

**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА
INSTITUTE FOR THE
ECONOMY IN TRANSITION**

Отчет по гранту US AID

Тема 20.

**Структура собственности и проблемы
корпоративного контроля в российской экономике**

Основные исполнители:

академик Р.М.Энтов,

д.э.н., зам. руководителя научного направления А.Д.Радыгин

Москва - март 1999 г.

Содержание

Введение

Часть 1. Существующие теоретические подходы к проблемам собственности и общие проблемы реализации прав собственности в России.

1.1. Эволюция форм собственности и развитие частной собственности

1.2. Новые подходы к анализу частной собственности

1.3. Рынок корпоративного контроля и экономическая эффективность

1.4. Экономические последствия утверждения прав частной собственности: эмпирический анализ

1.5. Частная собственность в постсоциалистической экономике

Часть 2. Формирующаяся структура собственности и тенденции установления корпоративного контроля

2.1. Основные этапы перераспределения собственности в 90-е гг. и способы консолидации корпоративного контроля

2.2. Изменения в структуре собственности в 90-е гг. и проблема эффективного собственника

2.3. Особенности рынка корпоративного контроля (поглощения)

Заключение

Источники

Приложения

Введение

Настоящая работа - "Структура собственности и проблемы корпоративного контроля в российской экономике" - подготовлена в рамках исследовательской программы Института экономики переходного периода, которая осуществлялась в октябре 1998 - марте 1999 гг. при поддержке US AID

Основными исполнителями по данной теме являются указанные выше сотрудники ИЭПП, однако следует отметить значительную помощь, оказанную при проведении исследований американскими коллегами из консультационной компании "Horst, Frisch, Clowery & Finan Incorporated".

Основной целью настоящей работы является оценка существующих теоретических подходов к проблемам собственности и предварительный анализ тенденций складывающейся структуры собственности в российских корпорациях (приватизированные предприятия), рынков собственности и контроля.

В первой части проведен анализ существующих теоретических подходов к проблемам собственности, рассмотрены общие проблемы реализации прав собственности в России как фактор, затрудняющий формирование эффективных рынков собственности и контроля.

Во второй части рассматриваются основные этапы перераспределения собственности в пост-приватизационный период, дается краткая характеристика рынков собственности и контроля в России, рассматриваются тенденции борьбы за контроль и типовые случаи нарушений прав акционеров в российских корпорациях. Здесь же проведено обобщение имеющихся данных о формирующейся структуре владения акциями в приватизированных предприятиях (на основе доступных альтернативных источников, включая данные за 1997 г. и прогнозные оценки на 1999 г.), приводится описание изменений в структуре собственности и качественный оценочный прогноз динамики структуры собственности и перспектив стабилизации системы прав собственности в России.

Практическое использование результатов проекта может быть связано с подготовкой средне- и долгосрочных программ развития экономических реформ в России, как основа для формирования более эффективной модели

государственного регулирования в области институциональных сдвигов и правовой базы реформ.

Потенциальными пользователями результатов проекта могут быть Правительство РФ (департамент собственности и предпринимательства), Государственная Дума Федерального Собрания РФ, Министерство государственного имущества РФ, Министерство экономики РФ.

Хотя данная работа является в большей степени научно-исследовательской, а не прикладной экономико-правовой, ее результаты, тем не менее, имеют принципиальное значение для подтверждения и дополнительного обоснования практических выводов и результатов, представленных в темах 17, 19 и 26.

Часть 1. Существующие теоретические подходы к проблемам собственности и общие проблемы реализации прав собственности в России

1.1. Эволюция форм собственности и развитие частной собственности

Частная собственность представляет собой продукт длительного исторического развития. Современные формы частной собственности отличает ряд существенных особенностей. Прежде всего такая собственность не предполагает неременного слияния с политической властью, сегодня причастность к (верховой) власти не является больше необходимым условием реализации прав собственности.¹

Современная частная собственность отличается от предшествующих форм по объекту владения. Так, с развитием цивилизации отошли в прошлое и различные формы владения людьми, а вместе с тем и различные модификации так называемой неэкономической зависимости.

Меняется и экономически - правовое оформление отношений собственности. Уже в древнем Риме четко фиксируется система контрактных прав и обязательств, в рамках которых реализуются отношения владения, пользования и распоряжения. Тем самым в функционирование отношений частной собственности неизбежно вовлекается государство, включая специальную систему судебных и исполнительных органов, обеспечивающих реализацию прав владения и условий контрактов.

В своей трактовке процессов эволюции частной собственности некоторые влиятельные историки - экономисты, в числе которых можно назвать лауреата Нобелевской премии Д. Норта, а также Р. Томаса, Б. Уэйнгаста и др., исходят из элементарного соотношения выгод и издержек (*cost-benefit principle*). Тем самым как бы проецируются в прошлое различные формы инфорсmenta, т.е. системы принудительной реализации условий контрактов и прав собственности,

¹ Так, в странах древнего Востока власть - собственность - "это не столько собственность, сколько власть, так как функции собственника здесь опосредованы причастностью к власти, т.е. к должности, но не к личности правителя. По наследству в этих структурах может быть передана должность с ее правами и прерогативами, включая и высшую собственность, но не собственность как исключительное частное право владения вне зависимости от должности" (Васильев 1998 г., стр. 69). Некоторые сходные черты можно обнаружить и в раннем развитии прав собственности в странах Европы.

и, в частности, инфорсmenta, осуществляемого "специализированной" группировкой вооруженных людей. В соответствии с указанной концепцией, в тех случаях, когда убытки от нарушения прав контрактных обязательств и собственности (отказ от оплаты товара, от погашения долгов, ущерб, наносимый разбойным нападением и т.п.) оказываются достаточно серьезными, для крупных собственников становится выгодным купить покровительство достаточно сильной вооруженной группировки (см., например, D. North, R. Thomas, 1973, pp. 87-88).² Ясно, однако, что наиболее "экономичным" вариантом обеспечения контрактных обязательств и прав частного владения в конечном счете неизбежно оказывается инфорсмент, осуществляемый в централизованном порядке государством.

Подобная трактовка, достаточно точно характеризует общее направление длительной эволюции отношений частной собственности, но, строго следуя принципам неоклассического анализа, по-видимому, несколько преувеличивает роль свободного выбора и рациональных "чисто экономических" действий участников исторического процесса. В реальной жизни исторический процесс централизации функций инфорсmenta был тесно связан с влиянием войн и социальных конфликтов, с развитием стихийных политических, религиозных и других идеологических движений и многими другими факторами, выходящими за рамки элементарных теоретических конструкций "общественного договора".

Поскольку именно государство играло особенно важную роль в формировании современной частной собственности, отметим также следующие моменты. Выделение частной собственности во многих случаях предполагало "разгосударствление" (чтоб не использовать в большей степени относящийся к современности термин "приватизация") части имущества, ранее принадлежавшего (верховным) органам власти. Этот процесс неизбежно

² В описанной выше схеме экономическая подоплека решений, принимаемых самим государством, отсутствует. Более развернутая модель исторических процессов формирования собственности предполагает, что борьба государственных органов за сохранение своих доходов (ренды) тормозит формирование "эффективной" частной собственности, причем этому конфликту в концепции Норта придается поистине универсальный характер. "На протяжении всего периода, начиная от "перераспределительного" хозяйства времен древних египетских династий, а затем рабовладельческих систем Греции и Рима и вплоть до средневекового поместья (manor) существовал постоянный конфликт между такой структурой собственности, которая максимизировала ренту, присваиваемую правителями (и его сподвижниками) и эффективной системой собственности, которая снижает транзакционные издержки и способствует экономическому росту" (North, 1981, p. 25).

выявлял внутреннюю противоречивость: сильная монархическая власть сплошь и рядом ставила своей целью не сокращение, а дальнейшее приумножение принадлежащего ей имущества. Вместе с тем в условиях резко обострившихся социальных конфликтов и революций можно было наблюдать и разгосударствление значительной массы активов.

Столь же противоречивым оказывалось и регулирование процессов развития негосударственной собственности. Исходя из политических или фискальных соображений, государство могло поддерживать, например, устойчивость общинных владений, препятствуя формированию частной собственности. В особенно большой степени это относится к регулированию условий функционирования частной собственности: государство сплошь и рядом поддерживало прежние неконкурентные формы отношений, а в ряде случаев само насаждало дополнительные монополии (в этой связи достаточно вспомнить, что таможенные сборы во многих странах появились просто как платежи государству за предоставленную монополию на ввоз или вывоз товара). С другой стороны, по мере перехода экономики на капиталистический путь развития государство все активней вовлекается в поддержание конкурентных условий функционирования частной собственности.

Развитие рыночных отношений способствовало постепенному переходу от античных и средневековых к современным формам частной собственности: по мере перехода от натурального хозяйства к преобладанию товарно-денежных отношений феодальные формы присвоения все больше уступали место правам собственности совершенно иного рода.

Формирование отношений частной собственности, имеющих "рыночную" природу, потребовало развития специальной экономической и правовой инфраструктуры, обеспечивавшей ее эффективное функционирование. Одним из неотъемлемых элементов такой инфраструктуры оказывалась система централизованного и независимого от отдельных участников (групп участников) информента прав собственности и контрактных обязательств; развитие этой системы предполагало дальнейшее совершенствование правовых норм и формирование новых судебно-правовых учреждений или профессиональных ассоциаций, обеспечивающих осуществление этих норм.

Особенно существенным представляется то, что система инфорсmenta, сложившаяся в развитых странах, находилась (и продолжает находиться) одновременно внутри и вне сферы рыночных отношений. Получение той или иной денежной суммы всегда оказывает (может оказывать) влияние на решения участников хозяйственного процесса, но решение суда принципиально не может быть объектом торга, при вынесении этого решения не должны учитываться какие-то "побочные платежи" (side payments) и выгоды или потери для лиц, принимающих указанные решения.

Некоторая парадоксальность указанной ситуации может быть выражена следующим образом: сфера рыночного регулирования хозяйственных отношений может быть тем более универсальной, чем меньше сама экономически - правовая система инфорсmenta, точнее, решения, о соблюдении "правил игры", принимаемые в рамках этой системы, регулируются рыночными соображениями, отношениями купли - продажи.

В рамках данной работы трудно дать более детальную характеристику деятельных процессов формирования современной частной собственности и особенностей ее развития в отдельных странах. Заметим лишь, что на разных этапах этого процесса меняются масштабы и формы ответственности по имущественным (контрактным) обязательствам.

Дж. Хикс, выделяя наиболее важные процессы, подготовившие условия для развития современных хозяйственных отношений, называет прежде всего широкое распространение акционерной собственности, предполагающей ограниченную ответственность инвестора по обязательствам фирмы (другой предпосылкой он считает формирование денежно-кредитной системы, в которой особую роль играет центральный банк) - см. Hicks 1986, pp. 161-162. Переход к широкому распространению акционерной собственности становится возможным лишь на основе довольно высокого уровня развития рыночных отношений³, когда, в частности, сложилась уже система четкого инфорсmenta частных обязательств.

³ Как известно, А. Смит видел в акционерных обществах источник спекуляций и обмана. Аналогичные представления об акционерной собственности продолжали господствовать и в начале XIX в.

Широкое распространение торговли акциями, в свою очередь, способствует дальнейшему развитию рыночных отношений. До этого времени купля - продажа фирм или предприятий в большинстве отраслей (кроме сельского хозяйства) носила лишь спорадический характер ввиду высоких пороговых величин, определявших доступ на рынок, и непомерных рисков. Функционирование фондового рынка, предполагающее регулярный спрос (в том числе спрос мелких инвесторов) на финансовый эквивалент реального капитала и столь же регулярное предложение значительного количества акций, существенным образом расширяет сферу рыночного регулирования, прежде всего регулирования эффективности корпораций.

1.2. Новые подходы к анализу частной собственности

В современных теоретических моделях, описывающих функционирование собственности, исходным пунктом анализа чаще всего служит собственность на факторы производства, прежде всего на материальные и финансовые активы, а также на человеческий капитал. При этом предполагается, что: во-первых, существует разветвленная структура конкурентных рынков - товарных рынков, рынков труда и капитала и, во-вторых, результаты всех сделок на этих рынках фиксируются системой контрактов. Принципиально важным представляется следующее обязательство: ни один заключаемый контракт не может считаться достаточно "полным". В особенно большей степени это относится к контрактам, предусматривающим наем рабочей силы или аренду (лизинг) какого-либо имущества, скажем, производственного оборудования: невозможно ведь предусмотреть все ситуации, которые могут сложиться и заранее определить права и обязанности сторон в каждом из этих случаев⁴.

Если предположить, что условия контракта фиксированы, то права собственности обнаруживаются прежде всего в связи с неполнотой контрактов. В тех ситуациях, когда выявляется, что контракт не содержит (прямых) указаний на соответствующие права и обязательства сторон,

⁴ Даже если бы существовала "физическая" возможность предусмотреть все возможные случаи и зафиксировать в контракте права и обязательства сторон в каждом из этих случаев, это неизбежно потребовало бы непомерных затрат (транзакционных издержек).

нерегламентируемые условия использования факторов производства определяются их владельцами. Поэтому права собственности определяются в данной концепции как остаточные - по отношению к требованиям контракта - права распоряжения и контроля.

Приводя это определение, еще раз подчеркнем: подобный подход предполагает экономику, в которой существуют не только отлаженная структура соглашений, оформляющих результаты рыночных сделок, но и воспитанная многими десятилетиями "культура контракта". Определение собственности через остаточные права предполагает, что участники хозяйственного процесса уверены в надежности контрактного обязательства (о связи между правами собственности и *credible commitment* см. Diermaier, Ericson, Frye, Lewis 1997).

Поскольку владение факторами производства открывает возможности их "бесплатного" комбинирования в тех или иных пропорциях, нетрудно видеть, что эффективность их использования (равно как и эффективность инвестиций, предварительно осуществляемых владельцами факторов) в большой мере определяется различиями в возможностях доступа к элементам реального и человеческого капитала в начальный период и после заключения сделки.

Тем самым анализ как бы достаточно естественно возвращается к одной из "классических" теоретических проблем, привлекавших особенно большое внимание на протяжении последних десятилетий: характеристики рыночного перераспределения собственности и перехода к лучшему использованию факторов производства в рамках фирмы неразрывно связаны с разработкой моделей вертикальной интеграции. Именно эти проблемы и оказались в центре внимания наиболее известных представителей указанной концепции - О. Харта, С. Гроссмана и Дж. Мура (см. Grossman, Hart 1986; Grossman, Hart 1988; Hart, Moore 1988; Hart, Moore 1990; Hart 1995).

В системе теоретических моделей О. Харта, С. Гроссмана и Дж. Мура (далее - ХГМ) предполагается, что каждый из участников сделки владеет определенным реальным и человеческим капиталом. Стремясь выгодней продать принадлежащие им факторы, владельцы осуществляют некоторые специализированные капиталовложения, которые могут повысить привлекательность конечного продукта и/или снизить издержки производства.

Размеры таких вложений в большей мере зависят от того, обладает ли владелец данного фактора доступом к тем элементам производственного капитала, которым владеют другие участники (каждый из которых может представлять собой фирму). В результате рыночного соглашения между ними возникает новая конфигурация собственности, и образующаяся компания получает в соответствии с условиями контракта возможность более эффективного сочетания ресурсов.

Рыночное перераспределение прав пользования и распоряжения может обеспечивать владельцам факторов производства более высокий доход (по сравнению с доходами, которые могли бы быть получены при других формах использования указанных ресурсов). Вместе с тем стабильность прав собственности и складывающихся контрактных отношений стимулирует собственников к осуществлению тех дополнительных инвестиций, которые ориентируются именно на данное соглашение (*transaction - specific investments*).

Таким образом, в центре анализа ХГМ оказывается перераспределение доступа к специализированным факторам производства и соответственно - рыночная реконфигурация (перераспределение) прав собственности на элементы физического (и в некоторых случаях человеческого) капитала. При наличии ряда условий, формулируемых в моделях ХГМ, такие процессы могут обеспечивать наиболее эффективное использование наличного капитала.

Примечательно, что указанные модели получили распространение в 80-х - 90-х годах нашего столетия, когда наблюдалась значительная активизация весьма специфического рынка, который можно было бы назвать "рынком предприятий": объектом купли - продажи все чаще оказывались отделения фирмы, ее предприятия или даже отдельные цеха. В отличие от перехода из рук в руки стратегического пакета акций дочерней фирмы (*spin off*) здесь речь шла о выделении для продажи (*divestiture*) некоторых хозяйственных или производственных единиц, ранее входивших в состав данной фирмы. Во многих случаях подобные продажи характеризовали реакцию, последовавшую за мощной волной конгломерационных слияний и поглощений⁵.

⁵ В соответствии с результатами обследований М. Портера (выборка, описывающая 33 крупных американских корпорации на протяжении 1950-1986 гг.), почти три четверти

Научно - технические нововведения неизбежно должны менять оптимальную структуру вертикальной интеграции фирм. При этом наиболее прочными, в соответствии с концепцией ХГМ, оказываются те конфигурации собственности, которые объединяют самые "синергичные" факторы производства, т.е. факторы, в наибольшей степени дополняющие друг друга (см., например, Hart 1995, Chapter 2).

Таким образом, расширение сферы рыночных отношений и развитие тех рынков, которые обслуживают "дробление" компаний, а вместе с тем соответствующее перераспределение собственности и свободного доступа к специализированным факторам производства могут обеспечивать более эффективное использование элементов реального капитала.

1.3. Рынок корпоративного контроля и экономическая эффективность

Другой механизм регулирования экономической эффективности связан с рыночным перераспределением акционерной собственности и соответственно со сменой стратегии развития соответствующей корпорации. При изучении этой проблемы в центре внимания оказывается специфический финансовый рынок - рынок корпоративного контроля.

Начнем с рассмотрения мотивов, побуждающих к осуществлению операций на таком рынке. Теория различает две группы стимулов: это "общая" заинтересованность, например, заинтересованность в доходах, которые фирмы распределяют между всеми акционерами в соответствии с количеством принадлежащих им акций, и "частные" интересы, характеризующие особые выгоды тех, кто владеет данной корпорацией (скажем, половиной всех акций плюс одна акция). Рынки корпоративного контроля в отличие от обычных финансовых рынков управляются прежде всего частными выгодами.

Особенности функционирования рынка контроля налагают существенный отпечаток и на процесс формирования цен. Подобно ценам на других

производственных или хозяйственных единиц, которые эти фирмы и приобрели в областях, не связанных с их деятельностью, впоследствии были перепроданы (см. Porter 1987, pp. 43-59).

финансовых рынках, они в особенно большой степени зависят от поступающей информации⁶. Однако в отличие от стандартной модели эффективного финансового рынка здесь невозможно предположить предельно высокую эластичность спроса по цене. Чем сильнее цена акции отличается от ее "фундаментальных" характеристик, тем больше, по-видимому, специфическая "частная" стоимость акции для некоторых покупателей и, следовательно, тем меньше субститутов данной ценной бумаги можно обнаружить на рынке.

В теоретическом анализе процессов поглощений (см. Shleifer, Vishny 1986; Stulz 1988; Holmstrom, Nalebuff 1992 и др.) выводится ряд любопытных соображений, иллюстрирующих зависимость рыночной цены, по которой продаются права собственности на фирму (пакет, содержащий, скажем, более половины всех голосующих акций) от исходной концентрации собственности такие акции, в частности от удельного веса акционерной собственности, принадлежавшей до покупки "внешним" инвесторам и менеджерам рассматриваемой корпорации.

При этом обнаруживается существенная особенность рынка контроля. На товарных или "обычных" финансовых рынках цена товара или финансового актива не зависит непосредственно от характеристик распределения прав собственности на элементы накопленного запаса товаров (финансовых активов). Между тем на рынках корпоративного контроля при прочих равных условиях премия, предполагаемая ценой покупки (bid premium), а вместе с тем и цена приобретения стратегического пакета оказываются тем ниже, чем больше акций до объявления тендера уже принадлежало потенциальному покупателю (или конкурирующим между собой покупателям). Вместе с тем определенные зависимости (вероятно, нелинейные, см. Stulz 1988) связывают цену

⁶ Представляется существенным в этой связи четкое разграничение между характеристиками информационной эффективности рынка - при этом речь идет о некоторых свойствах финансового рынка (см. Fama 1970; Fama 1991) - и эффективности рынка контроля. При повторяющихся операциях инвестирования сами свойства эффективного финансового рынка не только исключают спекулятивный арбитраж, но и существенно ограничивают роль краткосрочных конъюнктурных соображений, особо выделяя возможности долгосрочного накопления капитала. Результаты эмпирических исследований, по-видимому, согласуются с подобными предположениями - см. McConnell, Muscarella 1986.

акционерной собственности на фирму с исходной долей акций, принадлежащих высшим менеджерам рассматриваемой компании⁷.

Интуитивно эти соображения представляются достаточно основательными (большинство из них может быть выведено не только из предположений, используемых в перечисленных моделях). Результаты ряда эмпирических наблюдений⁸, по-видимому, неплохо согласуются с приведенными выше выводами.

С другой стороны, концентрация акционерной собственности у владельцев, традиционно связывающих свои интересы с данной фирмой ("семейная преемственность"), или у "окопавшихся" менеджеров ("entrenched management") во многих случаях может существенно замедлять формирование рынка контроля. В тех случаях, когда значительные пакеты акций все же становятся объектом купли - продажи, перечисленные факторы способствуют увеличению премии, присваиваемой продавцом, и дополнительному повышению цены акций, меняющих владельцев.

Изучая механизмы рыночной смены собственника и контроля, авторы теоретических моделей - С. Гроссман и О. Харт (см. выше), А. Шлайфер и Р. Вишны (Shleifer, Vishny 1986), Д. Хиршлайфер и Ш. Титмен (Hirshleifer, Titman 1990) и др. - обычно предполагают, что многие (все) участники указанных операций могут достаточно точно предвидеть хозяйственные результаты той реорганизации фирмы, которую предпримет новый собственник.

К числу особенно сложных и спорных вопросов, по-видимому, относится вопрос о критериях эффективности, которые используются при оценке последствий перераспределения акционерной собственности. Авторы теоретических моделей в большинстве случаев исходят из следующего предположения: поскольку величина (дисконтированных) чистых доходов непосредственно отражается на стоимости ценных бумаг, эмитированных

⁷ Особенно выгодной, как свидетельствует опыт последних десятилетий, неизменно оказывалась стратегия, при которой покупатель ("рейдер"), оставаясь в тени, сначала скупал понемногу акции облюбованной им компании на "обычном" рынке. Это позволяло обеспечить двойную экономию, поскольку, во-первых, понемногу накапливаемые акции приобретались по сравнительно низким ценам, и во-вторых, выступая впоследствии на рынке контроля владельцы более крупных пакетов обладали конкурентными преимуществами и могли ограничить размер премии при покупке "недостающих" акций.

⁸ См., например, Morck, Shleifer, Vishny 1988; Walkling, Edmister 1985; Hubbard, Palia 1995; Zingales 1995.

данной фирмой, увеличение экономической эффективности должно в конечном счете найти выражение в увеличении рыночной стоимости фирмы⁹.

Исходя из указанных предположений рассмотрим возможное влияние рыночного перераспределения акционерной собственности на экономическую эффективность. Для начала будем полагать, что частная заинтересованность как у прежних владельцев корпорации, так у потенциальных покупателей отсутствует (частная стоимость акций равна нулю). Будем считать также, что переход фирмы к новому собственнику способствует росту общей экономической эффективности; тогда исходная стоимость фирмы w_0N (где w_0 - начальная рыночная стоимость акции, а N - число акций) окажется меньше, чем стоимость акций после реализации прав собственности новым владельцем $w_1 N$, где w_1 - стоимость акций после реорганизации фирмы. В таком случае покупатель сочтет целесообразной покупку акций¹⁰ по повышенной цене, если надбавка в цене одной акции окажется меньше чем $(w_1 - w_0)$.

Эффективный контроль над корпорацией представляет собой общественный товар, поэтому при сильном "распылении" акций между мелкими владельцами могут возникнуть препятствия на пути концентрации акционерной собственности и восстановления связей между собственностью и корпоративным контролем - препятствия, связанные с "эффектом безбилетника" ("free rider's effect"). Но, как показали М. Баньоли и Б. Липман, в подобных играх с конечным числом участников может существовать единственное равновесие Нэша, поскольку рациональный продавец небольшого количества акций в случае конечного числа акционеров не может полагать, что исход борьбы за перехват собственности не зависит от его решений (см. Bagnoli, Lipmann 1988; Teall 1996).

Отказ от продажи акций в надежде на последующий быстрый рост их рыночной стоимости, конечно, может играть существенную роль в практике операций, направленных на перехват собственности и корпоративного контроля. И все же, по-видимому, можно утверждать, что при отсутствии

⁹ При этом дополнительного анализа требуют, разумеется, соотношения, складывающиеся между финансовыми показателями (стоимость фирмы) и "реальной" эффективностью хозяйственных операций, осуществляемых данной фирмой.

¹⁰ Речь идет о приобретении пакета, делающего покупателя обладателем не менее, чем $(0,5N+1)$ акций.

препятствий для конкуренции систематических информационных помех и частных интересов рыночный механизм перераспределения акционерной собственности должен более или менее регулярно обеспечивать эффективное управление фирмой.

Ситуация существенно усложняется с введением в рассмотрение частных выгод. Заметим прежде всего, что оценки этих выгод, играющие столь важную роль в функционировании рынка корпоративного контроля, намного сильнее зависят от качества информации, которой располагает инвестор, чем характеристики стандартных ценных бумаг, скажем, облигаций. Кроме того, перспективы извлечения частных выгод во многих случаях недостаточно стабильны, а возможности реализации выгод, которые, например, может обеспечить "финансовая синергия" сопряжены со значительными рисками.

Наиболее серьезные препятствия для эффективного рыночного перераспределения прав собственности возникают в том случае, когда прежний собственник прав контроля извлекает из своего владения такие частные выгоды, которые существенно превышают частные выгоды потенциального покупателя.

Будем полагать, например, что приобретение акций данной корпорации не приносит сколько-нибудь существенных частных выгод покупателю; пусть его частные выгоды V_1 , по предположению, будут равны нулю. В то же время прежний собственник может извлекать значительные частные выгоды ($V_0 > 0$). Тогда даже в тех случаях, когда смена собственника привела бы к повышению стоимости фирмы ($w_1 > w_0$), сегодняшние владельцы могут отказаться продавать акции на тех условиях, которые оказались бы привлекательными для потенциальных покупателей. Сделка не может состояться, если увеличение рыночной стоимости акции ($w_1 - w_0$) окажется меньше, чем $V_0 / (0,5N+1)$, или иными словами частные выгоды, извлекаемые нынешними владельцами в расчете на одну из $(0,5N+1)$ акций превосходят рост стоимости акции, обусловленный повышением экономической эффективности.

Ситуация еще более ухудшается при концентрации у нынешних владельцев не просто голосующих акций, а таких прав собственности, которые обеспечивают владельцу больше одного голоса ("многоголосые акции"). Как показали С. Гроссман и О. Харт, для функционирования рыночных механизмов, регулирующих эффективное перераспределение акционерной собственности,

особенно важным представляется поддержание соответствия между мерой участия в коллективном принятии решений и мерой присвоения распределяемых по акциям доходов (иначе говоря, строгое соблюдение традиционного принципа "одна акция - один голос" - см. Grossman, Hart 1980, Grossman, Hart 1988).

1.4. Экономические последствия утверждения прав частной собственности: эмпирический анализ

Эмпирическая проверка теоретических выводов относительно эффективного рыночного перераспределения прав частной собственности, по-видимому, достаточно сложна. При характеристике длительных исторических периодов исследователи в ряде случаев ограничиваются констатацией соответствия между формированием институтов современной частной собственности и параллельным процессом ускорявшегося хозяйственного роста (см. North 1981; North 1993, p. 19), а также общими сопоставлениями динамизма который присущ хозяйствам, основанным на современной частной собственности, с низкой эффективностью экономики, базирующейся на централизованной государственной собственности и (военно-) бюрократическом регулировании.

Вместе с тем предпринимаются попытки более строгой статистической проверки некоторых теоретических выводов, например, соображений о той роли, которую играет (должна играть) прочность утверждающихся прав частной собственности.

Так, в обычных межстрановых множественных регрессиях удельный вес государственной собственности сам по себе, как свидетельствуют многие расчеты, по-видимому, не оказывает существенного влияния на темпы экономического роста. Дело меняется, однако, если ввести в рассмотрение некоторые характеристики специфических отношений между частной и государственной собственностью в различных странах. Дж. Скалли и Д. Слотье (G. Scully, D. Slottje 1991) рассчитали особый индекс, предназначенный для того, чтобы оценить меру защиты прав частной собственности от посягательств государства. Используя указанный индекс, Й. Торстенссон (J. Torstensson

1994) смог обнаружить четко выраженную отрицательную корреляцию между темпами роста ВВП, рассчитанными на душу населения, и "степенью ненадежности" прав частной собственности.

С. Нэк и Ф. Кифер использовали для аналогичных целей рейтинговые оценки частных агентств, предоставляющих информацию зарубежным инвесторам. Их расчеты подтвердили наличие достаточно четкой зависимости между надежностью прочностью прав частной собственности (а также основанных на них обязательств) и темпами экономического роста (S. Knack, P. Keefer 1995)¹¹. В другой работе К. Клейг, Ф. Кифер, С. Нэк и М. Олсон отмечают, что рейтинговые оценки институциональной структуры утрачивают статистическую значимость, если в качестве одной из независимых переменных в уравнения регрессии вводятся инвестиции; для авторов это обстоятельство служит свидетельством того, что институциональные характеристики частной собственности оказывают влияние на темпы экономического роста как раз через механизмы накопления капитала (см. C. Clague, P. Keefer, S. Knack, M. Olson 1997, pp. 77-79).

Иной подход к указанной проблеме основан на сравнении эффективности государственных и частных предприятий, функционирующих в различных секторах экономики. При этом используются критерии эффективности, которые, разумеется, существенно отличаются от рассматривавшихся выше: такие сопоставления могут в лучшем случае выявить преимущества индивидуальных фирм в снижении своих издержек или повышении нормы чистого дохода.

Исследования, проводившиеся на протяжении последних десятилетий, охватывают довольно широкий круг отраслей: авиационный транспорт (Davies 1977), автотранспорт (Palmer, Quin, Resendes 1983; Pashigian 1976); энергоснабжение (De Alessi 1977; Peltzman 1971), водоснабжение (Crain, Zardkoohi 1980; Morgan 1977); здравоохранение (Schlesinger, Dorwart 1984; Wilson, Jadlow 1982). Подробное сравнение эффективности частных и

¹¹ Косвенным подтверждением указанных тенденций могут служить также расчеты множественных регрессий, в которых темпы экономического роста обнаруживают существенную положительную корреляцию с различными индексами либерализации экономики, используемыми в качестве независимой переменной (см., например, de Melo, Denizer, Gelb 1997; Leblang 1994).

государственных учреждений проведено также на материалах австралийской банковской системы (Davies 1981). Различия в эффективности функционирования частных и государственных предприятий исследовались и в развивающихся странах (см., например, Funkhouser, McAvoy 1979). Из всех этих расчетов следовал более или менее категоричный вывод о сравнительно большей эффективности частных предприятий.

Э. Бордмэн и Э. Вайнинг в своем обзоре рассмотрели более 50 публикаций, посвященных сравнительному анализу государственной и частной собственности. Основной вывод, включающий результаты их собственных расчетов, авторы формулируют следующим образом: "Результаты исследований свидетельствуют о том, что при учете широкого круга факторов [влияющих на эффективность хозяйственных операций - Р. Э.] крупные промышленные фирмы со смешанной собственностью и аналогичные фирмы, полностью принадлежащие государству, обнаруживают существенно меньшую эффективность по сравнению с подобными им частными компаниями" (Boardman, Vining 1989, p. 29).

Волна интенсивного "дерегулирования" экономики и приватизации, развернувшаяся во многих развитых странах на протяжении 80-х - 90-х годов, также может свидетельствовать о серьезном разочаровании результатами деятельности национализированных (и/или жестко регулируемых) секторов экономики.

1.5. Частная собственность в постсоциалистической экономике

Централизованная социалистическая экономика базировалась на абсолютном господстве государственной собственности¹². Реализация прав государства как верховного собственника осуществлялась с помощью разветвленного аппарата политического и экономического принуждения.

Переход к новым формам хозяйствования и приватизация многих предприятий знаменовали по существу лишь первый шаг в направлении

¹² И в тех случаях, когда формально провозглашались негосударственные фирмы собственности, например, колхозная собственность, она во многих случаях практически была почти неотличима от государственной собственности.

утверждения современных форм частной собственности. На начальных стадиях развития постсоциалистической экономики, когда резко сокращается сфера централизованного планирования и еще не сформировались механизмы рыночного регулирования, особенно остро ощущается нестабильность складывающихся хозяйственных отношений и отсутствие "культуры контракта".

Формирование дисциплины коммерческих обязательств, необходимого, - хотя, конечно, недостаточного - условия реализации прав частной собственности, представляет собой достаточно сложный процесс, в котором экономические факторы тесно переплетены с социально-психологическими. Важную дисциплинирующую роль, разумеется, должны играть решения суда и устанавливаемые им материальные санкции за невыполнение контрактных обязательств. Заметим, однако, что судебное регулирование обязательств может оказаться эффективным лишь в тех случаях, когда существуют непротиворечивая и достаточно полная система соответствующих нормативных актов, сложилась адекватная судебно-правовая инфраструктура и, что представляется особенно существенным, когда нарушения контрактной дисциплины представляют собой, скорее, исключение, чем общее правило.

В современной экономической теории справедливо подчеркивается особая роль неформальных хозяйственных отношений, при которых отказ фирмы от выполнения своих обязательств так или иначе сопряжен со значительным материальным ущербом; такие механизмы некоторые экономисты называют "самореализацией" (self-enforcement) контрактных обязательств - см., например, Klein 1996. Немалую роль в такой самореализации играет, по-видимому, заинтересованность сторон в поддержании установившихся хозяйственных связей, скажем, стремление сохранить стабильные поставки той или иной фирмы или сохранить благоприятную кредитную историю и доверие со стороны крупного банка.

Существенную роль в поддержании дисциплины коммерческих обязательств могут играть и соображения, связанные с поддержанием деловой репутации фирмы.

Несколько иные условия складываются, однако, в постсоциалистической, особенно в российской постсоциалистической экономике. Во-первых, роль

перечисленных выше факторов может проявиться в полной мере лишь тогда, когда участники хозяйственных операций достаточно четко осознают свои долгосрочные интересы; между тем на начальных стадиях перехода к рыночной экономике обычно доминируют краткосрочные соображения (причем интенсивная инфляция способствует развитию этой тенденции). Во-вторых, при интенсивном перекачивании средств из прежних гигантов социалистической промышленности в менее приметные на первых порах частные фирмы и банки рациональная стратегия высшего менеджмента нередко сводится к возможно более яркой демонстрации неплатежеспособности крупных "номенклатурных" фирм и подчеркиванию необходимости дальнейшей правительственной поддержки. Соображения, связанные с поддержанием хорошей репутации, в таких условиях вообще могут распространяться лишь на ограниченный круг различных ситуаций¹³.

Базовые отношения, позволяющие беспрепятственно реализовать права собственности (в том числе требования, зафиксированные в соответствующих контрактах), обычно складываются в ходе длительного развития рыночных отношений. При этом предполагается, что государство, которое должно тщательно следить за соблюдением "правил игры", всегда четко выполняет собственные обязательства. Между тем в современной российской экономике ненадежными оказывались обязательства, которые принимали на себя фактически все участники хозяйственных отношений. Это относится и к государству, которое неоднократно отказывалось от выплаты части предложенных правительством и утвержденных законодательными органами денежных ассигнований (так называемый секвестр бюджета) или от своевременного погашения своих долговых обязательств, и к частным фирмам, не выплачивавшим полностью ни своих долгов поставщикам, ни заработной платы наемным работникам.

Ненадежность как государственных, так и частных обязательств резко сужает круг возможных форм организации рыночных отношений. Неверие в прочность таких отношений, складывавшихся в российской экономике на

¹³ Как замечает К. Эрроу: "Идея, согласно которой интересы предпринимателя предполагают только заботу о поддержании репутации, в действительности не вполне

основе современного распределения собственности, заметно сдерживает рост капиталовложений, особенно долгосрочных (в еще большей мере это относится, по-видимому, к притоку зарубежных инвестиций). Стремительный рост неплатежей и кризис доверия наносят особенно большой ущерб реализации прав частной собственности в сфере банковского и страхового дела, операций на рынках ценных бумаг, сделок на срок, аренды, финансового лизинга и т.п. Между тем ключевую роль в переходе экономики на рельсы рыночного развития должно играть ускоренное развитие современной финансово - кредитной системы.

Рассматривая роль финансовых рынков в формировании новых отношений собственности, ограничимся лишь следующим соображением. Рыночный оборот титулов акционерной собственности - ваучеров, а впоследствии и самих акций мог осуществляться лишь на основе определенного доверия к этим финансовым инструментам. Ведь в отличие от некоторых других финансовых обязательств (таких как, например, американские сберегательные облигации) акция не может быть в любое время предъявлена эмитенту к оплате по фиксированному курсу; у них не существует и сроков, обеспечивающих возможность погашения по номиналу. Наконец, не являются гарантированными и выплаты доходов (дивидендов) по этим бумагам. Покупка акций, предполагающая портфельные вложения (речь не идет о приобретении стратегического пакета акций), основана прежде всего на уверенности в том, что в последующий период на вторичном рынке найдется покупатель, готовый приобрести эти ценные бумаги по цене, не приносящей слишком больших потерь тому, кто вступает сейчас во владение ими. Именно активное функционирование таких рынков укрепляет доверие к котирующимся на них титулам собственности¹⁴.

В некоторых постсоциалистических странах, включая Россию, медленно складывается и, что наиболее существенно, плохо реализуется в практической жизни система нормативных актов, предусматривающая материальную

соответствует действительности: ... обстоятельства всегда будут складываться таким образом, что оказывается выгодным прибегнуть к нарушению правил" (Agrow 1990, p. 139).

¹⁴ Ряд аргументов, подтверждающих тезис, согласно которому в переходной экономике особенно важную роль должно играть доверие к кредитным учреждениям, можно найти в статье Calvo, Frankel 1991.

ответственность предпринимателей по своим обязательствам. Как правительство (федеральные и особенно местные органы власти), так и мощные лоббистские силы в законодательном собрании всемерно тормозят осуществление процедуры принудительного банкротства в отношении крупных ("знаковых") промышленных предприятий и финансовых учреждений.

Поэтому даже в тех случаях, когда судебные органы пытаются произвести принудительное взыскание платежей по контрактным обязательствам, они оказываются практически бессильными¹⁵. В подобных условиях недостаточно четко определенным оказывается и сам круг тех прав частной собственности, которые инвестор предполагает реализовать в последующий период. Ситуация еще более ухудшается в связи с резким усилением "общей неопределенности", характеризующим переход от по-своему упорядоченных отношений централизованного управления к политической демократии и к утверждению экономических свобод.

Таким образом, особенности политического и экономического развития некоторых стран в постсоциалистический период порождают специфическую ситуацию, когда приватизация ряда государственных предприятий и распространение новых частных фирм не сопровождаются развитием адекватного механизма инфорсmenta прав собственности, т.е. механизма который обеспечивал бы достаточно надежную реализацию отношений, предполагаемых правами частной собственности. Поскольку сплошь и рядом невыполненными оказываются и контрактные обязанности, которые берут на себя участники хозяйственных операций, по крайней мере частично утрачивает смысл определение частной собственности через остаточные права (по отношению к условиям, оговоренным в контракте). Для того, чтобы в сегодняшней российской экономике реализовать как права, оговоренные в контракте, так и остаточные права, требуются чрезвычайно большие (во многих случаях "запретительные") издержки. Иначе говоря, до настоящего времени

¹⁵ В ходе опроса предпринимателей (328 предприятий в крупнейших российских городах) предлагалось восемь вариантов ответа на вопрос о том, почему фирмы во многих случаях не обращаются в арбитражные суды. На первом месте среди ответов оказалась ссылка на то, что нарушенные права не удастся восстановить и с помощью арбитражных судов (Handley, Murrel, Ryterman 1998, p. 27). Жалобы на неисполнение решений судов можно встретить и во многих официальных заявлениях руководителей Высшего Арбитражного Суда России.

"надежные обязательства" (credible commitments) не превратились в прочную основу развития рыночных отношений.

В таких условиях ряд собственников прибегает к схемам "частного инфорсmenta", когда принуждение к выполнению обязательств осуществляется некоторыми частными институтами (например, мафиозными или полумафиозными группировками). Дальнейшая логика развития этого процесса довольно очевидна: как только некоторые фирмы стали прибегать к услугам частных "инфорсеров", остальным предпринимателям оставалось только последовать их примеру. Принимая во внимание радикальность средств, используемых в случаях подобного "инфорсmenta", оказывается, что в ряде случаев категорическая сама угроза оказывает давление, приводящее к выполнению обязательств.

Общественные затраты, связанные с подобными схемами осуществления инфорсmenta, непомерно высоки. Вместе с тем на функционирование экономики пагубно сказывается также избирательный характер такого "обеспечения прав" собственника и произвольность шкалы "взысканий" (во многих случаях просто переходящих в уголовные преступления). На место конфликта, который должен был бы разбираться арбитражным судом, приходят гангстерские "разборки" между мафиозными группировками.

В принципе не вызывает сомнений тезис, согласно которому переход функций инфорсmenta прав частной собственности к государству обеспечивает не только снижение затрат в связи с экономией на масштабах (см. D. North 1981), но и требующееся единообразие "правил игры". Весь вопрос заключается в том, что для такого перехода требуются не только более прочные традиции "рыночной цивилизации", а также иная политико-правовая инфраструктура, но и - применительно к современной России - просто иное направление в развитии хозяйственных процессов, все более ограничивающее распространение "двойной бухгалтерии" и налоговых недоимок, коррупции, неплатежей со стороны государства, бартерных операций и т.д.

Вместе с тем процессы рыночного перераспределения собственности в пользу более эффективных владельцев в России с самого начала перестройки тормозились особенностями "инсайдерской" приватизации, затруднявшими процесс оттеснения номенклатурных "красных директоров", а также

неоднократно пересматривавшимися списками предприятий, которые вообще не могут быть приватизированы (а в ряде случаев не могут быть проданы иностранным покупателям). Дополнительные препятствия на пути перехода собственности к крупным предпринимателям, имеющим иностранное гражданство или просто базирующимся в других регионах России, сегодня все чаще воздвигают местные органы власти¹⁶. Тем самым формирующаяся частная собственность во многих случаях продолжает сохранять "нерыночный" характер, а перераспределение такой собственности управляется политическими и прочими мотивами, которые нередко слабо связаны с какой-либо заботой об эффективном использовании приобретаемого имущества.

На финансовых рынках, характеризующихся информационной эффективностью, рыночная цена акции должна совпадать с той оценкой последующего потока (дисконтированных) денежных доходов, которая наиболее точно учитывает всю имеющуюся информацию. Чем полней реализуется информационный элемент цены, тем более благоприятны условия для рыночного перераспределения собственности в пользу эффективного владельца. При этом краткосрочные колебания цен, разумеется, могут характеризоваться многочисленными отклонениями от "фундаментальных" характеристик (см. Black 1986), но в долгосрочном движении рыночных цен неизменно проявляется действие важнейших ("глубинных") экономических факторов. Эмпирические исследования финансовых рынков в развитых странах свидетельствуют о том, что, исходя из реакции рынка ценных бумаг, в большинстве случаев можно составить представление о предстоящих изменениях эффективности и рентабельности соответствующей фирмы (см., например, Nealey, Paley, Ruback 1990).

Действие этого механизма в современной российской экономике наталкивается прежде всего на "непрозрачность" всей финансовой отчетности фирм. Лишь немногие инвесторы могут получить сколько-нибудь надежные сведения о реальных прибылях и убытках, а особенно о перспективах развития

¹⁶ Дополнительные возможности в этой области обеспечивает отсутствие системы действительно независимых учреждений, обеспечивающих ведение реестра акционеров, а в некоторых случаях и доверительное хранение акций владельцев. В развитых странах Запаदा обязанности учреждения - регистратора, как правило оказываются "чисто номинальными"

тех фирм, акции которых котируются на рынке. Даже в тех случаях, когда отсутствует намеренное искажение данных, широкое распространение расчетов в бартерной форме придает отчетности об итогах хозяйственной деятельности фирмы достаточно условный, трудно "расшифровываемый" характер¹⁷.

* * *

Отсутствие механизмов, которые могли бы обеспечивать бесперебойную реализацию прав собственности и ненадежность складывавшихся денежных обязательств, конечно, серьезно ограничивали сферу действия механизмов рыночного регулирования эффективности. И все же уже на начальных стадиях перехода к рыночной экономике начинается радикальная реорганизация хозяйственной деятельности приватизируемых предприятий, причем наиболее оперативное и гибкое приспособление к новым условиям неизменно демонстрируют те фирмы, операции которых основаны на беспрепятственной реализации прав частной собственности. Эмпирические исследования, проведенные на протяжении последних лет, демонстрируют, что в постсоциалистической экономике частные фирмы по большинству изучавшихся характеристик превосходили те предприятия, которые оставались в государственной собственности (см., например, Barberis, Boycko, Shieifer, Tsukanova 1996; Earle, Estrin 1997; Claessens, Djankov 1997; Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski 1997).

Сопоставления такого рода исходят, однако, из критериев функционирования индивидуального предприятия. Между тем эффективность функционирования всей экономики в целом в качестве одного из необходимых условий предполагает согласование и координацию действий различных участников. Такое согласование должна осуществлять система товарных и финансовых рынков. Недостаточно эффективная координация может обнаружиться в невозможности обеспечить реализацию прав частной

(Teweles, Bradley, Teweles 1992, p. 310), тогда как в России от поведения фирм, ведущих реестр, нередко существенно зависит исход борьбы за приобретение стратегического пакета акций.

¹⁷ Изучение факторов, влияющих на цены российских акций, наталкивается на крайнюю ограниченность сколько-нибудь надежных статистических данных. И все же некоторые расчеты, по-видимому, могут свидетельствовать о том, что относительные цены акций нефтяных компаний отражали не столько различия в хозяйственной эффективности указанных фирм (различия, которые могли найти отражение в их балансах), сколько контролируемые компаниями "удельные" (разведанные) запасы нефти.

собственности в связи с неплатежеспособностью ряда участников (а в условиях отсутствия должной финансовой дисциплины - и в связи с нежеланием участников выполнять свои обязательства). "Выпадение" отдельных звеньев в цепи взаимных обязательств ставит под угрозу платежеспособность многих партнеров¹⁸.

Ненадежность хозяйственных обязательств, формирующихся в постсоциалистической экономике, в последнее время особенно наглядно проявлялась в "эпидемическом" распространении кризиса неплатежей. Отсутствие эффективных процедур банкротства и действенных санкций за нарушение контрактных обязательств побуждает как частные, так и государственные предприятия бесконечно оттягивать сроки своих платежей (в условиях интенсивной инфляции подобная стратегия может обеспечивать особенно большие доходы). На определенном этапе развития этот процесс неизбежно приобретает кумулятивный характер. В случае резкого ослабления рыночной дисциплины на смену неплатежеспособности отдельных предприятий (обязательства которых должны были бы быть урегулированы с помощью процедуры банкротства) приходит развал всей системы расчетов и платежей.

В обычных условиях Центральный банк выступает в качестве кредитора "последней инстанции", а, если потребуются, - "конечного плательщика", осуществляющего регулирование денежных расчетов. Возможности такого регулирования, однако, значительно сужаются в условиях, когда в роли крупнейшего неплательщика оказывается само государство. Паллиативные меры, предпринимаемые в таких условиях, обычно направлены на "расширку" некоторых узлов в сети взаимных денежных расчетов; наибольшую поддержку в ходе такого урегулирования платежных обязательств получают, как правило, сравнительно менее эффективные "номенклатурные" предприятия.

Вместе с тем отказ правительства от выплаты средств бюджетным организациям как бы легитимизировал действия миллионов потребителей, в

¹⁸ Имитации в рамках эконометрических моделей могут свидетельствовать о том, насколько высока чувствительность современной системы платежей к возникающим в ней "сбоям" (см. McAndrews, Wasilyev 1995).

свою очередь отказывавшихся платить квартирную плату, переводить деньги коммунальным службам и т.д.

Острый кризис платежной дисциплины, в конечном счете не мог не завершиться крахом гигантской пирамиды государственных долгов и отказом государства и крупнейших частных банков от своевременного погашения обязательств перед зарубежными и внутренними кредиторами.

Переход к более эффективному функционированию постсоциалистической экономики предполагает прежде всего более четко выраженную политическую волю к контролю за соблюдением "правил игры" всеми участниками,¹⁹ к общему укреплению рыночной дисциплины, а вместе с тем переход к осуществлению долгосрочной стратегии, направленной на формирование системы, обеспечивающей условия "самореализации" контрактных обязательств и централизованный инфорсмент прав частной собственности.

Часть 2. Формирующаяся структура собственности и тенденции установления корпоративного контроля

2.1. Основные этапы перераспределения собственности в 90-е гг. и способы консолидации корпоративного контроля

В новейшей российской истории можно выделить следующие основные этапы перераспределения собственности:

- спонтанный приватизационный процесс (1987-1991 гг.);
- массовая приватизация 1992-1994 гг.;
- пост-приватизационное перераспределение собственности (концентрация распыленных акций приватизированных предприятий с 1993 г. как наиболее общий процесс, залоговые аукционы 1995 г., войны “олигархов” 1997 г., переход от наиболее диких к легальным процедурным технологиям корпоративного контроля и перераспределения акционерного капитала в 1996-1998 гг.).

Общим позитивным итогом сложного и противоречивого процесса формирования пост-приватизационной структуры собственности в России стала прежде всего постепенная стабилизация (упорядочивание структуры) прав собственности: от аморфной и дисперсной структуры к появлению явных (формальных, основанных на праве собственности) или скрытых (неформальных, основанных на реальной власти в корпорации) полюсов корпоративного контроля. Этот процесс был тесно связан с позитивными изменениями в сфере рынка ценных бумаг, норм корпоративного права, законодательства в целом (схема 1 Приложения).

По оценкам ФКЦБ, в 1996 г. борьба за контроль завершилась в 25 % российских корпораций, в начале 1998 г. - в 50 %. Хотя даже в 1997-1998 гг. еще не приходится говорить о реальном экономическом эффекте такой стабилизации (тем более что перераспределение продолжалось, и система в целом оставалась нестабильной), тем не менее, на наш взгляд, предпосылки уже имели место. Финансовый кризис 1998 г. существенно изменил ситуацию.

Прежде всего необходимо выделить наиболее общие направления пост-приватизационного перераспределения собственности, которые выявились в 1993-1998 гг.:

- агрессивная либо “согласованная” скупка различных по размеру пакетов акций на вторичном рынке (у работников, инвестиционных институтов, брокеров, банков);

- лоббирование конкретных сделок с пакетами акций, остающихся у федеральных и региональных властей (остаточная приватизация, доверительное управление и др.);

- добровольное или административно-принудительное вовлечение в холдинги или финансово-промышленные группы.

При этом для первых лет пост-приватизационного перераспределения собственности (1993 - 1996 гг.) наиболее характерны самые разнообразные приемы, связанные со сделками на первичном (приватизационном) и вторичном рынке. Хотя и применительно к 1997-1999 гг. нельзя сказать об очень заметном прогрессе в области защиты прав акционеров, но именно в этот период - 1993-1996 гг. - нарушения корпоративного законодательства как следствие борьбы за контроль приобрели наиболее “дикие” формы (вычеркивание неудобного акционера из реестра, голосование на общем собрании акционеров поднятием рук, а не по принципу “одна акция-один голос” и др.).

Следует также отметить, что указанные процессы характерны преимущественно для той части российских предприятий, по поводу которых, во-первых, потенциально могли возникнуть конкурентные отношения “инсайдер” – “аутсайдер” (т.е. рентабельных или перспективных), и, во-вторых, сама дирекция имела конкретные стратегические планы на будущее. Если же дирекция продолжала пассивное существование, мало интересуясь дальнейшей

²⁰ Приведем некоторые примеры нарушения прав акционеров, типичные для менеджеров российской АО в 1994-1996 гг.: устанавливается минимальная величина пакета акций, позволяющая претендовать на избрание в управляющие органы АО; информация об общем собрании утаивается или умышленно задерживается; устанавливаются разнообразные высокие сборы и комиссионные (за участие в собрании, за регистрацию сделок по купле/продаже акций, за предоставление копий документов и т.п.); вводится голосование поднятием рук вместо голосования по принципу “одна акция - один голос”; выпускаются “особые” (отличные от предусмотренных законодательством привилегированных) акции, дающих право на “особые” дивиденды; формируются “карманные” советы директоров, состоящих из директора, главного бухгалтера и некоторых других руководителей АО; препятствия продаже акций предприятия на сторону; скупка этих акций за счет АО по

судьбой АО, то перспективами АО могли стать в лучшем случае - поглощение аутсайдером, в худшем - использование активов АО дирекцией для личных нужд.

По сути, базовым конфликтом всех этих лет *был конфликт между старыми менеджерами, ожесточенно отстаивающими свои позиции, и потенциальными “захватчиками” контроля.* Это касалось большинства российских предприятий, хотя и по разным причинам (финансовые потоки и прибыль, ведение счетов, экспортная ориентация, земельный участок и иная недвижимость, сегмент рынка или отраслевая специализация, представляющие интерес для зарубежной компании аналогичного профиля и др.).

В России борьба менеджеров за контроль (помимо чисто криминальных методов) осуществлялась с помощью следующих методов²¹:

- опциона на 5 % акций и закрытой подписки (1 вариант льгот) или закрытой подписки (2 вариант льгот) в процессе приватизации;
- покупки акций АО на приватизационных конкурсах и аукционах;
- покупки акций принадлежащими менеджменту фирмами (фондами);
- выкупа акций АО самим АО, в том числе с последующей продажей выкупленных акций работникам и администрации (ее компаниям) для увеличения доли “инсайдеров” в ущерб внешним акционерам;²²
- контроля части или всех акций работников (через коллективный траст в форме закрытого АО и др.);
- траста на управление госпакетом акций;

заниженной цене у мелких акционеров; эмиссия и размещение новых выпусков акций подставным лицам без ведома акционеров по заниженной цене; манипуляции с реестром акционеров накануне собраний; отказ в регистрации; продажа имущества АО по заниженной стоимости через подставных лиц (фирмы) без ведома акционеров и т.д.

²¹ Следует иметь в виду, что некоторые из этих методов утратили актуальность с завершением приватизационных процедур, другие стали невозможны в 1996-1999 гг. в силу появления правовых ограничений.

²² Так, по данным одного из опросов ФКЦБ (ФКЦБ, 1996b), в 1995 г. из 172 опрошенных АО 41 % респондентов отметил факт скупки своих акций. При этом 62 % из компаний, которые скупала свои акции, указывали, что акции были проданы затем работникам и администрации. По официальным данным Госкомстата РФ, на 1 января 1997 г. 5474 обследованных АО (только с государственным участием, включая РАО “ЕЭС России” и “Ростелеком”) эмитировали 67,6 млрд. акций, из которых 0,02 % (или 16,8 млн. штук) были выкуплены обществом у акционеров, 1 % (656 млн. штук) передан в траст или в холдинг, 0,005 % (3,5 млн.) передано в залог (Кобринская, 1997).

- контроля за реестром акционеров (особенно для АО с числом акционеров менее 500), а также ограничения доступа к реестру акционеров или манипуляций им;

- изменения размера уставного капитала АО, в том числе целенаправленное уменьшение (разводнение) доли конкретных “чужих” акционеров через размещение акций новых эмиссий на льготных условиях среди администрации и работников, а также “дружественных” внешних и псевдо-внешних акционеров;

- общей стратегии распыления акционерного капитала в целом для затруднения скупки акций потенциальным “захватчиком”;

- покупки “остаточных” пакетов акций в ходе денежной приватизации (многие менеджеры увеличивали “свои” пакеты даже в том случае, если не было конкуренции аутсайдеров);

- скупки акций работников;

- введения различных материальных и административных санкций по отношению к работникам-акционерам, намеревающимся продать свои акции “постороннему” покупателю;

- альянсов менеджеров-акционеров с “дружественными” аутсайдерами;

- привлечения местных властей для введения административных ограничений деятельности “чужих” посредников и фирм, скупающих акции работников;

- судебных исков, “поддерживаемых” местными властями;

- введения ограничений (квот) владения акциями в уставе;

- организации контроля за рынком акций данного АО (через инфраструктуру и др.).

- использования асимметрии информации в борьбе с “агрессорами” или имеющимися уже внешними акционерами;

- организации размещения дополнительных эмиссий по принципу “узкого горла” (в недоступных местах и в ограниченный период времени);

- осуществления фиктивных банкротств с последующей скупкой продаваемых активов.

Очевидно, что стратегия и мотивы существенно различаются в зависимости от субъекта, заинтересованного в конкретном пакете. Так,

например, даже для узкого круга крупнейших российских нефтегазовых компаний первоначальная стратегия отсечения чужих акционеров была совершенно различной: у НК «ЛУКОЙЛ» - максимальное распыление выпущенных акций и последующая скупка через дочерние и дружественные компании, у РАО «Газпром» - установление жестких административных лимитов для аутсайдеров и организация двойного рынка (внутреннего и зарубежного) своих акций, у НК «Сургутнефтегаз» - использование собственного пенсионного фонда для «самовыкупа» акций и попытки размывания доли аутсайдеров через новые эмиссии, у НК «ЮКОС» - «дружественное» поглощение банком, затем легализованное размывание государственной доли с использованием схем реструктуризации задолженности федеральному бюджету.

Большинство из указанных приемов с равным успехом применялась и аутсайдерами, заинтересованными в захвате контроля. Если для эмитентов рынок ценных бумаг является прежде всего одним из способов консолидации собственного контроля, то мотивы аутсайдеров гораздо более многообразны. В частности, мотивы инвестирования в корпоративные ценные бумаги коммерческих банков в 1992-1998 гг. (при всех известных правовых и финансовых ограничениях) можно сгруппировать следующим образом:

- установление контроля над конкретным перспективным приватизируемым предприятием (чаще всего для ведения счетов, контроля финансовых потоков, экспортной выручки и т.п.);
- покупка акций для создания определенных плацдармов экспансии в те или иные отрасли;
- скупка акций приватизированных предприятий в пользу крупных иностранных и отечественных инвесторов (комиссионный доход или курсовая разница при перепродаже пакета акций);
- политика поглощений для последующей минимальной реструктуризации и перепродажи;
- получение пакета акций в качестве компенсации за долги;
- перераспределение в свою пользу части доходов от продажи акций, принадлежащих государству;

- обладание своеобразным "страховым фондом" (учитывая, что государство не допустит банкротства промышленных гигантов и, скорее всего, пойдет даже на субсидии или какие-то льготы, которыми может воспользоваться и внешний акционер);

- владение акциями крупнейших промышленных АО для создания имиджа серьезного инвестора.²³

Что касается других институциональных инвесторов, то корпоративные ценные бумаги были слабо представлены в структуре их инвестиционных портфелей.²⁴ Страховые компании и пенсионные фонды (за исключением дочерних структур некоторых крупных корпораций) традиционно ориентировались на государственные ценные бумаги. Некоторым исключением являлись чековые инвестиционные фонды, которые в силу своего происхождения стали держателями относительно крупных пакетов акций приватизированных предприятий. Чаще всего эти фонды выполняли брокерские функции: перепродавали акции целенаправленно менеджерам предприятий или передавали последним акции в траст, составляли портфели для иностранных инвесторов. Некоторые фонды действовали как портфельные инвесторы спекулятивной направленности. Только очень небольшая часть этих фондов, созданных опять же крупными корпорациями, являлась долгосрочным держателем пакета акций материнской корпорации в интересах консервации контроля. Паевые инвестиционные фонды и общие фонды банковского управления как сравнительно новая разновидность коллективных инвесторов пока вряд ли могут рассматриваться как серьезный институт в контексте процессов перераспределения собственности.

В рамках и на фоне общего процесса консолидации контроля в российских корпорациях можно выделить по крайней мере *два существенных подэтапа*.

Во-первых, для конца 1995-1997 гг. характерна специфическая фаза пост-приватизационного перераспределения собственности, связанная с завершением

²³ Подробно см.: Radugin, 1997. По данным Центрального банка России, в начале 1998 г. в корпоративные ценные бумаги и уставные капиталы других организаций было вложено 3,9 % активов коммерческих банков. Инвестиции через дочерние компании банковских холдингов не поддаются точной оценке (первые попытки ввести консолидированную отчетность предприняты в июле 1998 г.). Наибольшие проблемы при этом возникают тогда, когда банк не является материнской компанией холдинга, а лишь входит в финансово-промышленную группу на одном из уровней контроля.

передела собственности *в ряде ключевых компаний России*. В некоторых из них уже была достигнута договоренность между основными центрами влияния, и консолидация контроля носила безболезненный характер (НК “ЛУКОЙЛ”, НК “Сургутнефтегаз”). В других компаниях финальная стадия консолидации контроля затянулась в силу продолжавшегося противоборства заинтересованных сторон (федеральные и региональные власти, естественные монополии, крупнейшие банки и промышленные предприятия), интенсивного лоббирования, а также сохранения в государственной собственности крупных пакетов акций. В силу этого целый ряд крупнейших сделок этого периода сопровождался громкими скандалами (“Связьинвест”, “Норильский никель”, крупные нефтяные компании).

Практическим воплощением этого процесса стали залоговые аукционы 1995 г. и выкуп заложенных пакетов в 1997-1998 гг., войны “олигархов” 1997 г., легализованное размывание государственных долей, конвертация долгов в ценные бумаги, продажа дебиторской задолженности, доверительные схемы, скупка векселей, манипулирование дивидендами по привилегированным акциям и др.²⁵ Катализаторами данных процессов выступали как президентские выборы (1996 и 2000 гг.), так и более долгосрочные финансово-экономические интересы соперничающих группировок.

Во-вторых, со вступлением в силу закона “Об акционерных обществах”, появлением целого ряда других нормативно-правовых документов, некоторым улучшением ситуации в сфере исполнения законодательства²⁶ в 1996-1999 гг. все чаще используются и чисто *процедурные приемы*, в том числе с нарушением корпоративного законодательства:

- акционеры не уведомляются вообще, либо уведомляются не в установленный законом срок о собраниях акционеров, либо не уведомляются о существенных вопросах повестки дня собраний;

- советы директоров не переизбираются на общем собрании, как этого требует законодательство;

²⁴ Подробно см.: ФКЦБ, 1997.

²⁵ Подробно см.: ИЕТ, 1998; Radygin, 1997.

²⁶ В данном случае речь идет даже не столько о реальных успехах в сфере информента или положительных сдвигах в судебной системе, сколько о декларативном ужесточении мер к нарушителям и использовании методов показательного-демонстрационного характера (в силу объективной невозможности контролировать все нарушения).

- внешние инвесторы под различными предложениями не допускаются в советы директоров, которые носят “закрытый” для чужих характер;
- осуществляется противодействие независимому аудиту финансовой деятельности АО, на котором настаивают внешние акционеры;
- не соблюдаются процедурные требования голосования на общих собраниях;
- ущемляются права мелких акционеров при распределении дивидендов;
- нарушаются права акционеров при обмене акций (введении единых акций холдинга).

Тем не менее наиболее широко используемым способом избавления от аутсайдеров остается размывание доли “чужих” акционеров - как в Совете директоров, так и в уставном капитале эмитента - в пользу крупнейших акционеров (холдинга). Для этого могут применяться и производные механизмы: конвертируемые облигации, дробление или консолидация акций, переход на единую акцию и др. В холдингах в случае наличия у аутсайдера права вето (свыше 25 % голосующих акций) на дополнительную эмиссию применяются т.н. трансфертные цены и перераспределение активов между материнской и дочерними компаниями без учета интересов мелких акционеров.

Наиболее известны конфликты 1997-1998 гг. в нефтяных компаниях “ЮКОС” (перевод средств из дочерних компаний), “Сиданко” (попытка выпуска и размещения конвертируемых облигаций по цене ниже рыночной для размещения среди дружественных структур), “Сибнефть” (перевод активов в холдинг и дискриминация мелких акционеров дочерних компаний при переходе на единую акцию).

К нарушениям прав акционеров можно отнести и широко распространенные действия менеджеров по бесконтрольной “перекачке” активов АО в свои личные компании и на свои счета в России и за рубежом, а в лучшем случае - установление себе за пределами высоких окладов (при многомесячных невыплатах заработной платы рядовым работникам-акционерам и/или невыплате дивидендов). Причиной такой активности является прежде всего неустойчивая ситуация в области корпоративного контроля, которая и стимулирует менеджмент к подготовке “золотых парашютов”.

2.2. Изменения в структуре собственности в 90-е гг. и проблема эффективного собственника

В целом для современного процесса перераспределения собственности характерны две параллельные базовые тенденции: укрепление менеджеров (как акционеров или же субъектов, реально контролирующих предприятие) и растущее “вторжение” аутсайдеров. При этом общим фоном такого перераспределения является дальнейшая концентрация собственности.

Рассматриваемые проблемы характерны не только для России, но и для других стран с переходной экономикой.

В странах, где с самого начала был взят курс на привлечение внешних (квази-внешних) инвесторов, борьба за контроль по понятным причинам не получила заметного развития. Точно также интенсивность этой борьбы за контроль в АО ниже в тех странах, где модель массовой приватизации привела в итоге к концентрированной собственности с прозрачной структурой владения акциями (Чехия).

В итоге наиболее острая борьба развернулась там, где доминировала “распыленная” собственность как итог массовой приватизации или инсайдерской модели (в рамках или независимо от массовой приватизации). Крупные акционеры, в том числе инсайдеры-менеджеры, продолжают скупать акции у мелких. В Албании - при минимальных льготах инсайдерам - немедленно вслед за массовой приватизацией началась волна перепродаж акций мелкими акционерами более крупным, причем преимущественно неофициально (минуя Центр регистрации акций). В Македонии борьба за контроль и, соответственно, концентрация собственности, наиболее быстрыми темпами происходит в АО, где структура владения не является “аморфной”, а тяготеет к менеджерам (их “командам”). В Польше в тех 853 компаниях, которые были созданы занятыми в рамках “прямых продаж”, доминирующей тенденцией является концентрация капитала в руках менеджеров. В Словении менеджеры развернули поистине войну против аутсайдеров, вплоть до внесения в уставы АО различного рода ограничений их прав.

К специфическим особенностям борьбы за контроль в странах с переходной экономикой следует отнести и некоторые ее инструменты:

- обмен пакетами акций между инвестиционными фондами (Чехия), между государственными социальными фондами, банками (Хорватия);

- использование института доверительного управления для государственных пакетов акций (Россия);

- консолидация (в том числе перекрестная) акций разными способами в замкнутых отраслевых, региональных, межотраслевых, межрегиональных группах предприятий (Россия, Венгрия).

Показательная (в том числе для России) тенденция отмечается в Польше. В соответствии с польским законодательством разрешены как именные, так и предъявительские, как обыкновенные, так и привилегированные акции. Именно последние были особенно популярны в первые годы приватизации как давно известное средство удержания контроля в АО. Потребовалось несколько лет для осознания того факта, что это отталкивает потенциальных инвесторов, готовых к прямым вложениям на основе дополнительных эмиссий. С середины 90-х гг. многие польские АО, заинтересованные в инвестициях, начали сокращать долю привилегированных акций.²⁷

Применительно к российской практике, видимо, имеет смысл отождествлять (в духе трактовки американской SEC применительно к инсайдерским сделкам) такие категории, как:

- “инсайдеры” (внутренние акционеры) - “менеджеры” и “крупные акционеры”;

- “аутсайдеры” (внешние акционеры) - “мелкие акционеры” (до 10 % акций, т.е. не имеющие возможности процедурного давления и с которыми, соответственно, могут не считаться менеджеры и крупные акционеры).

Один из нюансов российской ситуации состоит в том, что в России мониторинг крупных сделок (соответственно крупного участия в акционерном капитале) с низкой эффективностью осуществляется *только в целях антимонопольного регулирования*. В то же время такой мониторинг (прозрачность участия) не менее важен для предотвращения инсайдерских сделок в ущерб “внешним”/“мелким” акционерам, не получающим доступа (в

²⁷ Bohm A., ed. “Economic Transition Report 1996”. - Ljubljana: CEEP, 1997.

отличие от менеджеров/крупных акционеров) к не раскрываемой публично информации об АО,

С точки зрения динамики структуры акционерного капитала необходимо выделить следующие ключевые тенденции (таблица 2):

- сокращение доли работников, темпы которого замедлились в 1995-1998 гг.;²⁸

- стабилизация или рост доли администрации (менеджмента);²⁹

- значительное увеличение доли внешних крупных инвесторов (которая тем не менее возросла медленнее в 1996-1998 г. по сравнению с 1994-1995 гг.);

- стабилизация или сокращение доли мелких внешних инвесторов (физических лиц);

- последовательное сокращение доли государства.

В целом можно сделать вывод о совокупном сокращении доли внутренних акционеров (за счет снижения доли рядовых работников) и росте доли внешних и псевдо-внешних акционеров в капитале АО.

Структура владения акциями в крупнейших российских АО, безусловно, отличается от “типовой” (таблица 3 Приложения). Для них характерны:

- высокие доли участия ФПГ и холдингов, включая государственные;

- существенно меньшая (против “типовой”) доля занятых всех типов;

- относительно высокая доля нерезидентов различных типов.

Конечно, любая количественная оценка будет достаточно условной, если учесть значительное присутствие среди формальных внешних акционеров компаний, прямо или косвенно принадлежащим менеджерам АО или дружественным по отношению к ним. Косвенным подтверждением этому может служить высокая доля коммерческих предприятий и холдингов среди держателей крупных или контрольных пакетов АО. На практике такие

²⁸ Отмеченное в опросе (3) (таблица 2 Приложения) увеличение доли работников в 1995-1996 гг. связано, видимо, прежде всего с сознательной политикой дирекции, направленной на распыление акций дополнительных эмиссий среди работников в целях предотвращения установления внешнего контроля.

²⁹ По всей видимости, отмеченная в опросе (1) (таблица 2 Приложения) тенденция к формальному сокращению доли менеджеров также связана с распылением акционерного капитала в 1995-1996 гг. Также можно предположить, что часть акций, полученных менеджерам в рамках закрытой подписки и на вторичном рынке, была “переведена” в другие компании во

коммерческие предприятия (холдинги) часто представляют собой не что иное, как созданного дирекцией торгового посредника для мобилизации прибыли АО, которая в том числе используется и для выкупа акций АО при приватизации и на вторичном рынке. Аналогичные механизмы хорошо известны, например, в Словении и других странах.

Что касается иностранных инвесторов (и в “типовых”, и в крупнейших АО), то главной проблемой здесь остается идентификация реального происхождения инвестиций. Во многих случаях речь идет лишь о репатриации вывезенных из России капиталов.

В целом, несмотря на постепенную концентрацию владения акциями и рост доли внешних акционеров *в капитале АО*, их *роль в управлении АО* пока неадекватна их возрастающей доле в капитале АО. Безусловно, по мере увеличения доли аутсайдеров в капитале АО их возможности - в том числе с использованием защитных правовых механизмов - будут усиливаться.

Важно также обратить внимание еще на одну принципиальную тенденцию. Для второй половины 90-х гг. характерен специфический *процесс слияния функций менеджеров и аутсайдеров* в российских корпорациях. Менеджеры постепенно становятся и акционерами в корпорации, аутсайдеры по мере консолидации контроля начинают функционировать в качестве менеджеров. Этот процесс носит конфликтный характер и пока не играет решающей роли, однако в перспективе имеет важнейшее значение для сглаживания пока острейших корпоративных конфликтов и дальнейшей стабилизации прав собственности в корпорациях.

Некоторым косвенным подтверждением этому являются данные о смене менеджеров в 100 крупнейших российских АО (Хорошев, 1998). Так, 50 % генеральных директоров этих АО вступили в должность после 1992 г., причем 25 % - в 1997 г. До вступления в должность они в 36,4 % случаев вообще не работали в данных компаниях, в 45,5 % случаев - занимали должность заместителя генерального директора и в 18,2 % случаев - иную должность в данной компании. При этом средний возраст генеральных директоров составлял 50-65 лет, 19 % из них были моложе 40 лет.

избежание социальной напряженности (или частично продана реально внешним акционерам). В целом это не означает, конечно, утраты контроля со стороны менеджеров.

Доля государства в акционерном капитале большинства предприятий (за исключением стратегических отраслей и ряда крупнейших АО) фактически не играет ключевой роли. Если дирекция и часть внешних крупных акционеров могут быть отнесены к “активным” группам акционеров, то к наиболее “пассивным” группам акционеров относятся именно государство и рядовые работники предприятий.

Примером согласованного использования государства как акционера в корпоративном конфликте негосударственных субъектов может быть случай дополнительной эмиссии акций Саянского алюминиевого завода (СаАЗ). Хотя проблемы корпоративного контроля в алюминиевой отрасли имеют многогранный финансово-политический характер, представляет интерес собственно технология. Так, увеличение весной 1998 г. уставного капитала СаАЗ в 2,5 раза (открытая подписка) привело к снижению доли государства с 15 до 6,15 % и доли частной Trans-World Group (TWG) ниже блокирующего пакета.³⁰ Дополнительная эмиссия была выкуплена компаниями группы “Сибирский алюминий”, куда входит и СаАЗ. Хакасский фонд имущества выступил на стороне группы, проголосовав своим пакетом за эмиссию. Инициированное TWG судебное разбирательство не изменило ситуации, так как СаАЗ затем безвозмездно передал государству часть акций для восстановления 15-процентной доли государства (6,15 % из которых затем проданы на приватизационном конкурсе).

Среди наиболее существенных тенденций, связанных с возникновением такой структуры, необходимо выделить по крайней мере следующие.

Если происходит процесс концентрации собственности, то рано или поздно - и по мере развития правовой базы - формируется относительно прозрачная система корпоративного контроля с доминирующими “ядрами” акционеров. Наиболее принципиальным в этой связи является вопрос *о роли концентрированной собственности* в повышении эффективности корпорации и корпоративного управления в пост-приватизационный период.

³⁰ По имеющимся экспертным оценкам, реальной целью этой эмиссии было размывание именно доли государства и TWG. Менеджеры СаАЗ были первоначально назначены самой TWG (контролировавшей в совокупности более 50 % акций), но пошли также против TWG, хотя и, видимо, также выкупили (не “размыли”) часть акций группы.

Очень часто именно концентрированная собственность (концентрированный контроль) в разных формах указывается в качестве основного экономического механизма корпоративного контроля, который формирует базу для реального влияния инвесторов, сам по себе усиливает правовую защиту и позволяет минимально апеллировать к судебным решениям проблем. Большинству стран с переходной экономикой - с разной степенью успеха, законодательно или на уровне идеологии, через обязательные схемы или спонтанным путем - ориентировались на модель концентрированной собственности. На уровне гипотезы предполагалось, что модель корпоративных отношений, которая базируется на более концентрированной структуре собственности и незначительной роли инсайдеров (как работников, так и менеджеров), будет благоприятствовать и прогрессу в области финансов и экономической эффективности. Эта гипотеза фактически устанавливала связь между моделью корпоративного управления (контроля), эффективностью такого управления и эффективностью предприятия.

Как показывает практика³¹, результаты реализации этой идеологии оказались крайне противоречивы, а предварительные оценки не могут быть достоверными на уровне обобщений.

С одной стороны, имеющиеся данные Леонтьевского центра (Санкт-Петербург) позволяют говорить о более высоком уровне эффективности деятельности приватизированных предприятий в промышленности России (таблица 4 Приложения). При этом прослеживаются следующие закономерности: (1) “глубокоприватизированные предприятия” эффективнее

³¹ Теория, в свою очередь, не дает однозначного ответа на этот вопрос. По некоторым имеющимся оценкам, результаты исследования корреляции между концентрацией собственности, контролем за управлением и ростом курсовой стоимости акций компании даже в странах со стабильной рыночной экономикой весьма неоднозначны (Грэй, Хэнсон, 1994). Некоторые из них подтверждают, что концентрация собственности приводит к улучшению работы корпораций в развитых отраслях с несложной технологией. Другие исследователи, изучающие предполагаемые теорией причинно-следственные связи, выдвигают гипотезу о том, что структура владения скорее зависимая, чем независимая переменная. Есть также предположение о том, что в некоторых отраслях промышленности высококонцентрированное владение полезно, тогда как в других наоборот, но рынок всегда подтолкнет фирму к оптимальному решению. Некоторые нюансы существуют также в зависимости от размера корпорации (Demsetz, Lehn, 1985). Вместе с тем концентрация собственности в корпорации имеет и издержки, связанные с возможными конфликтами интересов между крупными и мелкими акционерами (описанная в литературе проблема общего и частного интереса). Таким образом, вряд ли возможен какой-либо однозначный вывод, тем более применительно к нестабильной переходной экономике.

“среднеприватизированных”, а обе группы приватизированных предприятий эффективнее государственных предприятий; (2) показатели эффективности предприятий, приватизированных в 1993 г., выше, чем у предприятий, которые были вовлечены в этот процесс в 1994-1995 гг. Если предположить, что уровень концентрации владения акциями выше на тех предприятиях, которые были вовлечены в приватизационный процесс раньше (что в целом соответствует общероссийской тенденции), то с некоторой долей условности можно говорить и большей эффективности предприятий с концентрированной собственностью.

Другим косвенным подтверждением большей эффективности предприятий с высококонцентрированной собственностью могут быть приводимые целым рядом исследователей сравнительные данные 1995-1997 гг. о деятельности предприятий с разными типами доминирующих собственников. Во многих случаях наилучшие показатели хозяйственной деятельности свойственны тем предприятиям, где собственность сконцентрирована у менеджеров на небольших и средних предприятиях и некоторых типов аутсайдеров на крупных предприятиях, хотя есть и противоположные данные (см.: Aukutsionek, Kapeliushnikov, Zhukov, 1998; Клепач, Кузнецов, Крючкова, 1996; Earl, Estrin, Leshchenko, 1995).

Многочисленные факты деятельности мажоритарных собственников (как менеджеров, так и аутсайдеров) в ущерб интересам развития корпораций также хорошо известны. Набор обвинений достаточно стандартен и может быть в равной степени применен к собственникам предприятий в других странах с переходной экономикой: стремление контролировать только финансовые потоки и экспортные операции, неоправданное раздробление предприятия, распродажа или сдача в аренду активов в ущерб акционерам и предприятию, позиция “free rider” при решении стратегических задач, отношение к своему пакету акций как объекту спекуляции, использование пакета как залога под кредиты и т.д. В особенности это касалось финансовых институтов, ставших акционерами в ходе и после приватизации.

Одним из объяснений такой ситуации, по крайней мере в России, могут быть следующие соображения. Если “аморфная” система корпоративного контроля (т.е. отсутствие видимых признаков контроля даже при наличии

контроля неформального) консервируется, то это чревато для предприятия потерей ориентиров даже среднесрочного развития и отсутствием инвесторов. Проблема состоит в том, что при аморфной системе - хотя бы и с реальной концентрацией контроля у какого-либо субъекта - исчезают как ответственность за состояние дел в корпорации, так и контроль за “ответственными” со стороны акционеров. Одновременно нет и внешних механизмов контроля (правовых и рыночных) для обеспечения такой ответственности. Отсутствуют и столь важные для привлечения инвестиций отработанные механизмы защиты прав инвесторов.

Соответственно с точки зрения дальнейших институциональных изменений большое значение имеет определенность в вопросе об “*эффективном (ответственном) собственнике*”, ставшем в последние годы одним из мифологических персонажей многих официальных программ и концепций.

В целом проблема “эффективного собственника” в большой мере связана и с макроэкономическими условиями, налогообложением, наличием эффективной системы исполнения контрактных обязательств и т.д. Парадоксальным явлением в ряде стран с переходной экономикой, в том числе в России, стало возникновение дуалистичного восприятия самого понятия “эффективный собственник”.

Наиболее примитивная трактовка (свойственная, например, официальной идеологии государственных ведомств) отождествляет “эффективного собственника” и “владельца (частного) крупного или контрольного пакета акций”. Отсюда вытекает понятная и простая с точки зрения бюрократии задача “механического конструирования” новых ответственных собственников. На определенной стадии “конструирования” такого собственника оказывается, что “эффективный собственник” (будь то владелец определенного пакета акций или сохраняющий контрольные позиции менеджер) не является эффективным с точки зрения формальной логики государства: не платит заработную плату работникам, не платит налоги, не заинтересован в развитии предприятия, создает дочерние компании для “выкачивания” активов, оставляя лишь “юридическую оболочку” АО, и т.д.

Одновременно этот же собственник (держатель контрольных функций) является эффективным как конкретный экономический агент с учетом той конкретной среды, в которой он вынужден функционировать (сверхвысокие и запутанные налоги, бартер, наличные расчеты, криминальное окружение, стремление потенциальных “внешних акционеров” установить контроль лишь ради захвата финансовых потоков АО и др.). В данном случае он эффективен, так как он максимизирует прибыль именно как собственник (держатель контрольных функций) в заданных ему конкретных условиях, защищая АО от внешних факторов дестабилизации сложившейся ситуации.

Конечно, картина была бы неполной без учета собственных финансовых амбиций того субъекта, который сохраняет или установил контроль в АО. Степень криминализации поведения такого субъекта зависит уже от многих экономико-правовых и социально-психологических факторов. Диапазон такого поведения чрезвычайно широк: от создания “центров прибыли” вне АО, но в интересах его развития, до различных схем выкачивания средств корпорации на собственные счета за рубеж. В этой связи становится очевидным тот факт, что для проведения в жизнь государственной идеологии “эффективного собственника” требуются адекватные меры государства *практически по всем направлениям экономической реформы.*

2.3. Особенности рынка корпоративного контроля (поглощения)

“Рынок корпоративного контроля” (угроза враждебного поглощения и смены менеджеров), как и угроза банкротства, является одним из ключевых внешних механизмов корпоративного управления. Многие исследователи считают рынок поглощений единственным механизмом защиты акционеров от произвола менеджеров. Отмечается, что этот метод наиболее эффективен тогда, когда необходимо “сломить” сопротивление консервативного совета директоров, незаинтересованного в рационализации (раздроблении) компании, особенно если речь идет о высокодиверсифицированной компании (Coffee, 1988). В обширной теоретической литературе подробно анализируется также взаимосвязь поглощений с “частной” (особенной) выгодой крупных акционеров

и повышением экономической эффективности после перехода контроля к новому собственнику.

Вместе с тем эффективность этого метода для последующего улучшения корпоративного управления все больше подвергается критике. В частности, отмечается тот факт, что опасность поглощения толкает менеджеров только к реализации краткосрочных проектов из-за опасений снижения курсовой стоимости акций. Другие критики полагают, что поглощения служат лишь интересам акционеров и не учитывают интересы всех “соучастников”. Наконец, всегда существует риск дестабилизации деятельности как компании-покупателя, так и поглощенной компании (см. Грей, Хэнсон, 1994)

Оценка масштабов этого процесса в России зависит от выбранного методологического подхода. При наиболее широком подходе многие крупные приватизационные сделки могут расцениваться как дружественное или враждебное поглощение, и тогда значимость этого процесса для корпоративного сектора в 1992-1999 гг. исключительно высока.

Если подойти с позиций более строгих дефиниций, то речь применительно к России может идти только о (1) пост-приватизационном периоде; (2) единичных вторичных транзакциях; (3) крупных компаниях. Альтернативные ограничения в данном случае носят объективный характер (как для слияний, так и для поглощений): необходимость крупных денежных средств (кредитов), которые доступны лишь крупнейшим компаниям (банкам) или возможность мобилизовать значительные пакеты акций для обмена.

Собственно, *слияния* корпораций в строгом смысле (т.е. участие равных фирм, дружественная сделка, согласованная сделка крупных фирм без скупки акций мелких держателей, обмен акциями или создание новой компании) пока не стали заметным явлением в России. Этот процесс традиционно активизируется на стадии экономического роста и тенденции к росту курсов акций, тогда как в условиях России он чаще рассматривается в качестве возможного антикризисного механизма, в политическом контексте или как институциональная формализация технологической интеграции.

Так, переход на единую акцию в нефтяной компании “ЛУКОЙЛ”, по оценкам, можно рассматривать как финал интеграции, которым стало полное слияние компании в единую финансово-экономическую структуру (дочерние

компания фактически слились с холдингом).³² Среди наиболее известных примеров 1998-1999 гг. - несостоявшееся слияние нефтяных компаний “ЮКОС” и “Сибнефть”, объявленное слияние ОАО “Ижорские заводы”(Санкт-Петербург) и ОАО “Уралмаш-Заводы” (Екатеринбург), объявленное слияние Нефтекамского автозавода (Башкирия) и Камского автозавода (Татария).

По сути (без технических деталей, связанных с размерами компаний, пропорциями обмена акций и т.д.), слияния и *дружественные поглощения* можно рассматривать как синонимы. Для дружественных поглощений (по договоренности сторон) рынок капиталов также не требуется, равно как и нет видимой связи с проблемами корпоративного управления. Этот процесс наиболее характерен для российской практики после приватизации. Он имел место во многих созданных корпорациях и носил преимущественно технологический характер: восстановление старых хозяйственных связей, борьба за доли рынка, вертикальная интеграция.

НК “Сургутнефтегаз”, например, в отличие от НК “ЛУКОЙЛ”, завершала процесс технологической интеграции через серию поглощений (АО “КИНЕФ” и ряд компаний нефтепродуктообеспечения). Типичным оформлением этого процесса можно считать ФПГ и перекрестные связи (владения) вокруг крупных корпораций (особенно химия, строительство). Следует также отметить высокую политизацию этого процесса и активную роль федеральных и/или региональных властей (особенно Башкирия, Татарстан)

Фактически только *враждебные поглощения* гипотетически ведут к компенсации несовершенства корпоративного управления через насильственную смену менеджеров. Этот рынок - собственно рынок корпоративного контроля - не получил пока большого развития в России (состоявшиеся же сделки обычно не анонсируются). Среди основных ограничений для широкого развития этого рынка, актуальных и в 1999 г., можно выделить:

³² При этом акции самой НК остались относительно привлекательны и ликвидны (подробнее см. Ляпина, 1998), как и в ряде случаев *полных* поглощений с изъятием акций поглощенной компании (НК “Сургутнефтегаз”), что нехарактерно для поглощений с приобретением лишь контрольного пакета (случай НК “Сиданко”, поглотившей АО “Черногорнефть”, и др.).

- необходимость консолидации крупных пакетов акций, тогда как в России акционерный капитал (несмотря на тенденцию к концентрации) остается довольно распыленным, а на рынке даже при наивысшей его активности в 1996-1997 гг. обращалось не более 5-7 % акций “голубых фишек”;

- структура собственности в корпорации должна быть относительно четкой и зафиксированной, тогда как в России в 1998-1999 гг. вновь интенсифицируется процесс перераспределения прав собственности (но это одновременно и стимул для развития процесса поглощений);

- недостаточность ликвидных ресурсов в условиях финансового кризиса.

Тем не менее первый опыт враждебных поглощений в России относится уже к середине 90-х гг. (см. Radygin, 1996b). Известной (хотя и неудачной) попыткой публичного проведения операции поглощения (public tender offer) стала попытка захвата кондитерской фабрики “Красный Октябрь” летом 1995 г. группой банка “Менатеп”. Другой хорошо известным случаем стала покупка холдингом “Инкомбанка” контрольного пакета акций кондитерского АО “Бабаевское”. Многие крупнейшие банки (финансовые группы) и фонды портфельных инвестиций практиковали поглощения компаний в самых разных отраслях для последующей перепродажи нерезидентам или стратегическим инвесторам. В 1997-1998 гг. опять же в пищевой промышленности известны примеры поглощений региональных пивоваренных компаний группой “Балтика”, поглощения в фармацевтической, табачной отраслях, в производстве потребительских товаров.

Одним из интересных примеров попытки захвата контроля является конфликт 1997 г. между РАО “Газпром” и группой “ОНЭКСИМбанка”-“МФК-Ренессанс”. Последняя проводила интенсивную скупку акций и охоту за доверенностями на голосование для участия в общем собрании акционеров РАО “Газпром”. Целью группы был захват 1 из 11 мест в совете директоров РАО “Газпром”, причем, в тот период это место было фактически блокирующим (остальные делились пополам между РАО и государством). Этот захват, тем не менее, не удался, группа в итоге отступила.

По имеющимся оценкам, посткризисная финансовая ситуация 1999-2000 гг. может ускорить темп слияний и поглощений в тех секторах экономики, где потенциальная готовность к этому уже имела до кризиса. Это прежде всего

пищевая и фармацевтическая отрасли, черная и цветная металлургия, сотовая связь, банковский сектор (Камстра, 1998). В качестве основных специфических черт этого потенциального процесса можно выделить:

- существенная активизация этих процессов в тех отраслях, где поглощения не требуют значительной концентрации финансовых ресурсов;

- акцент в политике поглощений на те компании, которые сравнительно дешевы в настоящее время и могут усилить независимость покупателя от внешней среды;

- высокая степень рационализации этих процессов (в отличие от докризисной общепринятой политики захвата любых потенциально прибыльных объектов);

- возможность увеличения числа международных слияний и поглощений, связанного с низкой стоимостью и финансовыми проблемами российских компаний в условиях финансового кризиса;

- сохраняющаяся оппозиция региональных властей в тех случаях, когда “агрессор” не связан с местной региональной элитой;

- появление благоприятных общепромышленных стимулов для упорядочивания структуры акционерного капитала (под угрозой враждебного поглощения) в затронутых отраслях.

Заключение

Итогом приватизации в странах, которые использовали массовую или инсайдеровскую модели, стала в большинстве случаев значительная дисперсия собственности. При этом инсайдеровская модель могла быть реализована и официально, и спонтанно в ходе массовой модели. Чем выше степень вовлеченности инсайдеров в приватизацию, тем выше и первоначальная дисперсия, и аморфность собственности. Вместе с тем, на наш взгляд, пока отсутствуют признаки явной связи между имеющейся пост-приватизационной структурой собственности и формирующейся в стране правовой моделью корпоративного управления. Более того, имеются примеры явного противоречия между структурой собственности de facto и заимствованными в странах с развитым законодательством правовыми концепциями корпоративного управления.

По всей видимости, это является следствием другого противоречия: с одной стороны, доминирование идеологии “концентрированной собственности” как средства эффективного корпоративного управления и, с другой стороны, объективно распыленная и аморфная собственность на первом пост-приватизационном этапе. Даже в тех странах, где по итогам массовой приватизации сложилась тем не менее концентрированная собственность, ее эффект подрывается пока:

- жесткими и нерегулируемыми (в праве) конфликтами интересов;
- “абсентеизмом” многих даже крупных аутсайдеров в отношении долгосрочного управления корпорацией;
- сопротивлением менеджеров, представляющих, как правило, всех инсайдеров;
- слабыми правовыми нормами защиты прав аутсайдеров (крупных и особенно мелких). Возможно, что игнорирование интересов мелких акционеров в большинстве стран есть следствие идеологии концентрированной собственности.

³³ Точнее было бы сказать, что это даже не идеология в строгом смысле (т.е. воплощаемая в правовых концепциях, постоянной политике государства), а в большей степени

Последние положения свидетельствуют также о том, что пока нет оснований говорить о прямой связи между высококонцентрированной собственностью и эффективностью корпоративного управления. Это означает также и то, что “с первой попытки” в большинстве стран с переходной экономикой поиск “реальных ответственных собственников” не удался.

Прямым следствием более интенсивной борьбы за контроль, в свою очередь, является и более затяжной характер формирования четкой модели корпоративного контроля и управления. К примеру, в России можно выделить следующие ключевые признаки сложившейся сегодня “промежуточной” структуры владения акциями:

- длительное сохранение паритета между внешними и внутренними инвесторами;

- совмещение менеджерами ролей акционера и управляющего, ролей внешнего (через свои компании, фонды и др.) и внутреннего (администрация) акционера;

- среди внешних инвесторов поддержание паритета между банками, с одной стороны, и небанковскими финансовыми институтами и иными юридическими лицами, с другой;

- медленные (взаимокомпенсируемые) сокращения участия в акционерном капитале работников предприятий и рост мелких внешних инвесторов.¹

Формирование такой модели означает, помимо других особенностей, и длительное воспроизводство условий для конфликта интересов и нарушений прав акционеров, и, следовательно, необходимость интенсивной и централизованной государственной политики.

Проводившиеся нами исследования практики корпоративного управления, возможностей и взаимоотношений внутренних и внешних акционеров в рамках российских корпораций дают основания для гипотезы о становлении в России смешанной модели корпоративного управления и контроля.

С одной стороны, структура акционерного капитала имеет тяготение не столько к дисперсной англо-американской модели (где контроль за

“благое пожелание” и наивное стремление переложить вопросы эффективности на спонтанный процесс концентрации.

³⁴ Подробно этот вопрос анализируется в: Radygin, 1996b.

менеджерами основан на ликвидности и прозрачности рынка), сколько к континентальной европейской модели с четким мажоритарным контролем капитала (в силу выявленного процесса концентрации акционерного капитала). С другой стороны, в настоящее время (особенно после августа 1998 г.) нет оснований утверждать, что российские банки в состоянии эффективно выполнять функции корпоративного контроля (и стратегического владения акциями), свойственные коммерческим банкам в континентальной Европе. Это связано как с корпоративной политикой менеджеров предприятий, так и с отсутствием связи “стратегический держатель акций (траста, залога) – источник финансирования” применительно к банкам.

Отсюда следует и вывод о том, что формирующаяся модель пока заметно не влияет на улучшение показателей эффективности деятельности приватизированных предприятий. Хотя большая часть пакетов акций сконцентрирована у относительно крупных институциональных держателей, она не предназначена на данном этапе для долгосрочного управления и контроля предприятия, и, следовательно, не является стимулом для долгосрочных инвестиций, связанных с реконструкцией и развитием предприятий. В этом контексте проблемы развития рынка корпоративных ценных бумаг и инвестиционных институтов (прежде всего механизма трансформации рынка преимущественно крупных пакетов в рынок, рассчитанный на множественную инвестиционную базу) приобретают особое значение как предмет государственного регулирования.

Сохраняющаяся на многих предприятиях доминирующая роль менеджеров обуславливает наличие следующих ограничений для развития эффективной модели корпоративного управления:

- конфликты менеджеров (акционеров) и внешних акционеров (инвесторов) могут негативно повлиять на правомерность принятых в АО решений или блокировать принятие последних;
- нестабильная структура собственности негативно сказывается на финансово-экономическом положении предприятий (ибо все “стороны” стремятся к извлечению краткосрочных доходов);
- нет четких гарантий использования полученных эмитентом средств от инвесторов в интересах долгосрочного развития предприятия (эти средства

могут быть использованы на скупку собственных акций эмитента, просто переведены на счета других компаний и лиц в России и за рубежом в качестве “золотых парашютов” для менеджеров и др.);

– незаинтересованность в раскрытии информации об АО отталкивает иностранных инвесторов (а для раскрытия информации по международным стандартам необходим и переход на международные стандарты бухгалтерского учета).

Несмотря на описанные выше ограничения, ситуация не является, на наш взгляд, бесперспективной. По мере постепенной стабилизации структуры прав собственности в российских корпорациях все больше эмитентов сможет предложить надежный (в данном случае в смысле наличия “твердого ядра” собственников) “товар”, который будет оцениваться уже только по стандартным макроэкономическим и финансовым параметрам. Свидетельством этому являются вполне успешные выпуски ценных бумаг нескольких крупнейших российских АО.

Помимо объективной потребности в инвестициях, важным фактором является постепенное осознание менеджерами того факта, что инвестиции могут быть получены только в двух случаях:

– при наличии стабильной репутации компании (сюда входят финансовые показатели, прозрачность, отношение к акционерам и кредиторам и т.д.);

– при подкреплении недостаточной репутации компании имущественными гарантиями. Для менеджеров это ведет, в частности, к осознанию неизбежного обмена “власти (собственности)” на “инвестиции”.

В соответствии с вышесказанным можно сделать некоторые выводы касательно относительно оптимальной структуры владения акциями на “переходный период” и минимальных требованиям к состоянию дел в области корпоративного управления на конкретном предприятии:

- Предприятие должно быть “глубокоприватизированным” – с долей государства менее 25%. При наличии значительной доли государства принципиальное значение имеют срок и безусловность закрепления пакета в собственности государства;

- На предприятии должно быть “твердое ядро” частных акционеров, имеющих квалифицированный контроль, простое большинство или, по крайней

мере, доминирующее влияние в управлении АО. При отсутствии такого “твердого ядра” высока вероятность контроля инсайдеров, что не привлечет инвесторов;

- Минимальным требованием к структуре собственности должно быть наличие одного или нескольких частных внешних акционеров (не связанных с менеджерами) с долями не менее 10% голосующих акций, которые в состоянии осуществить контроль за использованием ресурсов в интересах АО;

- Отсутствие корпоративных конфликтов, что является, в частности, и показателем отношения менеджеров к внешним акционерам (кредиторам);

- Готовность предприятий (директоров) к раскрытию информации.

Источники

Афанасьев М., П.Кузнецов, А.Фоминых (1997): Корпоративное управление глазами директората (по материалам обследований 1994-1996 гг.). - В: Вопросы экономики, № 5, с. 84-101.

Браверман А., В.Люкманов, Д.Иванов (1995): "Корпоративный капитал: структура и динамика". - В: Рынок ценных бумаг. № 12, с. 14-18.

Васильев А."История Востока", Т.1 Москва 1998.

Госкомстат РФ (1999): "Социально-экономическое положение России. 1998 год." М.

ИЭППП / ИЕТ (1998): Российская экономика в январе-сентябре 1998 года. Тенденции и перспективы. М.

ИЭППП / ИЕТ (1998): Экономика переходного периода. М.

Камстра М. (1998): Макроэкономические факторы интеграции компаний. - В: Эксперт, 1998, № 46, 16 ноября, с. 24.

Клепач А., П.Кузнецов, П.Крючкова (1996): "Корпоративное управление в России в 1995-1996 гг." - В: Вопросы экономики, № 12, с. 73-87.

Кобринская Л. (1997): "Эмиссионная деятельность акционерных обществ". - В: Журнал для акционеров, № 11, с. 13-15.

Леонтьевский центр (1996): "Сравнительный анализ экономических результатов работы российских предприятий различных форм собственности". Москва, Санкт-Петербург, Международный центр социально-экономических исследований "Леонтьевский центр".

Ляпина С. (1998): Слияния и поглощения - признак развитой рыночной экономики. - В: Рынок ценных бумаг, 1998, № 8, с. 17-20.

Радыгин А. (1994): "Реформа собственности в России: на пути из прошлого в будущее". М.: Республика.

Радыгин А., В.Гутник, Г.Мальгинов (1995): Структура акционерного капитала и корпоративный контроль: контрреволюция управляющих? - В: Вопросы экономики. N 10, с. 47-69.

ФКЦБ (1996): "Владение акциями компаний и корпоративное управление в Российской Федерации". Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. Май 1996.

Хорошев С. (1998): Реформа собственности. - В: Журнал для акционеров, 1998, № 2, с. 44-46.

Arrow K. Interview. - "Economics and Sociology. Redefining Their Boundaries: Conversations with Economists" Ed. by R. Swedberg, Princeton University Press 1990.

Aukutsionek S., R.Kapeliushnikov, V.Zhukov (1998): Dominant shareholders and performance of industrial enterprises. - In: The Russian Economic Barometer, 1998, N 1, pp. 8-41.

Bagnoli M., Lipman B. Successful Takeovers Without Exclusion. - <<Review of Financial Studies>> vol. 1 (1988), pp. 89-110.

Barberis N., Boycko M., Shieifer A., Tsukanova N. How Does Privatisation Work? Evidence from the Russian Shops: - <<Journal of Political Economy>> Vol. 104 (1996), pp. 764-790.

Black F. Noise. - <<Journal of Finance" Vol. 41 (1986), pp. 529-543.

Blasi J., M.Kroumova, D.Kruse (1997): "Kremlin capitalism: the privatization of the Russian economy." Cornell University Press-Ithaca.

Boardman, A. Vining Ownership and Performance in Competitive Environments: a Comparison of the Performance of Private, Mixed and State-Owned Enterprises. - <<Journal of Law and Economics>> Vol. 32 (1989), pp. 1-33.

Bohm A., ed. (1997): "Economic Transition Report 1996".- Ljubljana: CEEPН.

Calvo G., Frankel J. Credit Markets, Credibility and Economic Transformation. - <<Journal of Economic Perspectives>> Vol. 5 (1991), pp. 139-148.

CEEPN (1996): Seventh Annual Conference on Economic Transition. December 6-7, 1996, Dubrovnic, Croatia. Country Reports.

Claessens S., Djankov S. "Politicians and Firms: Evidence From Seven Central and Eastern European Countries". The World Bank Washington 1997.

Clague C., Keefer P., Knack S., Olson M. Institutions and Economic Performance: Property Rights and Contract Enforcement. - <<Institutions and Economic Development. Growth and Governance in Less-Developed and Post - Socialist Countries>> Ed. by C.Clague. The Jonh Hopkins University Press 1997

Crain, A. Zaardkoohi A Test of the Property Rights Theory of the Firm: Water Utilities in the United States. - <<Journal of Law and Economics>> Vol. 21 (1978), pp. 395-408.

Davies D. Property Rights and Economic Behavior in Private and Government Enterprises: The Case of Australia's Banking System. - <<Research in Law and Economics>> Vol. 3. Ed. by R. Zerby JAI 1981, pp. 111-142.

Davies D. Property Rights and Economic Efficiency: The Australian Airlines Revisited. - <<Journal of Law and Economics>> Vol. 20 (1977), pp. 223-226.

De Alessi L. Ownership and Peak - Load Pricing in the Electric Power Industry. - "Quarterly Review of Economics and Business" Vol. 17 (1977), pp. 7-26.

De Melo M., Denizer C., Gelb A.. From Plan to Market: Patterns of Transition. - <<Macroeconomic Stabilization in Transition Economies>> Ed. by M. Blejer, M. Skreb. Cambridge University Press 1997, pp. 17-72.

Diermeier D., Ericson J., Frye T., Lewis S. Credible Commitment and Property Rights: The Role of Strategic Interaction Between Political and Economics Actors. - <<The Political Economy of Property Rights. Institutional Change and Credibility in the Reform of Centrally Planned Economies>> Ed. by D. Weimer. Cambridge University Press 1997, pp. 20-42.

Earl J., S. Estrin (1995): Employee Ownership in Transition.- Stanford University: CISAC.

Earl J., S.Estrin, L.Leshchenko (1995): The Effects of Ownership on Behavior: Is Privatization Working in Russia? The World Bank workshop "Are Russian Enterprises Restructuring?" April 11-12.

Earle J., Estrin S. "Privatization versus Competition: Changing Enterprise Relations in Russia". London Business School and Central European University 1997.

EBRD (1998): EBRD Transition Report 1998.

Fama E. Efficient Capital Markets II. - <<Journal of Finance>> Vol. 46 (1991), pp. 1575-1617.

Fama E. Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. <<Journal of Finance>> Vol. 25 (1970), pp. 383-417.

Frydman R., Gray C., Hessel M., Rapaczynski A. "Private Qwnership and Corporate Governance: Some Lessons from Transition Economies" Research Report № 97-28 New York University 1997.

Funkhouser R., McAvoy P. A Sample of Observations on Comparative Prices in Public and Private Enterprises. - <<Journal of Public Economics>> Vol. 11 (1979), pp. 353-368.

Grossman S., Hart O. One Share - One Vote and the Market for Corporate Control. - <<Journal for Financial Economics>> Vol. 20 (1988), pp. 175-202.

Grossman S., Hart O. Takeover Bids, the Free - Rider Problem, and the Theory of Corporation. - <<Bell Journal of Economics>> Vol. 11 (1980), pp. 42-64.

Grossman S., Hart O. The Costs and Benefits of Ownership: a Theory of Vertical and Lateral Integration. - <<Journal of Political Economy>> Vol. 94 (1986), pp. 691-719.

Handley K., Murrel O., Ryterman R. Law, Relationships and Private Enforcement: Transactional Strategies of Russian Enterprises, mimeo, 1998.

Hart O. "Firms, Contracts, and Financial Structure" Clarendon Press. Oxford. 1995

Hart O., Moore J. Incomplete Contracts and Renegotiation. - <<Econometrica>> Vol. 56 (1988), pp. 755-786.

Hart O., Moore J. Property Rights and the Nature of Firm. - <<Journal of Political Economy>> Vol. 98 (1990), pp. 1119-1158.

Healey P., Palepu K., Ruback R. "Does Corporate Governance Improve After Mergers?" NBER Working Paper №3348 (1990).

Hicks J. "A Theory of Economic History". Oxford University Press. 1986

Hirshleifer D., Titman S. Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids <<Journal of Political Economy>> Vol. 98, pp. 295-324

Holmstron, B. Nalebuff To the Raider Goes the Surplus? A Reexamination of the Free - Rider Problem. - <<Journal of Economic Management Strategy>> Vol. 1 (1992)

Hubbard G., Palia D. Benefits of Control, Managerial Ownership, and the Stock Returns of Acquiring Firms. - <<Rand Journal of Economics>> Vol. 26 (1995), pp. 782-792

Klein Why (Hold - Ups) Occur: Self - Enforcing Range of Contractual Relationships. - << Economic Inquiry>> Vol. 34 (1996), pp. 444-463

Knack S., Keefer P. Institutions and Economic Performance: Cross - Country Tests Using Alternative Institutional Measures. - <<Economics and Politics>> Vol. 7 (1995), pp. 207-227

Leblang "Property Rights, Democracy and Economic Growth" T. Jefferson Program in Public Policy Working Paper №27 College of William and Mary 1994

McAndrews J., Wasilyev G. "Simulations of Failure in a Payment System". Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper 1995

McConnel J., Muscarella C. Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. - <<Journal of Financial Economics>> Vol. 14 (1986), pp. 399-422

Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management Ownership and Market Valuation: on Empirical Analysis. - <<Journal of Financial Economics>> Vol. 20 (1988), pp. 293-315

Morgan D. Investor - Owned vs. Publicly Owned Water Agencies: An Evaluation of the Property Rights Theory of the Firm. - <<Water Resources Bulletin>> Vol. 13 (1977), pp. 775-781

North D. "Structure and Change in Economic History" W.W. Norton 1981

North D. Institutions and Credible Commitment. - <<Journal of Institutional and Theoretical Economics>> Vol. 149 (1993), pp. 11-23

North D., R. Thomas "The Rise of the Western World". Cambridge University Press 1973

Palmer J., J. Quinn, R. Resendes A Case Study of Public Enterprise: Grey Coach Lines, Ltd. - "Crown Corporations in Canada" Ed. by R. Prichard. Butterworths 1983, pp. 369-446

Pashigian P. Consequences and Causes of Public Ownership of Urban Transit Facilities. - <<Journal of Political Economy>> Vol. 84 (1976), pp. 1239-1260.

Peltzman S. Pricing in Public and Private Enterprises: Electric Utilities in the United States. - <<Journal of Law and Economics>> Vol. 14 (1971), pp. 109-147

Porter M. From Competitive Advantage to Corporate Strategy. - <<Harvard Business Review>> May - June 1987, pp. 43-59

Radygin A. (1992): "Spontaneous privatization: motivations, forms and stages".-In: Studies on Soviet Economic Development. Birmingham, Vol.3, N 5, pp. 341-347

Radygin A. (1995): "Privatisation in Russia: Hard Choice, First Results, New Targets". London: CRCE-The Jarvis Print Group

Radygin A. (1996): "Securities Markets Development and its Relationship to Corporate Governance in Russia". Paris, OECD: DAFFE/MC/EW (96)25, 1996, pp. 2-79.

Radygin A. (1997): "Corporate Governance Through the Banks: The Experience of Russia." OECD AGP 11th Plenary Session, Rome, 18-19 September 1997, Room Doc. DAFF/PRIV/AGP/11/1.

Radygin A. (1997): "Corporate Governance Through the Banks: The Experience of Russia." OECD AGP, 11th Plenary Session, Rome, 18-19 September 1997, Room Doc. DAFF/PRIV/AGP/11/1.

Radygin A. (1998): Corporate Securities Market Development in Russia. - In: Capital Market Development in Transition Economies. Country Experience and Policies for the Future. Paris, OECD, 1998, ch. 9, pp. 161-188.

Scully G., D. Slottje Ranking Economic Liberty Across Countries. - <<Public Choice>> Vol. 69 (1991), pp. 121-152

Shleifer A., R. Vishny Large Shareholders and Corporate Control. - <<Journal of Political Economy>> Vol. 94 (1986), pp. 461-488

Stulz R. Managerial Control of Voting Rights. - <<Journal of Financial Economics>> Vol. 20 (1988), pp. 25-59

Teall R. A Binomial Model for the Valuation of Corporate Voting Rights. - <<Journal of Business, Finance and Accounting>> Vol. 23 (1996), pp. 603-616

Teweles R., E. Bradley, T. Teweles "The Stock Market" 6-th ed. John Wiley and Sons, 1992

The World Bank - OECD (1997): "Between State and Market: mass privatization in transition economies." Ed. by Ira W. Liberman, Stilson S. Nestor, Rai M. Desai. The World Bank-OECD.

The World Bank (1996): "From plan to market." World Development Report 1996. Oxford University Press.

Torstensson J. Property Rights and Economic Growth: on Empirical Study. - <<Kykkos>> Vol. 47 (1994), pp. 231-247

Walking R., R. Edmister Determinants of Tender Offer Premiums. - <<Financial Analysts' Journal>> Vol. 27 (1985), pp. 27-37

Weingast Constitutions as Governance Structures: the Political Foundations of Secure Markets. - <<Journal of Institutional and Theoretical Economics>> Vol. 149 (1993), pp. 286-311

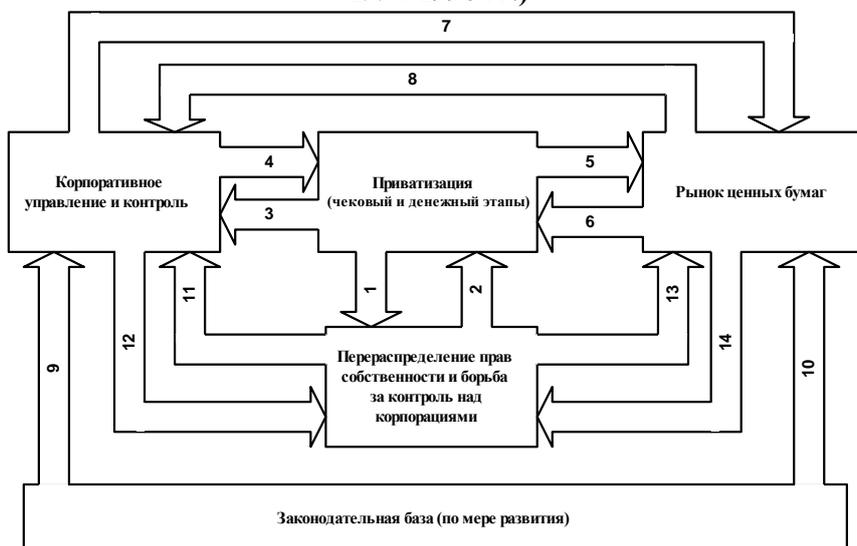
Wilson G., J. Jadjow Competition, Profit Incentives, and Technical Efficiency in the Nuclear Medicine Industry. - <<Bell Journal of Economics>> Vol. 13 (1982), pp. 472-482

Zingales L. What Determines the Value of Corporate Votes? - <<Quarterly Journal of Economics>> Vol. CX, pp. 1075-1110

Приложение

Схема 1.

Взаимодействие процесса приватизации, корпоративного управления, рынка ценных бумаг и перераспределения прав собственности на начальной (первичной) постприватизационной стадии в переходной экономике (опыт России 1994-1996 гг.)



- (1) - спонтанный процесс перераспределения по окончании стандартных массовых процедур (чековой модели) приватизации;
- (2) - формирование денежной модели приватизации под воздействием текущих бюджетных интересов и борьбы за контроль над корпорациями;
- (3) - формирование конкретных объектов для формирования модели корпоративного управления (новые корпорации);
- (4) - лоббирование методов "остаточной" приватизации под влиянием складывающейся структуры владения акциями;
- (5) - возникновение и развитие объектов торговли и первичной инфраструктуры рынка;
- (6) - наличие условий (среды) для осуществления продаж пакетов акций на рынке;
- (7) - конфликтные и слабоурегулированные взаимоотношения менеджеров и акционеров как фактор, тормозящий развитие рынка и его инфраструктуры; влияние на ценообразование на рынке ценных бумаг;
- (8) - недостаточное развитие рынка как фактора внешнего контроля в системе корпоративного управления; влияние на формирование конкретной страновой модели корпоративного управления;
- (9) - постепенное регулирование системы прав и взаимоотношений в корпорации;
- (10) - постепенное регулирование и обеспечение гарантий перехода прав собственности;
- (11) - формирование конкретной страновой модели корпоративного управления и контроля;
- (12) - постепенная "легализация" и упорядочение перераспределения прав собственности;
- (13) - прямое противоречивое влияние на (а) текущее состояние рынка, включая ликвидность, ценообразование и др.; (б) формирование модели рынка;
- (14) - вторичный рынок как ключевой механизм перераспределения прав собственности на пост-приватизационной стадии.

**Таблица 1. Структура владения акциями в российских АО в 1994-1999 гг. :
данные различных обследований, %***

	(1)			(2)			(3)			(4)		
	Итог прив	1994	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1995	1997	1999
1. Внутренние всего	66	66	58	62	56	56	65	55	58	58,5	51,6	51,3
- работники	47	44	43	53	43	40	56	39	40	48,5	39,5	36,3
- дирекция	19	22	12	9	13	16	9	16	18	10	12,1	15
- коллективный траст	-	-	3	-	-		-	-	-	-	-	-
2. Внешние всего	10	16	33	21	33	34	22	33	33,6	31,7	41,3	45,3
2.1. Юридические лица всего			23	11	21	25	-	23	24,52	20,7	23,6	22,8
- банки	-	-	2	-	1,5	-	-	1	1,6	1,6	1,2	1,7
- инвестфонды	3	5	5	-	6	-	-	6	5	7,2	4	5,2
- поставщики, покупатели и др. фирмы	-	-	3	-	3	-	-	5	3	8,1	12,9	11,8
- холдинги и ФПГ	-	-	3	-	1	-	-	1	2,6	3,5	4,9	3,4
- другие	-	-	10	-	9,5	-	-	10	12,32	0,3	0,6	0,7
2.2. Физические лица	3	6	8	10	11	9	-	9	6	9,6	13,2	15,6
2.3. Иностранные	-	-	2	-	1	-	-	1	1,6	1,7	5,1	7,6
3. Государство	20	12	9	17	11	10	13	13	9	9,5	6,5	2,7
Всего*	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(1) - Опрос 1994 г. охватывает 88 приватизированных предприятий Москвы, Санкт-Петербурга, Урала и Нижнего Новгорода. Опрос в 4-м квартале 1995 г. - 1-м квартале 1996 г. охватывает 312 приватизированных предприятий (12 отраслей промышленности) Москвы, Санкт-Петербурга, Урала и Нижнего Новгорода. Коллективный траст не отмечен в других опросах и в другие годы. Данные Ноттингемского университета. Источник: Афанасьев, Кузнецов, Фоминых, 1997, с. 87.

(2) - Сводная оценка А.Радыгина на основе данных опросов 1994-1996 гг. Госкомимущества РФ (400 предприятий), ФКЦБ и группы мониторинга фондового рынка ФКЦБ (250 и 889 предприятий), ИЕТ (174 предприятия), которые в совокупности охватывают все регионы России. В строках "юридические лица" и "физические лица" реально приводятся данные о крупных и мелких внешних акционерах. При этом следует учитывать, что мелкие акционеры для 1994 г. и для 1995 г. - до 5 % уставного капитала, для 1996 г. - до 1 % акций. Приведенные показатели рассчитаны как невзвешенная средняя арифметическая, но отсутствие весов не должно, видимо, играть значимой роли, так как размеры предприятий, входивших в выборку, примерно сопоставимы (нет мелких и крупнейших АО). Подробно см.: Радыгин, Гутник, Мальгинов, 1995; Radygin, 1996b.

(3) - Опросы группы Дж. Блази 1994 (143 предприятия), 1995 (172 предприятия), 1996 гг. Источники: ФКЦБ, 1996в; Blasi, Kroumova, Kruse, 1997, p. 193. Данные за 1995 г. различаются в зависимости от квартала, здесь приведены данные за IV квартал: см. ФКЦБ, 1996в.

(4) - Опросы Российского экономического барометра охватывают в 1995 г. 138 предприятий промышленности (опрос по заказу ИЕТ), в 1997 г. - 139 (в т.ч. 46 присутствуют в обоих опросах), 1999 г. - прогноз опрошенных. Источник: Aukutsionek, Kapeliushnikov, Zhukov, 1998.

* В строгом смысле многие приведенные данные несопоставимы с точки зрения анализа ежегодных изменений структуры собственности, так как даже ежегодные данные основаны на

разных (в опросе (1)), или мало пересекающихся (в опросах (2) и (4)) базах данных. В отношении опросов (3) нет точной информации об использованных ежегодных базах.

Тем не менее значительное совпадение результатов на один и тот же период в разных опросах позволяет сделать вывод **о высокой степени достоверности** этих обобщенных в таблице цифр с точки зрения **общих тенденций** динамики структуры владения акциями на средних и крупных приватизированных предприятиях России. Важно также, что основным объектом практически всех указанных выше опросов являются “типичные” российские промышленные предприятия (средние и крупные), что также позволяет экстраполировать (с рядом оговорок) вытекающие из этих данных тенденции на всю российскую промышленность.

Таблица 2. Структура владения акциями в 100 крупнейших российских компаниях, %, 1997 г.*

Типы акционеров	%
Все работники АО	22
в т.ч. рядовые работники	20
администрация	2
в т.ч. среди всех работников доля управляющих всех уровней	5
в т.ч. генеральный директор	0,5
Акции, проданные работниками в течение последних 12 месяцев	6
Эмитент (представители эмитента)	21,8
Все внешние акционеры	57,6
в т.ч. государство или государственный холдинг	20,6
в т.ч. государство	6,5
государственный холдинг	14,1
Средние доли всех (в т.ч. одного среди всех внешних) крупных внешних акционеров (в порядке убывания):	
Российские коммерческие предприятия, всего	16,7 (10,5)
Российские инвестиционные фонды, всего	11,7 (10,5)
Иностранные компании, всего	11,7 (11,1)
В т.ч. (отдельные типы):	
Российские предприятия-поставщики АО	10,0 (22,8)
Российские ФПГ или негосударственные холдинги	10,0 (33,0)
Российские коммерческие банки	6,7 (17,0)
Иностранные банки	6,7 (9,3)
Российские предприятия-покупатели продукции АО	3,3 (16,4)
Иностранные инвестиционные/пенсионные фонды	3,3 (14,0)
Российские пенсионные фонды	1,7 (1,0)
СПРАВОЧНО:	
Процент АО, в которых есть крупный внешний акционер (более 5 %)	88
Среднее число крупных внешних акционеров АО (ед.)	2,5
Средняя доля собственности крупного внешнего акционера	15,3
Медианное значение средней доли крупного внешнего акционера	12,6

* Приведены средние данные о некоторых выборочных группах акционеров, которые в совокупности не составляют 100 % уставного капитала компаний.

Источник: Хорошев, 1998 (по данным Brunswick Warburg).

Таблица 3. Сравнение финансово-экономических интегральных показателей эффективности государственных и приватизированных предприятий промышленности в России по отраслям за 1995 г.*

Наименование отраслей	Интегральный показатель эффективности		
	Государственные предприятия	Предприятия (АО) с долей государства свыше 25 %	Предприятия (АО) с долей государства менее 25 %
1. Черная металлургия	0.384	0.644	0.505
2. Цветная металлургия	0.534	0.259	0.726
3. Химическая промышленность	0.309	0.533	0.895
4. Машиностроение	0.128	0.696	0.922
5. Строительные материалы	0.178	0.807	0.775
6. Легкая промышленность	0.292	0.461	0.681
7. Пищевая промышленность	0.229	0.488	0.852
8. Медицинская промышленность	0.288	нет данных	0.727

* Фактическая выборка составила 2438 предприятий на базе Регистра Госкомстата РФ, в том числе: 575 государственных предприятий, 596 приватизированных предприятий с долей государства более 25 % и 1267 приватизированных предприятий с долей государства менее 25 %.

Интегральный показатель эффективности рассчитан на базе 4 показателей экономической эффективности (производительность труда, рентабельность продукции, фондоотдача, оборачиваемость оборотных средств) и 4 показателей финансового состояния (коэффициенты автономии, маневренности, обеспеченности собственными оборотными средствами и текущей ликвидности). Интегральный показатель вычислялся по каждой группе предприятий и оценивал данную группу по комплексу характеристик в целом. По своему смыслу интегральный показатель представляет собой достигнутый по данной группе уровень характеристик (индивидуальных показателей). Уровень каждого индивидуального показателя нормирован по сравниваемым группам предприятий от "0" до "1": "0" - худшее значение среднего показателя, "1" - лучшее. Детальная методика расчета изложена в Приложении 2 к указанному ниже источнику.

Источник: Леонтьевский центр, 1996.