легитимного) над деятельностью органов управления обществом; частые замены менеджмента (или угроза увольнения); создание дополнительных звеньев исполнительного управления (таких, как управляющие компании, наличие специальных представителей собственника на предприятиях и т.п.), а также прямое (регулярное или case-by-case) вмешательство в дела предприятия, проводимое в обход процедур корпоративного управления<sup>4</sup>.

В переходной экономике основным способом контроля стало слияние владения и управления путем непосредственного участия крупных собственников в исполнительном менеджменте компаний в качестве ее топ-менеджера. Подобный институт широко распространился в российской корпоративной практике не только вследствие приватизации («красный директор» — владелец предприятия), но и как инструмент, сознательно выбранный собственником — предпринимателем. В условиях неразвитости рынков управленческого труда и слабости внешних институтов защиты прав собственности он предпочел этот инструмент высоким затратам на предотвращение оппортунизма наемных менеджеров.

Подчеркнем, что для всей постприватизационной истории российского бизнеса характерны интенсивные процессы перераспреде-

---

<sup>4</sup> Подробнее о способах контроля и степени их распространения см. [Российская корпорация, 2007, п. 3.1].

ления капитала. По данным разных обследований (Российский экономический барометр, ГУ ВШЭ, Центр экономической конъюнктуры при Правительстве РФ), в 1990-е – начале 2000-х годов ежегодно примерно 6–8% компаний меняли основного собственника, причем в первой половине 2000-х годов интенсивность передела только возрастала. Характерной чертой перераспределения тогда стал переход крупных пакетов акций: и широко распространившиеся недружественные поглощения, и добровольные продажи (выход из бизнеса с премией за контроль, которым активно пользовались «красные директора»). В условиях высокой концентрации основным внешним механизмом корпоративного управления служит рынок корпоративного контроля, тогда как фондовый рынок приобретает определенное значение только для узкой группы крупнейших компаний, выставивших в свободное обращение небольшие пакеты акций.

Названные особенности российской системы корпоративного управления оказались предопределены интересами и действиями «снизу» ключевых участников управления компаниями, их собственников и топ-менеджеров, на фоне неблагоприятной институциональной среды. Опираясь именно на их свидетельства, мы оценим, какие изменения системы происходили на микроуровне во второй половине 2000-х годов, на этапе экономического роста и начавшегося кризиса.

Особенности концентрации собственности и организации корпоративного контроля, тенденции их развития влияют на перспективы трансформации российской модели корпоративного управления, и связаны с практическими задачами защиты прав собственности и совершенствования внутрикорпоративных инструментов, спрос на которые со стороны крупных собственников в условиях отхода от исполнительного управления неизбежно будет возрастать.

Эмпирической основой исследования стали материалы мониторинга конкурентоспособности фирм, охватывающего примерно 1000 предприятий обрабатывающей промышленности с числом занятых не менее 100 и не более 10 тыс. человек (см. характеристику данных во Вставке 1)<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Описание принципов формирования выборки и основных результатов первого раунда приведено в [Российская промышленность, 2007], а итоги второго раунда в [Предприятия и рынки, 2010].

---

## **Вставка 1**

### **Источники информации для эмпирического анализа**

Первый раунд мониторинга проведен на рубеже 2005–2006 гг. совместно Институтом анализа предприятий и рынков (ИАПР) ГУ ВШЭ и Всемирным банком. В нем участвовало 1002 предприятия восьми видов экономической деятельности: производство пищевых продуктов, текстильное и швейное производство, обработка древесины и производство изделий из дерева, химическое производство, металлургическое производство и производство изделий из металла, производство электро-, электронного и оптического оборудования; транспортных средств и оборудования; машин и оборудования. Предприятия были расположены в 49 регионах России. Средняя численность занятых составила 661 человек (медиана – 315).

Второй раунд мониторинга проведен в феврале – июне 2009 г. ИАПР ГУ ВШЭ и Левада-центром по заказу Минэкономразвития России. Опрошено 1006 руководителей; в финальную выборку вошло 957 предприятий из 48 регионов. Среднее число занятых на предприятиях выборки – 587 человек (медиана – 290). Панельная выборка, в которой руководители предприятий участвовали в обоих опросах, составила 499 объектов.

Во втором раунде респондентом почти на 68% предприятий был первый исполнительный руководитель (генеральный директор, исполнительный директор), а еще в 31% – его заместитель по экономическим, финансовым, коммерческим вопросам. Менее 1,5% респондентов занимали другие должности (обычно в ранге заместителя первого лица или председателя Совета директоров).

Кроме того, для сопоставлений будут привлечены данные опроса, проведенного совместно ИАПР и Университетом Хитоцубаши (Токио) весной – летом 2005 г. в 64 регионах России (исполнитель полевых работ – Левада-центр). В нем участвовали руководители 822 акционерных обществ с численностью занятых более 100 человек восьми основных отраслей промышленности (топливно-энергетический комплекс, металлургия, химия и нефтехимия, машиностроение, лесная, целлюлозно-бумажная и деревообрабатывающая, а также пищевая и легкая промышленность, промышленность строительных материалов) и сектора связи (кроме почтовой). В опрос вошли более 100 обществ, чьи акции или облигации торгуются на биржах. Средняя численность занятых обследованных фирм составила 1884 человека (медиана – 465). Подробное описание выборки сделано в [Российская корпорация, 2007, Приложение 1].

В анализе результатов мониторинга использованы данные только по хозяйственным обществам, составившим более 95% всей выборки и ее панельной части. Они включают три основных формы организации предприятий: открытые акционерные общества (АО), закрытые АО и общества с ограниченной ответственностью (ООО). Именно для всех этих форм стоит и обсуждать структуру владения, и характеризовать инструменты обеспечения контроля над бизнесом. Включение ООО в анализ не случайно, поскольку сегодня интеграционные процессы обусловили переплетение ООО и акционерных обществ в группах компаний, где многие материнские (управляющие) компании существуют в виде ООО, контролируя деятельность открытых и закрытых АО, что неизбежно отражается на действии внутрикорпоративных механизмов.

Работа имеет следующую структуру. Во втором разделе будут кратко описаны экономические и институциональные условия, способствовавшие росту спроса со стороны бизнеса на инструменты корпоративного управления и его развитию. В третьем разделе — динамика уровня концентрации собственности и степени распространения инструмента сращивания собственности и исполнительного управления, связь этих тенденций с действием рынка корпоративного контроля. В четвертом разделе сформулированы гипотезы и проведен эмпирический анализ факторов, которые могли повлиять на выявленные изменения. В завершающей части суммированы полученные результаты и обсуждаются возможности развития исследований.

## **2. Условия развития системы корпоративного управления**

Истекшее десятилетие характеризовалось существенными изменениями в экономической и институциональной среде функционирования российского бизнеса, особенно весомо они проявились во второй половине 2000-х годов.

Серьезным экономическим фактором стала глобализация. В современном мире она, прежде всего, выражается в активизации инвестиционных связей, росте прямых иностранных инвестиций, зачастую взаимных, а не только и не столько в расширении международной торговли [Губайдуллина, 2003]. В условиях открытости экономики усиливается конкурентное давление на российский бизнес,

причем не только со стороны развитых стран, но и других быстрорастущих экономик. Ужесточается конкуренция на рынках сбыта, борьба за трудовые ресурсы и источники инвестирования внутри страны и за ее пределами. В то же время глобализация дает возможности для интернационализации деятельности компании, выхода на мировые рынки товаров и факторов производства, недаром вторая половина 2000-х продемонстрировала существенный рост прямых иностранных инвестиций в экономику России и вложений российских компаний за рубежом в покупку различных активов, в том числе и предприятий.

Вторым весомым экономическим фактором послужила благоприятная экономическая конъюнктура в мире (рост спроса и цен на сырьевые товары) и экономический рост внутри страны, начавшийся после финансового кризиса 1998 г. Постепенное преодоление трансформационного спада создавало стимулы к реструктуризации компаний и удлинению горизонта принятия решений собственниками и менеджерами, получению доходов от работающего и приносящего прибыль предприятия, а не выводу его активов. Все это способствовало появлению заинтересованности частного бизнеса в более четкой спецификации прав собственности и инвестированию в производство [Долгопятова, Ивасаки, Яковлев, 2009, с. 106].

Среди институциональных предпосылок следует выделить определенное улучшение корпоративного законодательства и правоприменительной практики [Национальный доклад, 2008, 2009]. Для развития формальных институтов переломным стал 2002 г., когда были введены в действие новая редакция закона об акционерных обществах и второй закон о банкротстве, существенно ограничивающие возможности экспроприации акционеров, перехвата контроля над предприятием. Тогда же Правительством России был одобрен и рекомендован к применению Кодекс корпоративного поведения — свод норм лучшей практики, разработанный с учетом рекомендаций ОЭСР. В последующие годы развитие законодательства способствовало более четкому определению и защите прав собственности (регулирование сделок с заинтересованностью, борьба с рейдерскими захватами, регламентация рынка ценных бумаг и повышение требований к эмитентам). На этом фоне постепенно улучшалась практика работы арбитражных судов.

Эволюционировало экономическое поведение российских предприятий. Для значительной их части и их контролирующих владельцев весомыми стали рыночные мотивы развития бизнеса: рост прибыли и стоимости компаний, расширение (сохранение) доли на глобализующемся рынке. Эти мотивы развития и реструктуризации частного бизнеса способствовали формированию новой структуры рынков [Дерябина, 2001; Радыгин, 2001]. В большинстве отраслей происходило укрупнение компаний путем слияний и поглощений.

В условиях ужесточающейся конкуренции для крупных компаний необходимостью стала борьба за превращение в глобальных игроков. Компании несырьевого сектора оказались перед непростой задачей поиска конкурентных преимуществ, что подтолкнуло их к встраиванию в транснациональные цепочки добавленной стоимости, поиску синергетических эффектов кооперации с иностранными партнерами, в том числе фирмами с развивающихся рынков. Быстрыми темпами росло число и объемы транснациональных сделок слияний и поглощений, включая активную деятельность российского бизнеса в развитых странах.

Соответственно, расширилась практика участия зарубежных инвесторов в капитале компаний, куда их зачастую привлекали сами российские совладельцы, а также создания предприятий на территории России. Иностранные участники рынка приносили в деятельность российских предприятий не только инвестиции, но и опыт работы в рыночных экономиках, квалифицированные управленческие кадры, привыкшие следовать стандартам корпоративного управления, новые технологии, процедуры и корпоративного менеджмента, и корпоративного управления<sup>6</sup>.

У компаний усилились мотивации к выходу на рынки кредитных займов, в том числе на мировые, а также на фондовые рынки с облигациями и акциями. Расширение практики размещения акций крупным бизнесом (на фоне ряда регулятивных мер государства) способствовало развитию российского фондового рынка, тем самым усилило интерес к его инструментам и у компаний второго эшелона.

Эволюция мотивов и практик поведения привела к повышению спроса со стороны бизнеса на инструменты корпоративного управ-

<sup>6</sup> Более подробно о роли иностранных акционеров см. [Национальный доклад, 2009, гл. 2].

ления. Собственники оказались заинтересованными в их использовании для контроля над деятельностью наемных менеджеров, а также в соблюдении норм хорошего корпоративного управления для улучшения имиджа компании, особенно при выходе на глобальные финансовые рынки или размещении акций на биржевых площадках за рубежом.

### **3. Тенденции развития системы корпоративного управления во второй половине 2000-х годов**

#### ***3.1. Динамика концентрации собственности в обрабатывающей промышленности: достигнут ли предел?***

В середине 2000-х годов крайне высокая концентрация собственности оставалась неотъемлемой и универсальной чертой российского корпоративного сектора. По данным опроса руководителей 822 АО, почти 70% обследованных предприятий имели высокий уровень концентрации (наличие акционера с пакетом акций свыше 50%), у 17% фирм наблюдался средний уровень (у крупнейшего акционера есть блокирующий пакет, но нет контрольного). Лишь у 13% фирм на тот момент отсутствовал держатель блокирующего пакета (низкий, естественно, по российским меркам, уровень концентрации). В числе обществ с наличием держателя контрольного пакета только 30% указали, что в их компаниях есть второй крупный акционер, который смог сосредоточить блокирующий пакет. Это значит, что почти половина компаний имела акционера с контрольным пакетом акций, чья власть заведомо не была ограничена другим крупным собственником.

Сложившийся уровень концентрации капитала тогда почти 70% респондентов из числа давших определенный ответ назвали оптимальным для развития бизнеса, около 18% считали нужным его повысить, и всего 13% – снизить. Высокая концентрация в равной степени была характерна для предприятий разных отраслей и размеров, а также компаний, представленных или не представленных на биржах.

Крайне высокий уровень концентрации собственности оказался присущ и крупнейшему бизнесу. По данным обследования Стандарт энд Пуэрз, в 75% российских компаний, дающих 90% капитализации

всех российских публичных фирм [Портрет совета директоров, 2007], доминирующему акционеру принадлежало в среднем 58% акций. При этом в компаниях, чьи акции торгуются на зарубежных биржах, эта доля не превышала 50% (причем в 17 компаниях, имеющих листинг LSE, – 56%, в компаниях с листингом на NYSE/NASDAQ – около 34%).

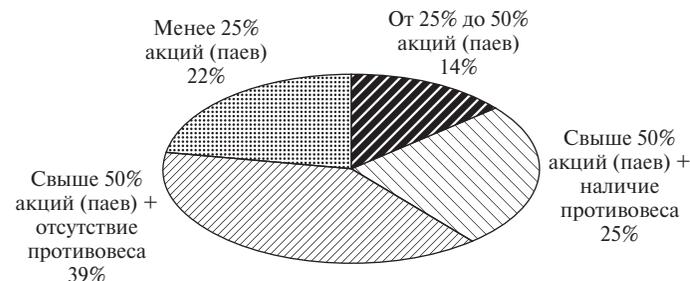
Наряду со сделками приобретения дополнительных пакетов акций крупнейшим акционером (консолидированной группой акционеров) такое увеличение в начале десятилетия может объясняться также повышением прозрачности отношений собственности, более адекватным раскрытием информации о собственнике пакетов акций (бенефициаре), ранее формально разделенных между различными владельцами (офшорами, номинальными держателями, различными цепочками юридических лиц).

Данные мониторинга позволяют оценить возникшую во второй половине 2000-х годов новую тенденцию деконцентрации собственности в обычных, не самых крупных компаниях. Первый раунд продемонстрировал крайне высокий ее уровень: в 2005 г. 3/4 хозяйственных обществ имели контролирующего владельца, всего 8% составили предприятия со средним уровнем концентрации и 16% – низким. В итоге почти 44% обществ имели собственника, не ограниченного другим крупным владельцем. Распределение объектов по уровню концентрации было схожим для предприятий разных размеров и видов экономической деятельности и для компаний, представленных на биржах и не представленных.

По данным второго раунда, в конце 2000-х годов концентрация собственности упала (рис. 1): в 2009 г. менее чем в 2/3 хозяйственных обществ ее уровень был высоким, а в каждом пятом обществе – низким. В итоге менее 39% предприятий имели доминирующего владельца, не ограниченного вторым крупным собственником. По-прежнему не обнаружено значимых расхождений по видам экономической деятельности и размерам бизнеса.

Для корректной оценки динамики концентрации сопоставим предприятия панельной выборки (табл. 1). По всем хозяйственным обществам доля фирм с высоким уровнем концентрации уменьшилась более чем на 6 п.п., хотя по АО снижение было меньшим – на 4,3 п.п. Налицо падение концентрации собственности в обрабатывающих производствах. Процесс деконцентрации, о появлении признаков

которого в 2006 г. свидетельствовали материалы обзора Стандарт энд Пуэрз по 70 крупнейшим российским компаниям, представленным на фондовом рынке [Исследование информационной прозрачности, 2006], судя по всему, к концу десятилетия постепенно распространился на бизнес меньших размеров.



Источник: данные второго раунда мониторинга.

Рис. 1. Группировка хозяйственных обществ по уровню концентрации собственности

Таблица 1. Распределение предприятий панельной выборки по уровню концентрации капитала, % ответивших

Группа предприятий по уровню концентрации	2005 г.	2009 г.	Изменения, п.п. <sup>а</sup>
Низкая	15,4/16,8	15,7/18,5	+0,3/+1,7
Средняя	11,0/9,4	15,0/13,9	+4,0/+4,5
Высокая	73,6/73,9	69,3/67,7	-4,3/-6,2
– в том числе с наличием противовеса	33,2/30,4	28,7/27,2	-4,5/-3,2
– с отсутствием противовеса	40,4/43,5	40,6/40,5	+0,2/-3,0
Количество ответивших	337/405	286/368	–

Примечание: <sup>а</sup> В числителе приведены данные по АО, в знаменателе – по АО и ООО.

Уровень концентрации собственности в основном снижался на предприятиях, где четыре года назад он был высоким (табл. 2). Кстати, это можно объяснить не только продажей акций или паев новым владельцам, но и четким разделением владения между собственниками, представлявшими ранее единую команду. В итоге весомая груп-

па хозяйственных обществ – пятая часть – уменьшила пакет акций или паев в руках крупнейшего владельца, а шестая часть его увеличила.

Таблица 2. Распределение предприятий панельной выборки по динамике концентрации капитала, % ответивших

Направление движения предприятий между группами с разной степенью концентрации <sup>а</sup>		Изменение уровня концентрации в 2009 г. по сравнению с 2005 г. <sup>а</sup>	
От низкой к высокой	8,8/9,9	Рост	17,5/17,4
От низкой к средней	3,3/2,6		
От средней к высокой	5,5/4,9		
Была и осталась низкая	3,6/3,5	Без изменений	63,9/62,6
Была и осталась средняя	3,6/3,2		
Была и осталась высокая	56,6/55,9		
От средней к низкой	0,4/0,6	Падение	18,6/20,0
От высокой к средней	8,0/7,2		
От высокой к низкой	10,2/12,2		
Количество ответивших	274/345	Количество ответивших	274/345

Примечание: <sup>а</sup> В числителе приведены данные по АО, в знаменателе – по АО и ООО.

При учете изменений в условиях осуществления контроля (то есть переходов компаний и внутри группы с высокой концентрацией) доля фирм, сохранивших прежний уровень концентрации и контроля, снизилась до 37%, падение уровня характерно для 32% обществ, а рост – для 31%.

Распределение предприятий по динамике концентрации и конфигурации контроля в разрезе видов экономической деятельности иллюстрирует рис. 2. Они поровну поделились на виды деятельности с преобладанием оценок или в пользу роста, или падения концентрации. Более всего ее снижение характерно для пищевого производства (баланс (разность) оценок в пользу падения более 13 п.п.), а рост – для производства транспортных средств и оборудования, текстильного и швейного производства (баланс оценок в пользу роста 18–19 п.п.).



Источник: данные второго раунда мониторинга.

Рис. 2. Распределение хозяйственных обществ по динамике концентрации собственности и контроля в разрезе видов экономической деятельности, %

Отдельно, на рис. 3, мы показали распределение фирм только по динамике концентрации капитала (движение между тремя базовыми группами). Здесь преобладание оценок в пользу падения концентрации характерно для четырех видов деятельности: металлургии (баланс оценок 19 п.п.), производства машин и оборудования (10 п.п.), обработки древесины и производства изделий из дерева (8 п.п.), и производства электронного и оптического оборудования (5 п.п.). В трех отраслях превалировал рост концентрации – для производства транспортных средств и оборудования (9 п.п.), текстильного и швейного производства (12 п.п.) и химии (3 п.п.). Баланс оценок в пищевом производстве был нулевым.

Действительно, отрасли еще находятся на разных этапах преодоления шоков реформ и приватизации 1990-х годов, завершения коренной рыночной перестройки (реструктуризации) бизнеса. Менее привлекательные для инвесторов предприятия продолжают процесс концентрации собственности и контроля, который для лидеров в области адаптации к рыночным условиям завершился.

Для оценки уровня и динамики концентрации представляется интересен вопрос, какое влияние на них могли оказать внешние механизмы корпоративного контроля. Что касается фондового рынка, то среди фирм, чьи акции или облигации представлены на биржах (таковых в нашей выборке менее 9%), более 42% снизили уровень концентрации против менее 18% неторгуемых компаний. Наиболее интересна роль сделок на рынках корпоративного контроля, которые мы измеряли фактом смены основных собственников в течение ряда предшествующих лет. По данным второго раунда мониторинга, в выборке хозяйственных обществ сменили их в 2005–2008 гг. чуть более 23% предприятий, то есть в среднем 5,8% ежегодно (по панельной выборке – 6,0%), причем разницы между АО и ООО практически не было.



Источник: данные второго раунда мониторинга.

Рис. 3. Распределение хозяйственных обществ по динамике концентрации собственности в разрезе видов экономической деятельности, %

Участие в сделках корпоративного контроля сопровождалось более высоким уровнем концентрации владения в 2009 г. и более весомым присутствием иностранных инвесторов, но происходило на фоне более стабильного уровня концентрации (табл. 3). Зависимость меж-

ду уровнем концентрации капитала и приходом новых владельцев линейна: при наиболее высокой концентрации (при отсутствии второго крупного собственника) почти 29% объектов прошли ранее через сделки контроля, тогда как наличие противовеса и средний уровень концентрации понизили эту долю до 23%, и всего 17% предприятий с низким уровнем ранее сменили владельцев.

Таблица 3. Роль сделок на рынке корпоративного контроля в структуре владения хозяйственными обществами

Индикаторы собственности	Прошли через смену владельцев, %	Не прошли через смену владельцев, %	Значимость различий <sup>a</sup>
Предприятия с низкой концентрацией капитала	15,6	24,2	0,049**
Предприятия со средней концентрацией капитала	13,7	21,4	
Предприятия с высокой концентрацией капитала	70,7	55,4	
– в том числе с отсутствием противовеса	46,7	36,3	
Предприятия с падением уровня концентрации	13,8	22,0	0,078*
Предприятия с низким уровнем концентрации	73,8	59,8	
Предприятия с выросшим уровнем концентрации	12,5	18,1	
Предприятия с наличием иностранных совладельцев	15,3	8,8	0,015**
Доля иностранных частных владельцев, % капитала	10,2	5,0	0,012**

Примечание: <sup>a</sup> Для сравнения частот использован критерий  $\chi^2$ , средних – тест Крускала – Уоллеса: \*\* – значимо на 5%-м и \* – на 10%-м уровне.

Смена собственника чаще предшествовала приходу иностранных инвесторов: она была характерна для 23% предприятий, где не было их участия, и 27% фирм с миноритарным пакетом вплоть до 42% там, где иностранцы имели контрольный пакет.

В то же время именно стабильные по персоналиям контроля фирмы, не менявшие основных собственников, характеризовались более

динамичным изменением уровня концентрации, как в сторону падения, так и роста. Для компаний, сохранивших основных собственников, доля объектов с падением концентрации составила 22% (баланс в пользу снижения концентрации в этих компаниях превысил 4 п.п.), что в 1,5 раза больше данной доли при условии смены владельцев.

Концентрация собственности остается высокой, но пределы ее, по-видимому, достигнуты. Во второй половине 2000-х годов на многих компаниях начались процессы падения концентрации, превалировавшие в ряде отраслей, и в большей степени характерные для устоявшихся собственников бизнеса.

### **3.2. Развитие корпоративного контроля: отходят ли собственники от исполнительного управления?**

Как отмечено выше, практика исполнения доминирующими владельцами (акционерами) обязанностей первого руководителя и/или топ-менеджеров широко распространилась в 1990-е годы как инструмент решения агентской проблемы, реакция на крайний оппортунизм менеджмента, слабость корпоративного законодательства и правоприменения. В условиях усложнения рыночной среды и роста конкуренции проявилась тенденция постепенного отхода крупных собственников от прямого исполнительного руководства с назначением наемных директоров, а вслед за этим — и использование внутренних инструментов корпоративного управления для контроля их деятельности.

Интеграционные процессы размывали практику совмещения управления и владения, поскольку интеграция выступает особой формой контроля: вхождение в группу компаний делает предприятия более зависимыми от головных компаний и их владельцев<sup>7</sup>. Поэтому чаще наемные директора работали в дочерних структурах групп компаний и холдингов. В то же время отход собственников от управления становится необходимой предпосылкой профессионализации управленческой деятельности, так как управленческие навыки «крас-

<sup>7</sup> Подчеркнем, что существование управляющих компаний в форме ООО снижает возможности использования корпоративных инструментов в дочерних и зависимых акционерных обществах, выводя всю группу компаний из-под действия корпоративного законодательства.

ных директоров» и предпринимателей — основателей бизнеса устаревают по мере развития рынка, нарастания процессов глобализации. Также в 2000-е годы улучшилось предложение на рынке управленческого труда, постепенно растет генерация молодых и профессионально подготовленных управленцев.

Опрос 822 АО показал, что только для 29% обследованных компаний можно говорить о некоем (формальном) отделении управления от владения, когда директор не имел акций компании, а ее крупные акционеры не входили в состав исполнительного руководства (то есть было возможно только наличие миноритариев из числа менеджеров, но не первого руководителя). Среди независимых предприятий такая ситуация наблюдалась на 21%, среди головных компаний холдингов — на 22%, тогда как среди рядовых участников групп компаний примеров отделения было вдвое больше — почти 44% случаев. «Полное совмещение», то есть наличие акционеров в лице и высшего менеджмента, и директора, наблюдалось на более 40% АО, причем на 48% независимых предприятий и всего 24% рядовых участников холдинга<sup>8</sup>. Приватизированные предприятия также отличались более низкой долей АО с отделением управления от собственности — там их оказалась только четверть против 37% в новых или реорганизованных компаниях, что свидетельствовало о сохранении определенного эффекта избранного в начале 1990-х годов способа приватизации.

Сам факт формального отделения управления от владения, как показывают материалы интервью с руководителями компаний, способствует реальному изменению в распределении компетенций, постепенному закреплению за наемными менеджерами некоторых управленческих функций (в частности, производственно-технологических вопросов, оперативной составляющей сбыта и снабжения, а иногда — и оперативных финансовых вопросов). При этом крупные акционеры сохраняют возможность использования иных способов осуществления контроля управляющих, которые мы упомянули во Введении.

Согласно данным второго раунда мониторинга, в 2009 г. топ-менеджеры были крупными совладельцами около 42% фирм, а директор владел акциями или паями 48% хозяйственных обществ. совме-

<sup>8</sup> Более подробно см. [Российская корпорация, 2007, гл. 1].

шение этих двух распределений представляет группировку фирм по соотношению управления и владения (см. рис. 4): разделение функций характерно для 41% хозяйственных обществ, в то время как ситуация полного совмещения – для трети.



Источник: данные второго раунда мониторинга.

**Рис. 4.** Распределение хозяйственных обществ по участию собственников в управлении

Не располагая возможностями прямого сопоставления данных двух раундов<sup>9</sup>, тем не менее мы можем сравнить эти результаты с результатами опроса 822 АО, приведя их по возможности к сопоставимому виду (табл. 4)<sup>10</sup>. Видно, что доля фирм с отделением управления от владения увеличилась более чем на треть – почти 10 п.п., при этом более чем на четверть стало меньше фирм с первым руководителем – совладельцем бизнеса.

Рассмотрим роль базовых характеристик в появлении различий между обществами с разными формами контроля (табл. 5). Такие факторы, как размер предприятия и его возраст (косвенная характеристика истории создания бизнеса), не были значимы. Как и в оп-

<sup>9</sup> Подобные вопросы в первом раунде не задавались.

<sup>10</sup> Из выборки АО 2005 г. исключены предприятия некоторых отраслей, с числом занятых свыше 10 тыс. человек (круг оставшихся отраслей близок к охваченным мониторингом видам экономической деятельности). Из данных второго раунда были изъяты ООО.

**Таблица 4.** Примерная динамика соотношения владения и управления в АО обрабатывающей промышленности, % ответивших

Формы участия акционеров в управлении	2005 <sup>a</sup>	2009 <sup>b</sup>	Расхождение, п.п.
Крупные акционеры – менеджеры, директор – акционер компании	43,3	36,2	-7,1
Крупные акционеры работают топ-менеджерами компании	8,3	11,2	+2,9
Директор – акционер компании	20,5	15,0	-5,5
Крупные акционеры не являются топ-менеджерами, директор не имеет акций компании	27,9	37,6	+9,7
Количество ответивших	541	635	–

Примечания:

<sup>a</sup> Рассчитано по акционерным обществам следующих отраслей обрабатывающей промышленности: пищевая, легкая, химическая и нефтехимическая, лесная, целлюлозно-бумажная и деревообрабатывающая промышленность, металлургия, машиностроение и металлообработка. Число занятых в этих обществах не превышает 10 тыс. человек.

<sup>b</sup> Рассчитано только по АО восьми видов экономической деятельности.

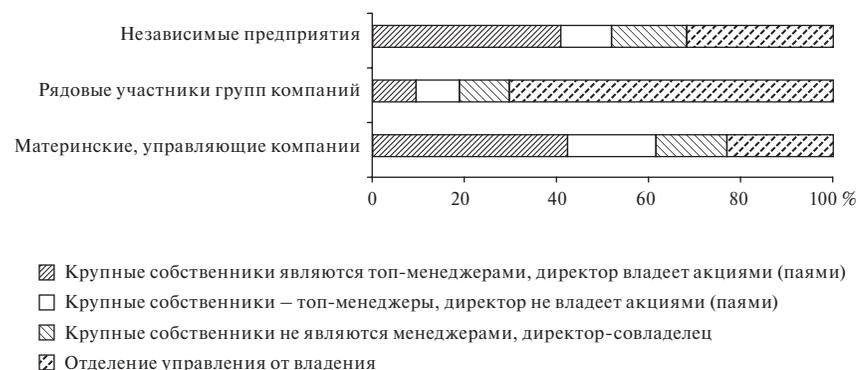
**Таблица 5.** Распределение предприятий по участию собственников в управлении при разных характеристиках бизнеса, % ответивших<sup>a</sup>

Группы предприятий	Отделение управления от владения	Менеджеры – крупные совладельцы	Директор – совладелец	Полное совмещение
Предприятия разных организационных форм				
ООО	52,9	9,8	14,7	22,5
ЗАО	33,0	11,7	14,9	40,4
ОАО	39,6	11,0	15,0	34,5
Статистическая значимость различий 0,002***				
Группировка предприятий по участию в интеграционных процессах				
Независимые предприятия	31,8	11,0	16,3	40,8
Рядовые члены групп компаний	70,3	9,4	10,8	9,4
Управляющие компании	23,1	19,2	15,4	42,3
Статистическая значимость различий 0,000****				
Участие ценных бумаг предприятий в биржевой торговле				
Да, участвуют	23,0	11,5	13,1	52,5
Нет, не участвуют	42,3	10,9	15,2	31,7
Статистическая значимость различий 0,005***				

Примечание: <sup>a</sup> Использован критерий  $\chi^2$ , \*\*\*\* – различия значимы на 0,1%-м уровне, \*\*\* – на 1%-м уровне.

росе 822 АО, принадлежность к фирме, входящей в бизнес-группу, в отличие от независимых предприятий и управляющих компаний продемонстрировала яркие расхождения по удельному весу предприятий с наемным менеджментом и с полным совмещением функций (мы приводим для наглядности это сравнение на рис. 5).

Интересно, что не проявилось позитивного действия фактора открытости бизнеса, которое могло бы стимулировать разделение функций<sup>11</sup>. Связь между выходом на биржи и организацией контроля оказалась обратной: при участии в торгах больше было ситуаций с полным совмещением, тогда как разделение скорее характерно для компаний вне фондового рынка. Аналогично в лидерах по отделению управления оказались ООО с 53% случаев в отличие от АО с 38% (преимущества ОАО по сравнению с ЗАО незначимы).



Источник: данные второго раунда мониторинга.

Рис. 5. Распределение хозяйственных обществ по участию собственников в управлении в интегрированных и независимых предприятиях, %

При сопоставлении форм участия собственников в управлении в разрезе видов деятельности (см. рис. 6) разброс также значим на 1%-м уровне: разделение функций встречалось с минимальной частотой в производстве машин и оборудования (30%) и с максимальной – в производстве электронного оборудования (более половины). Подгруппа с полным совмещением реже всего представлена в химическом производстве (пятая часть), а чаще всего – при производстве

<sup>11</sup> Подобная связь была отмечена по данным 822 АО [Российская корпорация, 2007, гл. 3].

машин и оборудования (44%). Если исключить металлургию, то во всех отраслях практически равен удельный вес фирм с директором – совладельцем, а вот менеджеры – крупные акционеры превалировали в химическом производстве.

Вновь обратимся к анализу роли сделок на рынках корпоративного контроля. Оказалось, что их проведение в предшествующие четыре года способствовало движению в сторону разделения функций в 2009 г., и более ярко это проявилось в акционерных обществах (табл. 6). Разделению функций предшествовала смена владельца в 31% предприятий, тогда как разным аспектам совмещения – в 18%, причем при наличии совладельцев и среди первых руководителей, и других топ-менеджеров сделки по переходу корпоративного контроля ранее прошли всего в 13% обществ. С этой стороны результаты можно интерпретировать как использование инструмента сращивания управления и владения для окапывания существующих менеджеров-собственников.



Источник: данные второго раунда мониторинга.

Рис. 6. Распределение хозяйственных обществ по участию собственников в управлении в разрезе видов экономической деятельности, %

Таблица 6. Роль сделок по переходу контроля в соотношении владения и управления, % ответивших<sup>а</sup>

Формы участия собственников в управлении	Прошли через смену собственников	Не прошли через смену собственников	Значимость различий <sup>б</sup>
Предприятия с полным совмещением функций	18,5/18,2	37,5/42,3	0,000****/ 0,000****
Крупные менеджеры – совладельцы	13,2/14,2	10,0/10,1	
Директор – совладелец	13,2/12,2	15,1/15,5	
Предприятия с отделением управления от владения	55,0/55,4	37,5/32,2	

Примечания:

<sup>а</sup> В числителе приведены данные по всем хозяйственным обществам, в знаменателе – по АО.

<sup>б</sup> Для сравнения использован критерий  $\chi^2$ : \*\*\*\* – значимо на 0,1%-м уровне.

Таким образом, мы располагаем определенными свидетельствами продолжения отхода крупных собственников от исполнительного управления. По итогам второго раунда мониторинга подтвердилась сильная связь интеграционных процессов и использования формы контроля с отделением управления от владения, а также влияние сделок на рынках корпоративного контроля. Интересно, что корреляция принадлежности к акционерным обществам и факта разделения функций неожиданно оказалась отрицательной, что, возможно, говорит о сохранении квазикорпоративных акционерных обществ и иллюзорности различий между частной и публичной формами организации бизнеса в России.

#### 4. Факторы эволюции модели корпоративного управления

В настоящем разделе представлен эмпирический анализ роли различных факторов, как внешних, так и лежащих на стороне интересов и действий владельцев компаний, и способствовавших выявленным на микроуровне изменениям российской системы корпоративного управления.

#### 4.1. Эмпирический анализ факторов снижения концентрации собственности

Мы сформулировали ряд гипотез о влиянии поведенческих характеристик бизнеса на динамику концентрации, исходя из известных теоретических оснований и более ранних наблюдений за российскими фирмами.

- Снижение концентрации стимулируется инвестиционными потребностями бизнеса, его активной инвестиционной политикой (индикаторами инвестиционной активности в опросе выступили оценки уровня инвестиций в предшествующие годы, а также потребность в привлечении новых инвестиций в следующих после обследования 12 месяцев). Поэтому падению концентрации может способствовать и присутствие компаний на фондовых рынках, где они привлекают инвестиции, и внешний фактор конкурентной среды, подталкивающий бизнес к развитию.

- Определенное влияние может оказать позиция основных собственников фирм. Наличие иностранных владельцев может способствовать склонности к деконцентрации, исходя из их представлений о рациональной структуре капитала, а российские владельцы, выросшие в условиях взаимного недоверия и проявления крайнего оппортунизма менеджмента, скорее предпочтут сохранить высокую концентрацию.

- Как показывали предшествующие исследования [Российская корпорация, 2007, гл. 1], предприятия с более высоким уровнем концентрации более решительно проводили реструктуризацию в отличие от фирм с распыленным владением. Осуществление мер по структурной перестройке бизнеса, обычно требующее консолидированных усилий собственников и топ-менеджеров, может по-прежнему поддерживать стимулы к стабилизации или даже повышению уровня концентрации. При этом в качестве двух основных индикаторов реструктуризации взяты следующие меры: «совершенствование организационных структур» и «проведение диагностики и реструктуризации бизнес-процессов».

Для тестирования гипотез использованы две разновидности моделей выбора: бинарная логистическая и порядковая пробит-регрессии. В первом случае зависимой является переменная, принимающая значение «1» при переходе предприятия в группу с более низ-

ким уровнем концентрации собственности и «0» – при сохранении позиции или переходе в группу с более высоким уровнем. Во втором случае зависимая переменная принимает три значения: снижение (значение «3»), стабильность («2») и рост («1») уровня концентрации<sup>12</sup>. Независимые переменные и спецификации для обоих случаев идентичны.

Контрольными переменными выступают размеры бизнеса (логарифм численности занятых), принадлежность к одному из восьми видов экономической деятельности (базовая категория – производство машин и оборудования), организационно-правовая форма (базовая категория – ООО). Отраслевая принадлежность, как мы уже видели ранее, также может быть самостоятельным фактором разнонаправленной динамики.

Описательная статистика независимых переменных представлена в табл. 7 (в скобках приведены имена переменных для уравнений регрессии; отсутствие имени означает, что переменная используется как референтная категория). Наши предположения подтверждаются парными распределениями для факта присутствия ценных бумаг компании на биржах, ее структуры собственности и в меньшей степени – наличия конкурентной среды, а также совершенствования организационных структур. По восьми видам деятельности (переменная *INDUST*) различия оказались незначимы, но разброс составил 20 п.п.: падение концентрации в наибольшей степени характерно для металлургии и обработки древесины (32 и 31%), в наименьшей – для текстильного и швейного производства (11%).

Гипотезы тестировались по всей выборке хозяйственных обществ в разных спецификациях: модель М1 отражает поведенческие характеристики (инвестиционное поведение и выход на фондовый рынок), в модель М2 добавлены оба индикатора проведения реструктуризации, а в М3 – внешний фактор работы фирмы в конкурентной среде. Эти модели не учитывали влияние отраслевой принадлежности бизнеса, отраслевые дамми включены в модели М4–М6. Кроме того, предварительно рассчитана базовая спецификация М0, характеризующая вклад исключительно основных характеристик бизнеса (размера, отраслевой принадлежности, организационно-правовой формы и уровня конкуренции).

<sup>12</sup> Использование обратной упорядоченности значений облегчает сравнение результатов по двум моделям.

Таблица 7. Сопоставление хозяйственных обществ с разной динамикой концентрации собственности (описательная статистика)

Независимые переменные	Падение	Нет изменений	Рост	Значимость различий <sup>а, б</sup>
Среднее число занятых, человек ( <i>COMSIZ</i> )	725	569	593	0,577/ 0,319
ООО, %	26,1	19,0	20,0	0,504/ 0,192
Закрытые АО, % ( <i>CLOSCO</i> )	17,4	26,9	26,7	
Открытые АО, % ( <i>OPENCO</i> )	56,5	54,2	53,3	
Компании, осуществившие значительные инвестиции в 2005–2008 гг., %	43,5	43,7	50,0	0,567/ 0,970
Компании, осуществившие незначительные инвестиции в 2005–2008 гг., % ( <i>INVSMA</i> )	30,4	28,8	33,3	
Компании, не осуществлявшие инвестиций в 2005–2008 гг., % ( <i>INVNOT</i> )	26,1	27,4	16,7	
Компании, планирующие инвестиции в ближайший год, % ( <i>INVPLA</i> )	27,9	32,7	37,9	0,505/ 0,370
Компании, ценные бумаги которых представлены на фондовых биржах, % ( <i>STOCKM</i> )	21,2	7,8	5,2	0,003***/ 0,001***
Средняя доля владения иностранных инвесторов, % уставного капитала ( <i>OWNFOR</i> )	15,8	7,4	7,2	0,075*/ 0,023**
Средняя доля владения российских частных собственников, % уставного капитала ( <i>OWNRUS</i> )	77,5	90,8	90,4	0,009***/ 0,002***
Компании, работающие в конкурентной среде, % ( <i>COMPET</i> )	44,9	36,1	26,7	0,098*/ 0,093*
Компании, совершенствующие организационные структуры, % ( <i>RESORG</i> )	53,6	67,1	66,7	0,115/ 0,038**
Компании, проводящие реструктуризацию бизнес-процессов, % ( <i>RESPRO</i> )	34,8	42,6	41,7	0,512/ 0,250

Примечания:

<sup>а</sup> Сравнение частот – тест  $\chi^2$ , сравнение средних – тест Крускала – Уоллеса; \*\*\* – значимо на уровне 1%, \*\* – 5%, \* – до 10%.

<sup>б</sup> В числителе отражена значимость при сравнении всех трех групп, в знаменателе – фирм с падением уровня концентрации по сравнению с остальными предприятиями.

Полученные результаты по бинарной регрессии (избранные результаты см. в Приложении, табл. П1) показывают, что модель М0 не отличалась существенной значимостью (только на 10%-м уровне), она не позволяла улучшить предсказание зависимой переменной. Значимым стало только отрицательное влияние регистрации в виде закрытого общества (по сравнению с ООО) и положительное — нахождения фирмы в конкурентной среде на шансы снижения концентрации.

Модели М1—М6 улучшали прогноз распределения на 3—5 п.п. Наиболее весомое позитивное влияние (увеличение шансов падения концентрации в 5—7 раз) устойчиво оказывал факт присутствия ценных бумаг компании на биржах. Также устойчивым было отрицательное влияние размера владения российских инвесторов. Впрочем, исключение этой переменной из спецификаций сделало значимым (на уровне до 5%) положительное влияние величины участия иностранных инвесторов практически без изменения коэффициентов при других переменных и их значимости (при незначительном ухудшении параметров моделей).

Не подтвердилось ожидаемое влияние инвестиционного поведения: не выявлена роль прошлой инвестиционной активности в 2005—2008 гг. Напротив, относительно устойчивым было отрицательное влияние инвестиционных планов на ближайший год.

Как и ожидалось, позитивным оказался факт работы фирмы в конкурентной среде.

Контроль отраслевой принадлежности не отразился на роли названных независимых переменных. Однако в бинарной модели (в отличие от порядковой регрессии) при этом вновь проявилась определенная отрицательная роль принадлежности к закрытым компаниям (по сравнению с ООО), и среди отраслей — только к производству транспортных средств и оборудования (по сравнению с производством машин).

Для порядковых пробит-моделей получены близкие результаты (см. Приложение, табл. П2). Модель, аналогичная базовой, не была значимой, там проявился только фактор конкуренции наряду с принадлежностью к текстильному и швейному производству, которая способствовала росту концентрации по сравнению с машиностроением. В спецификациях без отраслевого контроля вхождению компаний в группы с падающей или неизменной концентрацией содей-

ствовали присутствие ценных бумаг на биржах, доля капитала в руках иностранных инвесторов, конкурентная среда бизнеса, а наличие планов по инвестированию или размер владения российских инвесторов — препятствовали. Контроль отраслей не изменил результатов, добавив в число значимых не только принадлежность к текстильному и швейному производству, но и производству транспортных средств. Однако роль организационной формы так нигде не проявилась.

Таким образом, удалось подтвердить устойчиво значимое положительное влияние рыночных условий на стимулы к снижению концентрации (конкуренция на товарных рынках и присутствие на рынках ценных бумаг), а также предполагаемое влияние российских и иностранных совладельцев. Гипотезы о роли потребностей в инвестициях и проведении реструктуризации структур и процессов в бизнесе не нашли подтверждения. Не исключено, что период наиболее болезненной пореформенной адаптации бизнеса к рыночным условиям позади, а текущие изменения могут происходить в постоянном режиме обычной работы топ-менеджмента. Что касается инвестирования, то для получения необходимых средств могут быть более важны иные источники (например, кредиты банков) и уровень доверия к фирме и ее хозяину (мажоритарному собственнику).

#### ***4.2. Факторы привлечения наемного менеджмента: чем определен выбор собственника?***

Какие условия деятельности компаний способствуют или препятствуют выбору ведущих собственников в пользу наемного менеджмента? На этот вопрос мы уже пытались ответить, используя бинарную логистическую регрессию на данных опроса 822 АО [Российская корпорация, 2007, гл. 3]. Опираясь на предпосылки (гипотезы) и результаты этого эмпирического анализа, мы предприняли исследование факторов, влияющих на выбор формы контроля с отделением владения и управления, на материалах второго раунда мониторинга. Были выдвинуты две аналогичные базовые гипотезы:

1) Гипотеза 1. Различные инструменты защиты прав собственности могут работать как стимулы к выбору отделения управления от владения, представляя иные возможности контроля над исполнительным менеджментом.

К этим инструментам мы относим, как следует из предшествующего изложения, во-первых, включение предприятий в группы компаний в качестве их рядовых членов, поскольку в этих группах действуют и другие способы управления предприятиями.

Во-вторых, высокая концентрация собственности может помочь контролировать наемных менеджеров, позволяя подчинить себе органы управления обществом, управлять процессами замены топ-менеджмента. В то же время и при распыленном владении возможны предпочтения к приглашению наемных менеджеров, потому что назначение кого-либо из собственников на управленческие позиции дает им явные преимущества захвата оперативного контроля и финансовых потоков, что наша промышленность уже проходила в первой половине 1990-х годов. Поэтому компромиссом может стать использование наемных руководителей.

Действительно, анализ по данным 2005 г. показал позитивную роль низкой концентрации в выборе отделения управления от владения. Согласно второму раунду мониторинга, в условиях распыленной собственности 57% компаний выбрали разделение функций, тогда как наиболее низка доля предприятий с наемным менеджментом (22%) на предприятиях со средним уровнем концентрации, а вот при высоком ее уровне доля составила более 38%.

2) Гипотеза 2. Она касается роли усложняющейся деловой среды и роста конкуренции, выдвигающих более высокие требования к качеству и профессионализму менеджмента, что стимулирует привлечение наемных руководителей.

В качестве не прямых индикаторов сложности могут выступать размер бизнеса, принадлежность некоторым отраслям (например, машиностроительным видам деятельности, особенно производству электронного и оптического оборудования). Также возрастающая сложность менеджмента может быть связана с усилением стратегической ориентации поведения предприятий (см. Вставку 2 с описанием процедуры определения индикатора стратегического поведения) и необходимостью выживания в условиях высокой конкуренции на рынках.

В то же время необходимость системной реструктуризации играет обратную роль: для ее проведения необходимо наличие единого центра принятия решений, то есть совмещение управления и владения. Мы по-прежнему, как в разделе 4.1, сохранили в качестве инди-

каторов реструктуризации предприятий совершенствование организационных структур и диагностику, реструктуризацию бизнес-процессов (эти индикаторы отличны от использованных в анализе данных 822 АО).

Кроме того, в качестве частных гипотез выдвинуты предположения, что на увеличение шансов выбора формы с отделением управления от владения действуют:

а) наличие особых собственников, государства или иностранных инвесторов;

б) открытость компании, то есть принадлежность к ОАО, к торгуемым на биржах фирмам (разделение есть позитивный сигнал для розничных инвесторов);

в) принадлежность к новым компаниям, а не приватизированному бизнесу. В данном случае у нас есть лишь косвенный индикатор истории бизнеса – год его создания.

В регрессионном уравнении зависимая переменная принимает значение «1», если собственность и менеджмент разделены, и «0» в остальных случаях. Независимые переменные описаны в табл. 8 (в скобках приведены имена переменных для регрессии, отсутствие имени означает, что переменная используется как референтная категория). В уравнение включена также переменная *INDUST* для представления набора восьми видов деятельности (базовая категория – производство машин и оборудования, там представительство компаний с отделением управления от владения было минимальным), а размеры отражены логарифмом занятости.

Таблица 8. Сравнение компаний с формальным отделением управления от владения и с разными формами совмещения (описательная статистика)

Независимые переменные	Совмещение	Разделение	Значимость различий*
Среднее число занятых, человек ( <i>COMSIZ</i> )	572	525	0,649
ООО, % ( <i>LLICOM</i> )	19,5	31,3	0,000***
Закрытые АО, % ( <i>CLOSCO</i> )	25,6	17,9	
Открытые АО, %	54,9	51,0	
Созданы после 1999 г., % ( <i>COMNEW</i> )	8,7	11,0	0,273
Созданы в 1992–1998 гг., % ( <i>COMMID</i> )	17,3	13,8	
Созданы до 1992 г., %	74,0	75,2	

Независимые переменные	Совмещение	Разделение	Значимость различий <sup>a</sup>
Компании, чьи ценные бумаги представлены на фондовых биржах, % ( <i>STOCKM</i> )	10,0	4,3	0,003**
Независимое предприятие или материнская компания в группе компаний, % ( <i>BUSINES</i> )	87,2	56,9	0,000***
Рядовые участники группы компаний, %	12,8	43,1	
Средняя доля владения иностранных инвесторов, % уставного капитала ( <i>OWNFOR</i> )	3,2	11,6	0,001**
Средняя доля владения органов власти всех уровней, % уставного капитала ( <i>OWNSTA</i> )	1,2	5,0	0,044*
Низкий уровень концентрации, % компаний ( <i>CONLOW</i> )	15,6	30,5	0,000***
Средний уровень концентрации, % компаний ( <i>CONMED</i> )	19,0	7,9	
Высокий уровень концентрации и наличие противовеса, % компаний ( <i>CONCOU</i> )	26,1	23,7	
Высокий уровень концентрации и отсутствие противовеса, % компаний	39,1	38,0	
Компании, работающие в конкурентной среде, % ( <i>COMPET</i> )	37,4	34,0	0,313
Стратегически ориентированные компании, % ( <i>STRBEH</i> )	31,0	23,7	0,036*
Компании, совершенствующие организационные структуры, % ( <i>RESORG</i> )	62,6	64,3	0,623
Компании, проводящие диагностику и реструктуризацию бизнес-процессов, % ( <i>RESPRO</i> )	35,8	38,6	0,401
Рейтинг инвестиционного потенциала региона, в среднем ( <i>REGRAT</i> )	5,43	5,65	0,333
Расположение в столицах (центрах) регионов, % компаний ( <i>CAPLOC</i> )	47,6	41,5	0,121
Расположение в небольших городах, % компаний ( <i>TOWLOC</i> )	39,4	44,4	
Расположение в поселках городского типа, селах, % компаний ( <i>VILLOC</i> )	8,1	6,6	
Расположение в Москве, % компаний	4,9	7,5	

Примечание: <sup>a</sup> Сравнение частот – тест  $\chi^2$ , сравнение средних – тест Крускала – Уоллеса: \*\*\* – значимо на 0,1%-м уровне, \*\* – значимо на 1%-м уровне, \* – на 5%-м уровне.

Модель оценивалась для всех хозяйственных обществ и отдельно для ООО и АО с учетом особого регулирования этих форм (переменная «доля владения органов власти» в расчеты для ООО не включена).

## Вставка 2

### Оценка стратегического поведения фирмы

Для определения склонности к стратегическому поведению были выбраны характеризующие его пять исходных переменных обследования:

1) целевые установки бизнеса по позиционированию на товарных рынках (стать лидером по производству продукции, выпускать продукцию по аналогам ведущих фирм, закрепиться на рынках традиционной продукции за счет хорошего соотношения цена – качество);

2) уровень осуществления инвестиций в 2005–2008 гг. (не было, незначительные и значительные);

3) факт планирования инвестиций в ближайшие 12 месяцев (да/нет);

4) горизонт стратегического видения (5-значная шкала по длительности горизонта прогнозирования развития: «перспективы не обсуждаются», «менее 1 года», «1–3 года», «4–5 лет» и «свыше 5 лет»);

5) глубина инновационных процессов (глобальные инноваторы, инноваторы на российском рынке, инноваторы для предприятия, имитаторы, пассивные).

На основе этих переменных был выполнен кластерный анализ. Вначале была построена группировка из трех классов, однако третий класс (66 объектов) по значениям всех переменных был близок к первому классу, причем все эти значения были хуже, нежели у второго, за единственным исключением. Только по длительности горизонта планирования предприятия третьего класса вышли в абсолютные лидеры, обогнав все остальные. Поскольку этот показатель сам по себе тесно связан с размерами бизнеса и некоторыми видами деятельности, процедура кластеризации была продолжена. В итоге выбрана группировка на два класса (все предприятия третьего класса вошли в первый): первый – это не склонные к стратегическому поведению фирмы (72% выборки хозяйственных обществ) и стратегически ориентированные (28%).

Кроме того, по аналогии с исследованием 2005 г., мы попытались отразить не только сторону спроса на наемный менеджмент, но и сторону его предложения. Очевидно, что речь должна идти о территориальных характеристиках, поскольку рынок труда в России име-

ет ярко выраженные региональные различия<sup>13</sup>. Предположив, что степень развитости рынка управленческого труда может позитивно повлиять на выбор в пользу наемных менеджеров, в настоящем анализе в качестве прокси-переменных также использована информация о статусе поселения, в котором находится предприятие. Еще в данном случае в качестве меры регионального развития взят рейтинг инвестиционного потенциала региона, предложенный рейтинговым агентством «Эксперт РА»<sup>14</sup>. Была рассчитана вторая модель (R), в которую введены оба названных индикатора.

Избранные результаты анализа приведены в Приложении (табл. ПЗ). По данным всех трех основных выборов устойчивый значимый эффект характерен для различных характеристик собственности, включая интеграцию. ООО были более ориентированы на выбор модели с отделением управления от владения; не было различий между закрытыми и открытыми АО. Факторы сложности менеджмента и реструктуризации также не были значимы, так же как и отраслевая принадлежность, размеры бизнеса. Среди региональных характеристик наблюдалось слабое негативное влияние расположения предприятия в столицах регионов (по сравнению с Москвой), но только для полной выборки<sup>15</sup>.

Мы вновь получили устойчивые результаты в пользу высокой роли интеграции (принадлежности предприятий к рядовым фирмам групп компаний) в повышении шансов привлечения наемных руководителей. Для отдельного рассмотрения факторов выбора форм контроля в разных типах предприятий модели тестировались для предприятий, представляющих бизнес, то есть независимые предприятия и управляющие компании (В), а также для предприятий, относящих-

<sup>13</sup> В эмпирическом анализе данных 822 АО были использованы географические показатели: статус места размещения предприятия (Москва, столицы регионов, нестоличные и малые города, поселки городского типа и села), численность населения в этом поселении. Кроме того, использованы региональные данные Росстата о размере средней заработной платы руководителей предприятий и организаций в регионе расположения предприятия.

<sup>14</sup> Регионы получали рейтинги от 1 (наилучший потенциал) до 12 (наихудший). См.: <http://www.raexpert.ru/ratings/regions/2008/> с описанием методики расчета рейтингов и их значений.

<sup>15</sup> Оба региональных индикатора не проявили значимого хотя бы на 10%-м уровне влияния по отдельности в АО и ООО, а также при разбиении выборки с учетом статуса предприятий. При этом на общие параметры модели они практически не повлияли, потому и не приведены в табл. ПЗ.

ся к части бизнеса, дочерних и зависимых предприятий холдингов, групп компаний (S). Расчеты сделаны для всех обществ и АО (расчеты по ООО из-за малых выборок не позволили получить значимые оценки).

При оценке уравнений для подвыборок различных по вовлечению в интеграционные процессы предприятий получены интересные результаты.

Во-первых, для рядовых участников групп компаний не удалось получить значимые модели. Это может означать, что факторы организации контроля на предприятиях, фактически представляющих часть фирмы, лежат вне объяснения нашими гипотезами и, судя по всему, определяются предпочтениями владельцев групп компаний или разделением ответственности в группах, которые наш опрос не улавливает. Подобные факторы в принципе трудно измерить, поскольку речь может идти о доверии, устоявшихся связях. В данном случае модель не работала и в части второй гипотезы о роли сложности менеджмента (в отличие от исследования по данным 2005 г.).

Предприятия, представляющие бизнес, сохранили устойчивое влияние характеристик собственности. Кроме того, здесь проявилась роль отраслевой принадлежности, отчасти ожидаемая (позитивное влияние на шансы выбора для предприятий транспортного машиностроения), отчасти неожиданная (позитивное влияние пищевой промышленности). Предполагаемое направление воздействия реструктуризации подтвердил только один индикатор — диагностика и реструктуризация бизнес-процессов. Роль стратегического поведения и присутствия на биржах оказалась негативной (хотя и невысокой). Судя по всему, в отличие от концентрации капитала тип формального контроля пока не столь важен для инвесторов на фондовых рынках.

Таким образом, свыше 40% обследованных обществ прибегали к привлечению наемных менеджеров, снижая их возможности окапывания. По результатам анализа факторов, влияющих на выбор формы контроля, подтвердилась первая гипотеза о роли защиты прав собственности, которая внесла весомый вклад в увеличение шансов выбора наемных менеджеров, особенно для независимых предприятий. Корпоративная интеграция стала решающим фактором отделения управления от владения. Прямое участие в управлении предпочитают владельцы независимых предприятий и управляющих ком-

паний, а привлечение наемных менеджеров – рядовые участники групп компаний. Негативное влияние низкой концентрации также может быть объяснено трудностями защиты прав собственности в случае ее распыления.

Вторая базовая гипотеза не нашла убедительного подтверждения. Возможно, что проведение второго раунда в кризисное время не могло представить доказательств эффективности наемных менеджеров в нестабильных условиях<sup>16</sup>. Мы не получили и устойчивых подтверждений роли открытости компании или ее возраста. Для дочерних и зависимых фирм, 70% которых избрали (а точнее, владельцы всей бизнес-группы избрали для них) форму контроля с отделением управления от владения, остальные факторы несущественны. Не исключено, что реальное влияние оказывали некие не вошедшие в модель детерминанты и, возможно, в принципе плохо формализуемые особенности организации управления в группах компаний, холдингах в России.

### **Заключение: обсуждение результатов и возможностей анализа**

Становление системы корпоративного управления, эффективно защищающей права собственности, существенно влияет на состояние инвестиционного климата и качество экономического роста. Как отмечено выше, основные *особенности национальной модели корпоративного управления*, сложившиеся к началу 2000-х годов в России, состояли в крайне высокой концентрации акционерного капитала и распространении практики совмещения собственности и управления путем непосредственного участия акционеров в исполнительном менеджменте.

Для России 2000-е годы отличались не только экономическим подъемом, но и процессами постепенного улучшения институтов и

<sup>16</sup> Действительно, регрессионный анализ зависимости между уровнем конкурентоспособности предприятий и характеристиками собственности и контроля (при контроле отраслевой принадлежности, размеров бизнеса и ряда других параметров) продемонстрировал, что наиболее конкурентоспособны фирмы, где крупные собственники являются топ-менеджерами, и директор также владеет акциями (паями) общества.

практики корпоративного управления, ростом спроса со стороны частного бизнеса на его инструменты. С одной стороны, процессы развития институтов на фоне благоприятной экономической конъюнктуры способствовали изменениям отношений собственности и контроля и использованию фондового рынка, с другой – эти изменения, так или иначе, подталкивали совершенствование внутрикорпоративных механизмов в компаниях.

В представленном исследовании впервые получены свидетельства снижения концентрации собственности на российских предприятиях обрабатывающей промышленности. Налицо *тенденция к падению уровня концентрации*, обусловленная выводом ценных бумаг компаний на биржи, работой на конкурентном рынке, расширением присутствия иностранных владельцев. Уровень концентрации перестает быть универсальным, наблюдается отраслевая дифференциация ее динамики. Не исключено, что распыленное владение – уже не столько сигнал плохого состояния предприятия и недостаточной реструктуризации, сколько результат сознательных шагов доминирующих собственников развивающегося бизнеса, поскольку чаще снижали уровень концентрации компании, не проходившие через смену владельцев в течение предшествующих четырех лет.

В то же время пока не проявилось тесной связи между динамикой концентрации и склонностью к инвестированию, причем планируемым инвестициям предшествовал тренд к усилению концентрации. Возможно, что это связано с недостатками индикаторов инвестиционного поведения, используемых в модели. Количественный анализ может быть развит следующими путями:

- 1) апробация других способов отражения масштабов сделанных инвестиций, например, через включение в модель количественной переменной абсолютного или относительного объема инвестиций;
- 2) углубление анализа в направлении учета внешних альтернативных фондовому рынку источников инвестирования, прежде всего, банковских кредитов, которые не предполагают деконцентрации. В данном случае возможно использование и количественного индикатора доли заемных средств, и дамми-переменных обращения к разнообразным внешним источникам инвестирования.

Подчеркнем, что изменение структуры капитала – всегда принципиальное решение собственников. Действия российских контролирующих владельцев по снижению концентрации могут отражать

тот факт, что они способны контролировать бизнес, не опасаясь других мелких совладельцев, уже при несколько меньшем уровне концентрации, чем это было необходимо в 1990-е годы. При этом осознается, что нецелесообразно омертвлять средства в излишнем владении, экономический рост предоставил и другие возможности для вложений. Процессы деконцентрации на многих предприятиях стали результатом эволюции разнообразных мотивов собственников в 2000-е годы, связанных и с диверсификацией их вложений.

Кроме того, в условиях кризиса могло проявиться его воздействие как альтернативный эволюционным изменениям стимул к вынужденному отказу от части бизнеса. В деловых изданиях приводились примеры продажи пакетов акций (предприятий), но большей частью продавалось предприятие, пакет акций целиком. На наших данных шоковое воздействие не подтверждается. Так, при оценке 19 основных мер по преодолению последствий кризиса, всего 5,5% фирм прибегали к продаже активов предприятия, и эта мера заняла последнее место из числа оцениваемых. При этом связи факта продажи активов и склонности к снижению уровня концентрации не выявлено, напротив, продажа в 2 раза чаще наблюдалась среди фирм со стабильным или растущим уровнем концентрации. Единственное, что мог принести кризис, — это стимулы к более четкому разделению владения между консолидированными ранее собственниками, приведение структуры реального контроля в большее соответствие с формальными структурами капитала.

Мотивы собственников стоит принимать во внимание и при оценке взаимосвязи динамики концентрации с инвестиционным процессом. Хорошо известно на примере крупных компаний, что при размещении их ценных бумаг на биржах вырученные средства часто идут в карман крупному акционеру для других его целей, не возвращаются к фирме-эмитенту, потому связи с инвестированием в ней и не возникает. Вместе с тем доступность заемных средств для инвестирования может быть связана со степенью доверия банка к компании-заемщику, наличием связей на персональном уровне. Не исключено, что как раз компания, обладающая ключевым владельцем — «хозяйном», скорее сможет рассчитывать на кредиты.

*Организация корпоративного контроля* постепенно дрейфовала в сторону формального разделения функций управления и владения. Для обследованных во втором раунде фирм характерна значительная

доля — 41% предприятий, работающих с привлечением наемного менеджмента, включая и первого руководителя, причем они вышли на первое место по сравнению с оценками середины 2000-х годов, потеснив предприятия с полным совмещением функций (их осталась треть). Более всего потеряли свои позиции директора-некрупные акционеры. Подобная картина была связана со сделками на рынках корпоративного контроля, тем самым понизившими способность менеджмента к окапыванию. Подчеркнем, что соображения о массовом возврате владельцев бизнеса к оперативному управлению в условиях кризиса, которые прослеживались в деловой прессе на примере крупных компаний, в нашей выборке обрабатывающих предприятий не подтвердились. Вместе с тем кризис вполне мог повлиять на состав значимых факторов использования наемных менеджеров.

Тенденция отхода владельцев от исполнительного управления поддерживается, прежде всего, участием предприятий в корпоративной интеграции в качестве рядовых участников групп компаний. Комбинация владения и управления как форма контроля замещается отношениями имущественной интеграции и другими способами его реализации в бизнес-группах. Прямое участие собственников в управлении предпочитается независимыми предприятиями и управляющими (головными) компаниями, где такие способы контроля не могут быть применены, но существуют иные, чаще неформальные инструменты контроля менеджмента.

Склонность к отделению управления продемонстрировали предприятия с отсутствием блокирующего собственника, что может объясняться трудностями защиты прав собственности некрупных собственников при передаче прав управления одному из них. Роль принадлежности к обществам с ограниченной ответственностью как стимула к разделению функций отчасти свидетельствует, что многие открытые компании фактически остаются частными фирмами, и нормы корпоративного законодательства по-прежнему имитируются.

В то же время не выявлено устойчивой роли реструктуризации и отсутствует влияние рынка управленческого труда. Что касается реструктуризации, в данном случае сложно разделить ее на адаптивную (кардинальную, болезненную) и текущую составляющие, что стоило бы попробовать. Для измерения состояния рынка труда, возможно, избраны неадекватные прокси-переменные и стоит обратить-

ся к другим индикаторам регионального состояния – показателям развития регионов, которые дает официальная статистика (ВВП, число малых предприятий, предприятий с иностранным участием на душу населения, а также уровень заработной платы в регионе).

Для обоснования отхода собственников от управления также важную роль играет зрелость предприятия, его возраст (не только с точки зрения приватизации): владельцы более «старых» фирм постепенно отходят от управления. Для этого стоит непосредственно включать в модель возраст фирмы как количественную переменную, а также пытаться найти иной индикатор зрелости бизнеса, в том числе и созданного после 1992 г.

Отдельного внимания требует неадекватность второй гипотезы для случая рядовых участников групп компаний. Не исключено, что тем самым получено свидетельство первостепенной важности именно агентских издержек, а не профессионализма менеджмента. Выбор контроля внутри групп компаний определяется во многом не объективными причинами, а доверием, особыми отношениями между владельцами всего бизнеса и наемными менеджерами дочерних и зависимых предприятий, что крайне трудно измерить в формализованном опросе.

\* \* \*

Эмпирический анализ развития российской модели корпоративного управления в последнее десятилетие показал, что она движется в сторону следования его стандартам и постепенного улучшения практики. Отделение управления от владения должно создавать стимулы для крупных собственников к использованию внутрикорпоративных процедур контроля над деятельностью исполнительного менеджмента, способствуя росту спроса бизнеса на правила и нормы корпоративного управления. В то же время, *полученные результаты нуждаются в более глубоком обосновании и понимании*. Как следует из обсуждения, целесообразно проведение количественного анализа с использованием новых, более адекватных независимых переменных для измеряемых явлений, а также включение в модели новых факторов с тестированием соответствующих им гипотез. Однако, принципиально важно качественное объяснение тенденций с выявлением мотивов собственников, действия которых отчасти подталкивали к это-

му движению. Формализованный опрос это сделать не позволяет, и альтернативным инструментом могут быть только углубленные интервью, которые помогли бы и уточнению гипотез количественного анализа.

## Литература

Губайдуллина Ф. Прямые иностранные инвестиции, деятельность ТНК и глобализация // *Мировая экономика и международные отношения*. 2003. № 2.

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

Долгопятова Т.Г., Ивасаки И., Яковлев А.А. Российский бизнес 20 лет спустя: путь от социалистического предприятия к рыночной фирме // *Мир России*. 2009. Т. XIII. № 4.

Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2006 г.: скромные успехи на фоне всеобщего стремления к IPO. М.: Стандарт энд Пурз, 2006.

Капелюшников Р. Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений // *Российский журнал менеджмента*. 2006. Т. 4. № 1.

Капелюшников Р., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // *Вопросы экономики*. 2005. № 2.

Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. 1 / под ред. А.Е. Шаститко. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2008.

Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. 2 / под ред. А.Е. Шаститко. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2009.

Портрет Совета Директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления. М.: Стандарт энд Пурз, 2007.

Предприятия и рынки в 2005–2009 годах: итоги двух раундов обследования российской обрабатывающей промышленности: Доклад к XI Международной научной конференции ГУ ВШЭ // С. Авдашева, В. Голикова, К. Гончар, Б. Кузнецов, А. Яковлев / под ред. Б. Кузнецова. М.: Изд. дом Гос. ун-та – Высшей школы экономики, 2010.

Радыгин А. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе (некоторые новые тенденции) // Вопросы экономики. 2001. № 5.

Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / под ред. Т.Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А.А. Яковлева. М.: Изд. дом Гос. ун-та – Высшей школы экономики, 2007.

Российская промышленность на перепутье. Что мешает нашим фирмам стать конкурентоспособными // В. Голикова, К. Гончар, Б. Кузнецов, А. Яковлев. М.: Изд. дом Гос. ун-та – Высшей школы экономики, 2007.

Структурные изменения в российской промышленности / под ред. Е.Г. Ясина. М.: Изд. дом Гос. ун-та – Высшей школы экономики, 2004.

## Приложение

Таблица III. Бинарная модель оценки шансов снижения уровня концентрации собственности в 2005–2009 гг.<sup>а</sup>

Переменные <sup>б</sup>	M0	M1	M2	M3	M4	M5	M6
<i>Константа</i>	-2,352*** (0,867)						
<i>COMSIZ</i>							
<i>OPENCO</i>							
<i>CLOSCO</i>	-0,871** (0,429)				-0,945* (0,520)	-0,886* (0,524)	
<i>STOCKM</i>	Н/в	1,823**** (0,488)	1,691*** (0,496)	1,616*** (0,502)	1,971**** (0,510)	1,853**** (0,519)	1,757**** (0,523)
<i>INVSMA</i>	Н/в						
<i>INVNOT</i>	Н/в						
<i>INVPLA</i>	Н/в	-0,690* (0,391)	-0,788** (0,400)	-0,847** (0,410)		-0,751* (0,416)	-0,844** (0,430)
<i>OWNRUS</i>	Н/в	-0,024** (0,011)	-0,024** (0,011)	-0,026** (0,011)	-0,025** (0,011)	-0,024** (0,011)	-0,028** (0,012)
<i>OWNFOR</i>	Н/в						
<i>COMPET</i>	0,501* (0,288)	Н/в	Н/в	0,694** (0,340)	Н/в	Н/в	0,855** (0,364)
<i>RESORG</i>	Н/в	Н/в			Н/в		
<i>RESPRO</i>	Н/в	Н/в			Н/в		
<i>INDUST</i>		Н/в	Н/в	Н/в			
N	345	293	293	293	293	293	293
-2Loglikelihood	326,479	248,960	246,635	242,467	238,040	235,925	230,337
Псевдо R <sup>2</sup> Нагелькерка	0,084	0,163	0,175	0,195	0,217	0,227	0,253
Тест модели $\chi^2$	18,80*	31,06***	33,39***	37,55****	41,98***	44,10***	49,69****

Источник: расчеты автора по данным мониторинга.

Примечания:

<sup>а</sup> Расчет логистической регрессии, использован метод ENTER. Обозначение «Н/в» показывает, что переменная не включена в модель.

<sup>б</sup> В скобках указаны стандартные ошибки. Для простоты оставлены только знаки коэффициентов при независимых переменных с уровнем значимости до 10%: \*\*\*\* – значимо на уровне 0,1%, \*\*\* – 1%, \*\* – 5% и \* – 10%.

Таблица П2. Порядковая регрессия оценки динамики концентрации капитала в 2005–2009 гг.<sup>а</sup>

Переменные <sup>б</sup>	M0	M1	M2	M3	M4	M5	M6
Порог 1	-1,351*** (0,409)	-3,185**** (0,781)	-3,045**** (0,829)	-3,295**** (0,8420)	-3,461**** (0,821)	-3,258**** (0,867)	-3,626**** (0,891)
Порог 2	0,483 (0,405)	-1,228 (0,767)	-1,085 (0,816)	-1,313 (0,827)	-1,456* (0,804)	-1,249 (0,853)	-1,578* (0,874)
COMSIZ							
OPENCO							
CLOSCO							
STOCKM	Н/в	1,190**** (0,264)	1,152**** (0,267)	1,112**** (0,269)	1,246**** (0,268)	1,207**** (0,271)	1,159**** (0,273)
INVSMA	Н/в						
INVNOT	Н/в						
INVPLA	Н/в	-0,253* (0,154)	-0,278* (0,157)	-0,273* (0,157)	-0,271* (0,158)	-0,291* (0,161)	-0,285* (0,161)
OWNRUS	Н/в	-0,013** (0,006)	-0,013** (0,006)	-0,014** (0,006)	-0,014** (0,006)	-0,013** (0,006)	-0,014** (0,006)
OWNFOR	Н/в						
COMPET	0,313** (0,131)	Н/в	Н/в	0,325** (0,143)	Н/в	Н/в	0,365** (0,147)
RESORG	Н/в	Н/в			Н/в		
RESPRO	Н/в	Н/в			Н/в		
INDUST, в т. ч. производство <sup>с</sup>		Н/в	Н/в	Н/в			
- швейное и текстильное	-0,488** (0,249)	Н/в	Н/в	Н/в			-0,504* (0,274)
- транспортные средства и оборудование		Н/в	Н/в	Н/в	-0,634** (0,297)	-0,638** (0,298)	-0,654** (0,299)
N	345	293	293	293	293	293	293
-2Loglikelihood	615,789	491,963	492,334	488,557	486,922	485,986	479,790
Псевдо R <sup>2</sup> Нагелькерка	0,053	0,136	0,140	0,158	0,173	0,177	0,198
Псевдо R <sup>2</sup> Кокса и Снелла	0,045	0,114	0,117	0,132	0,145	0,148	0,166
Тест модели $\chi^2$	15,74	35,43****	36,45****	41,61****	46,02****	46,95****	53,15****

Источник: расчеты автора по данным мониторинга.

Примечания:

<sup>а</sup> Уравнение пробит-регрессии. Обозначение «Н/в» показывает, что переменная не включена в уравнение.

<sup>б</sup> В скобках указаны стандартные ошибки. Для простоты оставлены только знаки коэффициентов при независимых переменных с уровнем значимости до 10%: \*\*\*\* – значимо на уровне 0,1%, \*\*\* – 1%, \*\* – 5 и \* – 10%-м уровне.

<sup>с</sup> Приведены результаты только по двум видам деятельности, которые продемонстрировали значимые различия с референтной категорией (производство машин и оборудования).

Таблица П3. Бинарная логистическая модель привлечения наемных топ-менеджеров<sup>а</sup>

Переменные <sup>б</sup>	АО и ООО	АО и ООО (модель Ру <sup>с</sup> )	АО	ООО <sup>д</sup>	АО и ООО-В	АО и ООО-С	АО-В	АО-С
Константа	1,410* (0,745)	1,729** (0,870)	1,269 (0,852)	0,328 (1,822)	0,406 (0,879)	0,256 (1,484)	-0,109 (1,024)	-0,386 (1,800)
BUSINES	-1,763**** (0,239)	-1,787**** (0,241)	-2,011**** (0,283)	-1,235** (0,560)	-0,505 (0,318)	0,108 (0,553)	-0,271 (0,366)	0,093 (0,724)
COMSIZ	-0,235 (0,257)	-0,201 (0,260)	-0,147 (0,303)	0,032 (0,578)	0,668** (0,333)	0,202 (0,529)		
LLICOM	0,574** (0,273)	0,632** (0,276)			-0,456 (0,364)	-0,126 (0,533)	0,427 (0,368)	-0,300 (0,599)
CLOSCO	-0,224 (0,278)	-0,181 (0,280)	0,212 (0,287)		-0,609 (0,392)	0,740 (0,762)	-0,092 (0,456)	-0,032 (0,913)
MEDCOM	-0,141 (0,308)	-0,053 (0,314)	-0,094 (0,372)	-0,330 (0,606)				
NEWCOM	-0,228 (0,404)	-0,147 (0,412)	-1,740* (0,911)	0,542 (0,579)	-0,171 (0,495)	-0,578 (0,783)	-1,348 (1,135)	-2,320 (1,467)
STOCKM	-0,643 (0,443)	-0,552 (0,457)	-0,718 (0,478)	-0,135 (1,604)	-1,212* (0,642)	-0,248 (0,851)	-1,093* (0,663)	-0,153 (0,905)
CONLOW	0,929*** (0,282)	0,966*** (0,286)	1,005*** (0,348)	1,231* (1,604)	1,108*** (0,350)	0,841 (0,637)	1,100** (0,439)	1,219 (0,765)
CONMED	-0,359 (0,355)	-0,328 (0,358)	-0,099 (0,391)	-1,773 (1,094)	0,289 (0,412)	-1,664** (0,813)	0,274 (0,453)	-0,516 (0,973)
CONCOU	0,057 (0,259)	0,068 (0,264)	0,111 (0,309)	-0,037 (0,565)	0,153 (0,334)	0,188 (0,483)	0,078 (0,395)	0,502 (0,620)
OWNSTA	0,018* (0,010)	0,019** (0,009)	0,023** (0,010)		0,024* (0,013)	0,010 (0,015)	0,032** (0,015)	0,018 (0,016)
OWNFOR	0,019**** (0,005)	0,019**** (0,005)	0,019**** (0,007)	0,025*** (0,009)	0,030**** (0,008)	0,006 (0,008)	0,026*** (0,010)	0,016 (0,012)
COMPET	-0,162 (0,220)	-0,117 (0,223)	-0,089 (0,261)	-0,697 (0,510)	-0,259 (0,278)	0,132 (0,449)	-0,168 (0,332)	0,343 (0,548)
STRBEH	-0,412 (0,263)	-0,429 (0,268)	-0,591* (0,318)	0,271 (0,611)	-0,836** (0,349)	0,044 (0,522)	-1,262*** (0,437)	0,318 (0,682)

Переменные <sup>б</sup>	АО и ООО	АО и ООО (модель R) <sup>в</sup>	АО	ООО <sup>д</sup>	АО и ООО-В	АО и ООО-S	АО-В	АО-S
RESORG	-0,275 (0,232)	-0,323 (0,238)	-0,321 (0,278)	-0,461 (0,521)	-0,606** (0,288)	0,386 (0,483)	-0,703** (0,350)	0,437 (0,586)
RESPRO	0,175 (0,234)	0,180 (0,237)	-0,018 (0,276)	0,924* (0,547)	0,728** (0,301)	-0,577 (0,465)	0,569 (0,349)	-1,242** (0,574)
REGPAT		0,054 (0,039)						
CAPLOC		-0,953* (0,489)						
TOWLOC		-0,539 (0,484)						
VILLOC		-0,734 (0,613)						
INDUST	Да	Да	Да	Да	Да**	Да	Да**	Да
N	531	531	407	124	389	142	303	104
-2Log likelihood	575,445	569,002	414,972	126,535	383,487	156,411	277,972	110,444
Псевдо R <sup>2</sup>	0,311	0,324	0,338	0,400	0,286	0,180	0,263	0,240
Нательерка	138,970****	145,411****	115,140****	44,060****	87,100****	19,380	58,900****	19,520
Тест модели $\chi^2$								

Источник: расчеты автора по данным второго раунда мониторинга.

Примечания:

<sup>а</sup> Использован метод ENTER.

<sup>б</sup> Стандартные ошибки приведены в скобках. \*\*\*\* – значимо на 0,1%-м уровне, \*\*\* – 1%, \*\* – 5%, \* – 10%-м уровне.

<sup>в</sup> В данное уравнение включены прокси-переменные, характеризующие развитие рынка труда и региона расположения фирмы.

<sup>д</sup> Переменная «доля участия органов власти в капитале» исключена из уравнения, поскольку эти собственники в ООО не представлены из-за законодательных ограничений.

Dolgopyatova, T.

Russian Model of Corporate Governance: Empirical Analysis of Firm-level Changes in 2000s : Working paper WP1/2010/06 [Text] / T. Dolgopyatova ; The University – Higher School of Economics. – Moscow: Publishing House of the University – Higher School of Economics, 2010. –48 p. – 150 copies.

The paper describes changes in national corporate governance model in the second half of 2000s using firm-level data and regression analysis (binary and ordinal models). Two the most important features of this model: the concentration of capital is extremely high, and as a rule, majority shareholders participate directly in executive management as CEOs (top managers) of companies. The first signs of stock ownership de-concentration during 2005–2009 were revealed. Significant positive factors of decrease were companies' entry to securities markets, their work in competitive environment, and larger size of foreign investors stock (or lower size of stock of Russian shareholders). A continuing trend of a gradual departure of large shareholders from executive management positions was observed. Investigating main determinants of owners' choice of hired managers, we found out the important positive role of company's affiliation to a company group, and size of foreign or state stock.

The study is based on the data of two rounds of monitoring of near 1000 large and medium-sized companies in manufacturing industry conducted by the Institute for Industrial and Market Studies at The University – Higher School of Economics in 2005 and 2009 in 49 regions of Russia.

JEL classification numbers: D23, G32, G34, P26

*Препринт WP1/2010/06  
Серия WP1  
«Институциональные проблемы  
российской экономики»*

Долгопятова Татьяна Григорьевна

**Развитие российской модели  
корпоративного управления в 2000-е годы:  
эмпирический анализ изменений на микроуровне**

*Публикуется в авторской редакции*

Зав. редакцией оперативного выпуска *А.В. Заиченко*  
Технический редактор *Н.С. Петрин*

Отпечатано в типографии Государственного университета –  
Высшей школы экономики с представленного оригинал-макета.

Формат 60×84 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>. Тираж 150 экз. Уч.-изд. л. 2,9  
Усл. печ. л. 2,8. Заказ № . Изд. № 1175

Государственный университет – Высшая школа экономики. 125319,  
Москва, Кочновский проезд, 3  
Типография Государственного университета – Высшей школы экономики

Тел.: (495) 772-95-71; 772-95-73