

**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА**

Научные труды № 86Р

С. Гуриев, О. Лазарева, А. Рачинский, С. Цухло

**Корпоративное управление
в российской промышленности**

Москва
2004

УДК 658.114.45.01:338.45

ББК 65.30-2

К68

С. Гуриев, О. Лазарева, А. Рачинский, С. Цухло. Корпоративное управление в российской промышленности. – М.: ИЭПП, 2004. С.92.

Агентство СІР РФБ

В работе представлен анализ текущего уровня корпоративного управления на российских промышленных предприятиях, спроса предприятий на стандарты корпоративного управления и взаимосвязей между структурой собственности, потребностью в инвестициях и качеством корпоративного управления. Исследование построено на основе результатов специальных опросов по панели предприятий ИЭПП, проведенных в 2002 и 2003 гг.

Guriev S., Lazareva O., Rachinsky A., Tsukhlo S. Corporate Governance in Russian Firms.

The paper presents analysis of the current level of corporate governance in Russian industrial firms, demand for corporate governance standards and relations between ownership structure, investment needs and quality of corporate governance. The study is based on the results of two surveys conducted in 2002 and 2003 on the panel of firms sustained by IET.

JEL Classification: D21, G32, G34.

Настоящее издание подготовлено по материалам исследовательского проекта Института экономики переходного периода, выполненного в рамках гранта, предоставленного Агентством международного развития США.

ISBN 5-93255-159-3

© **Институт экономики переходного периода, 2004**

Содержание

1. Введение	5
1.1. Цель исследования	5
1.2. Обзор литературы	7
1.3. Основные вопросы исследования	13
2. Описание выборки	16
3. Качество корпоративного управления в российской промышленности	24
3.1. Компоненты корпоративного управления	24
3.2. Индекс корпоративного управления	29
3.3. Факторы, определяющие качество корпоративного управления	32
4. Инвестиции	43
4.1. Наличие инвестиций и источники финансирования	43
4.2. Факторы, определяющие наличие инвестиций	47
4.3. Факторы, определяющие источники инвестиций	50
5. Кодекс корпоративного поведения и спрос на корпоративное управление	53
5.1. Осведомленность о Кодексе	53
5.2. Востребованность Кодекса	54
5.3. Факторы, определяющие спрос на стандарты корпоративного управления	59
6. Заключение	65
Приложение	68
Список литературы	82

1. Введение¹

1.1. Цель исследования

Долгосрочный рост в российской экономике невозможен без инвестиций в производственный и человеческий капитал. Источники инвестиций могут быть как внутренние, так и внешние. Внутреннее финансирование доступно в основном сырьевым предприятиям, поэтому для диверсификации экономики и развития несырьевых секторов необходимы внешние инвестиции. В свою очередь, внешние инвестиции невозможны без повышения качества корпоративного управления.

Улучшение корпоративного управления и защита внешних инвесторов – основная цель внедрения Кодекса корпоративного поведения (далее – Кодекс), предложенного Федеральной комиссией по ценным бумагам (ФКЦБ). Краткое описание Кодекса приводится в Приложении. Кодекс определяет стандарты корпоративного управления, позволяющие обеспечить защиту инвесторов на уровне, вполне соответствующем западным рынкам капитала². Предполагается, что принятие компаниями Кодекса или отдельных его положений будет добровольным. Российский опыт показал, что в

¹ Настоящая работа является развитием исследования «Спрос на современные стандарты корпоративного управления в частном секторе России», проведенного в рамках ЦЭФИР. В ней использованы результаты опросов по панели ИЭПП как за 2002 г., так и за 2003 г. Данные опросов за 2 года позволяют решить более широкий круг задач по сравнению с начальным исследованием, подготовленным только по результатам 2002 г. В частности, в настоящей работе проведен анализ динамики структуры собственности и системы корпоративного управления на предприятиях промышленности, выявлены причины изменений в спросе предприятий на стандарты корпоративного управления. В работе проанализировано усиление информационной и образовательной роли Кодекса корпоративного управления.

² Необходимо подчеркнуть, что мы, как и создатели Кодекса, в данном исследовании под корпоративным управлением понимаем механизмы, обеспечивающие защиту прав инвесторов компании, т.е. получение инвесторами отдачи на инвестиции. Именно так определяют корпоративное управление (*Shleifer, Vishny, 1997*). В последнее время корпоративное управление трактуется шире – не только как механизм обеспечения получения инвесторами доходов, но и как создание внутри компании стимулов к инвестициям в специфичные активы, в том числе и в человеческий капитал (*Zingales, 1997; Bergloef, von Thadden, 1999*). Иначе говоря, корпоративное управление понимается как механизм трансформации рыночных сигналов в корпоративное поведение. Данное определение описывает стимулы не только инвесторов, но и других заинтересованных в работе компании лиц (*stakeholders*) – работников, кредиторов, поставщиков и покупателей.

отсутствие развитой судебной системы добровольное внедрение новых институтов является единственным выходом. Действительно, если корпоративное законодательство не исполняется, то не имеет значения, насколько оно совершенно. В то же время саморегулирование и репутационные механизмы могут полностью или частично компенсировать низкий уровень исполнения законодательства³.

Таким образом, успех Кодекса будет напрямую зависеть от того, насколько сильны будут стимулы предприятий к принятию его положений. Исследование факторов, определяющих эти стимулы, и является главной целью данной работы.

Спрос на стандарты корпоративного управления главным образом обусловлен тем, какими возможностями располагает администрация предприятия, какие цели она преследует и насколько эти цели совпадают с интересами крупных и мелких внешних инвесторов или противоречат им. В ходе приватизации руководители многих предприятий получили доли собственности своих предприятий и являются сейчас контролирующими собственниками лично или через участие аффилированных лиц. Директора, не владеющие долей собственности предприятия, фактически также обладают значительным контролем над его деятельностью. Введение стандартов корпоративного управления (полное раскрытие информации, соблюдение процедур проведения общего собрания, включение независимых директоров в совет директоров, внешний аудит) значительно ограничит полномочия руководителя предприятия. В связи с этим одна из основных задач предлагаемого исследования – выяснить, согласны ли руководители предприятий поступиться частью своего контроля (и, как следствие, потерять извлекаемые частные выгоды) в обмен на привлечение инвестиций.

Кроме того, внедрение Кодекса сопровождается достаточно значительными техническими издержками. Предприятия, для которых эти издержки существенны, будут в меньшей степени заинтересованы в его принятии.

³ ФКЦБ *рекомендовала* организаторам торговли и фондовым биржам предусмотреть в качестве одного из условий включения ценных бумаг в котировальные листы раскрытие эмитентами информации о следовании положениям Кодекса.

Проблема спроса на стандарты корпоративного управления имеет не только прикладной характер. По существу, это часть исследовательской программы новой институциональной экономики: что определяет спрос на институты, в каких ситуациях экономические агенты способны принять механизмы самоограничения (commitment devices), которые принесут им выигрыш в будущем? Как известно, эффективные экономические институты и социальные нормы не всегда возникают сами по себе. Что препятствует появлению эффективных институтов? В каких ситуациях их внедрение сопряжено с большими или меньшими проблемами? Почему в одних странах внедряются институты хорошего корпоративного управления, а в других нет? В данной работе мы постараемся выявить эмпирические закономерности, которые поставят вопросы для дальнейших теоретических и эмпирических исследований.

1.2. Обзор литературы

По определению основателя новой институциональной экономики Д. Норта, институты – это «правила игры, или, более формально, созданные человеком ограничения, которые формируют взаимодействия между людьми» (*North, 1990*). Институты призваны способствовать эффективному обмену товаров и услуг между экономическими агентами. Основной тезис новой институциональной экономики об исключительной важности институтов для привлечения инвестиций и экономического роста находит все более широкое признание среди экономистов и подтверждается теоретическими и эмпирическими исследованиями. Так, *World Bank Policy Research Report (1998)* показывает, что в странах с высоким качеством институтов, но неэффективной макроэкономической политикой темпы роста экономики были в 2 раза выше, чем в странах с обратным сочетанием.

Новая институциональная теория различает формальные институты, заложенные в конституциях, в законах, в структуре государства, и неформальные институты – нормы, обычаи, традиции. И те, и другие являются неотъемлемой частью институциональной среды. Вопрос: насколько они дополняют или замещают друг друга, каково правильное соотношение между ними? Этой проблеме посвящена, в частности, работа (*Keefe, Shirley, 2000*). Исследова-

ния показывают, что в отдельных случаях неформальные институты действительно могут заменять формальные правила. Недостатком неформальных институтов является то, что они, как правило, доступны ограниченному кругу участников. Кроме того, неформальные институты не защищают от преступности и от произвола государства. Кифер и Ширли показывают на примере Китая и Ганы, что именно удачное сочетание формальных и неформальных институтов позволило Китаю привлечь значительные иностранные инвестиции.

Понимание сравнительной важности формальных и неформальных институтов позволяет делать правильные акценты при проведении институциональных реформ. Так, создание Кодекса корпоративного поведения – это, несомненно, попытка создать неформальный свод правил и норм корпоративного управления, с тем чтобы хотя бы отчасти компенсировать отсутствие развитых формальных институтов, таких как корпоративное законодательство и судебная система⁴.

Основными причинами институциональных изменений обычно становятся изменения относительных цен (в результате изменения соотношения факторов производства, издержек информации, новых технологий или смены вкусов и предпочтений). Сдвиг относительных цен ведет к изменению стимулов экономических агентов. Это, в свою очередь, заставляет последних воздействовать на институты, но только в том случае, если ожидаемые выгоды от преобразования институтов превышают издержки этих действий. А издержки (по крайней мере, с точки зрения отдельных экономических агентов), как правило, достаточно велики, поскольку в самой природе институтов заложена некоторая степень стабильности, невосприимчивости к изменениям. Поэтому институциональные изменения происходят лишь тогда, когда отклонение относительных цен от уровня, при которых существующие институты сформировались, достаточно велико.

⁴ В западной литературе по корпоративному управлению нет единого мнения по поводу сравнительной важности регулирования или двусторонних контрактов, исполняемых судами. В работе (*Glaeser et al., 2001*) показано, что в переходных экономиках регулирующие органы могут иметь больше стимулов для компетентного разбирательства, чем суды.

Применительно к проблемам корпоративного управления эти вопросы можно переформулировать следующим образом. Для финансирования новых инвестиционных проектов с положительной дисконтированной прибылью корпорациям часто не хватает денег. Средства можно занять на кредитном рынке или их можно привлечь на фондовом рынке за счет размещения дополнительной эмиссии. И в том, и в другом случае стоимость капитала будет ниже, если удастся убедить инвесторов в том, что они получают доход на вложенные средства. Сделать это не так легко: в распоряжении менеджеров и крупных собственников находится целый арсенал средств экспроприации внешних инвесторов (вывод активов, трансфертное ценообразование и т.д. (*Johnson et al., 2000*)). Институты, которые ограничивают экспроприацию, и называются **корпоративным управлением** (*Shleifer, Vishny, 1997*)⁵. Недавние межстрановые исследования структуры собственности и институтов корпоративного управления показали, что в странах с недостаточной законодательной защитой прав мелких инвесторов собственность компаний более концентрирована (*La Porta et al., 1999*). Если правовая среда не может гарантировать мелким акционерам защиту их интересов, то компаниям не удастся привлекать капитал на фондовом рынке по разумной цене.

Насколько остро стоят эти вопросы в России? Другими словами, насколько велик дисбаланс между потребностями российской экономики в инвестициях и неразвитостью системы корпоративного управления? Превышают ли выгоды от внедрения современных стандартов корпоративного управления издержки не для экономики в целом, а для отдельных предприятий? Существует ряд исследований, которые показывают связь между корпоративным управ-

⁵ Конечно, к институтам довольно сложно применить традиционные понятия спроса и предложения, поскольку не существует формального рынка институтов. Тем не менее в данной работе мы говорим о спросе на институты корпоративного управления, подразумевая, что предприятия испытывают потребность в определенных нормах корпоративного управления для привлечения инвестиций, и сами же эти нормы устанавливают. Данный подход тем более оправдан, что институты корпоративного управления в России являются преимущественно добровольными, т.е. предприятия сами выбирают, какие стандарты вводить или какие законодательные нормы исполнять, в зависимости от потребности в инвестициях и от других факторов.

лением и инвестиционной привлекательностью компании в переходных экономиках. В работе (Black, 2001) предпринята попытка оценки соотношения между уровнем корпоративного управления и рыночной стоимостью компаний в России. Используя рейтинги корпоративного управления, рассчитанные осенью 1999 г. Brunswick Warburg, и отношение фактической капитализации к потенциальной, определенной группой компаний «Тройка Диалог» для выборки из 21 компании, Блэк показал значимую корреляцию между этими показателями (см. рис. 1).

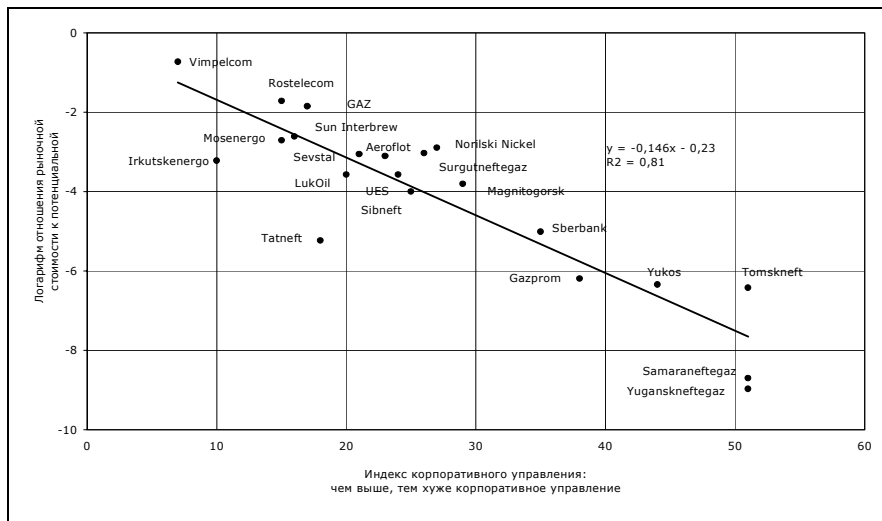


Рис. 1. Влияние корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний

Примечание. Зависимость рыночной капитализации компании от качества корпоративного управления для 21 наиболее ликвидных российских эмитентов в 1999 г. *Источник:* Black (2001).

Полученная Блэком оценка влияния корпоративного управления на капитализацию впечатляет: улучшение корпоративного управления с уровня, например, ОАО «Мосэнерго» до уровня АО «Вымпелком» может увеличить капитализацию в 3–4 раза. Впрочем, анализ одномоментного среза, безусловно, недостаточен. Для более убедительного анализа необходимо исследование панельных

данных. Действительно, если бы удалось показать, что улучшение корпоративного управления в отдельных компаниях с течением времени повышало их капитализацию, то результаты перестали бы зависеть от выбора «потенциальной» капитализации. Такой анализ проведен в работе (*Rachinsky, 2003*), где показано, что эффект на самом деле слабее в 6–7 раз. Впрочем, и в этом случае влияние корпоративного управления на капитализацию достаточно велико: улучшение корпоративного управления на 1 балл (по шкале Brunswick или Института корпоративного управления и права) повышает капитализацию на 2%, улучшение корпоративного управления на величину 1 среднеквадратичного отклонения – на 50%.

Кроме того, в наличии связи между корпоративным управлением и капитализацией убеждают и примеры отдельных компаний. Наиболее ярким из них является рост капитализации нефтяной компании «ЮКОС» (одной из худших с точки зрения корпоративного управления в 1999 г.). Институт корпоративного управления и права регулярно строит собственный индекс корпоративного управления. За 2,5 года с момента опубликования первого рейтинга (январь 2001 г.) рейтинг НК «ЮКОС» вырос почти на 17 пунктов и составил 63 пункта (по 100-балльной шкале). При этом капитализация компании увеличилась в 7 раз и превысила 30 млрд долл. (за это же время индекс российского рынка акций вырос только в 2,5 раза).

Корпоративному управлению в компаниях, акции которых торгуются на бирже, посвящено исследование Ассоциации менеджеров России и Российского института директоров (2001). Оказалось, что руководители 100 крупнейших российских компаний, хотя и не уверены в том, что Кодекс поможет привлечь инвестиции, все же готовы принять большинство его положений. Исследование Российского института директоров 2003 г., посвященное практике раскрытия информации и соблюдения норм Кодекса российскими торгуемыми компаниями, показало, что в этих компаниях рекомендации Кодекса положительно повлияли прежде всего на практику проведения общих собраний акционеров, структуру советов директоров и раскрытие информации о финансовых результатах деятельности компаний.

В то же время недостаточно внимания уделяется предприятиям, акции которых неликвидны или вообще не включены в листинги торговых систем и биржи. В 2001 г. в России насчитывалось около 60 тыс. открытых и более 370 тыс. закрытых акционерных обществ. Насколько эти предприятия заинтересованы в принятии Кодекса и отдельных его положений? В настоящей работе проведено исследование именно тех предприятий, акции которых не котируются на биржах и в торговых системах.

Неразвитость рынка акций сама по себе не является непреодолимым препятствием для привлечения внешних инвестиций. В работе (*Becht et al., 2002*) перечислено 5 способов защиты прав инвесторов:

- (I) – концентрация собственности;
- (II) – рынок корпоративного контроля;
- (III) – делегирование и концентрация контроля в руках совета директоров;
- (IV) – предоставление менеджменту стимулов, согласованных с интересами акционеров;
- (V) – использование судов для наказания менеджеров в случае нарушения ими обязанностей (*fiduciary duty*) перед акционерами.

Ликвидность рынка акций исключительно важна для (IV), но и оставшихся механизмов (за исключением нереализуемого в России (V)) может быть вполне достаточно. Действительно, как показано в работе (*Bergloef, Bolton, 2002*), в большинстве стран Центральной и Восточной Европы рост инвестиций имеет место на фоне неразвитого фондового рынка. Основным источником нового капитала являются прямые иностранные инвестиции. Несмотря на то что банковская система гораздо более конкурентоспособна, чем в России (вследствие присутствия иностранных банков), банки в основном кредитуют не долгосрочные проекты, а оборотный капитал. При этом, как указано в работе (*Bergloef, von Thadden, 1999*), в переходных экономиках крупные инвесторы играют значительно более важную роль в развитии компаний, чем мелкие акционеры. Более того, чрезмерная защита мелких инвесторов может увеличить издержки приобретения контрольного пакета и управления

предприятием крупным собственником, тем самым увеличивая трансакционные издержки на рынке корпоративного контроля⁶.

Практически все последние исследования по российским предприятиям подтверждают, что процесс эволюции структуры собственности идет в сторону роста ее концентрации в руках внешних собственников и менеджеров (*Долгопятова, 2003; Яковлев, 2003; Радыгин, 2002; Капелюшников, 2001; Гуриев, Рачинский, 2003; Ясин и др., 2004*). В то же время нет достаточных свидетельств положительного влияния концентрации собственности на реструктуризацию и эффективность деятельности компаний (*Ясин и др., 2004*). В работах (*Клейнер, 2000; 2002; 2004*) разработана институциональная концепция предприятия, в рамках которой отмечается опасность чрезмерной концентрации прав по принятию решений в руках узкой группы лиц и важность участия в управлении компанией всех участников корпоративных отношений (так называемых стейкхолдеров, или заинтересованных лиц). Тем не менее концентрация собственности наряду с рынком корпоративного контроля остаются пока единственными действующими в российских условиях механизмами корпоративного управления.

1.3. Основные вопросы исследования

Данное исследование является исключительно эмпирическим. Используя опросы около 1000 промышленных предприятий в 2002 и 2003 гг. и их официальную статистическую отчетность, мы пытаемся установить наличие связей между структурой собственности, уровнем корпоративного управления, спросом на современные стандарты корпоративного управления и инвестициями с учетом размера, отраслевой и региональной специфики. Методология исследования во многом предопределена особенностями российской экономики. Во-первых, непрозрачность структуры собственности, обусловленная, в частности, нелегитимным характером приватизации и последующих переделов собственности, застав-

⁶ В работах (*Радыгин, Энтов, 1999; Радыгин, Архипов, 2001*) также подвергается сомнению применимость англосаксонской модели финансовых рынков к России и полагается, что правовая среда и структура экономики России настолько специфичны, что имеет смысл попытаться построить особую – «российскую» – модель корпоративного управления.

ляет нас полагаться на опросные данные о собственности, что существенно уменьшает размер выборки.

Во-вторых, несовершенство российских правовых институтов несколько меняет наши представления о взаимосвязи между корпоративным управлением и структурой собственности. В упомянутых выше западных исследованиях структура собственности эндогенна по отношению к законодательному уровню защиты прав инвесторов. В экономике с совершенными финансовыми рынками и развитой системой защиты прав собственности и исполнения контрактов структура капитала и, в частности, структура собственности эндогенны и определяются структурой бизнеса, межвременным распределением доходов, размером предприятия, природой неопределенности. В то же время наличие в России высоких трансакционных издержек на рынке капитала приводит к тому, что структура собственности меняется относительно медленно. Разумеется, нельзя утверждать, что структура собственности экзогенна, поскольку после приватизации прошло достаточно времени для того, чтобы произошло значительное перераспределение собственности. Тем не менее структура собственности меняется медленнее, чем уровень корпоративного управления, поэтому мы используем ее как экзогенную переменную. Низкий уровень исполнения законов превращает корпоративное управление из формального в неформальный институт. В развитых странах уровень защиты прав инвесторов определяется законодательством и поэтому рассматривается как заданная величина. В России корпоративное законодательство не выполняется, поэтому защита прав внешних инвесторов не обязательна, а добровольна, компания сама выбирает уровень ее исполнения.

Изложенные выше рассуждения об эндогенности корпоративного управления и структуры собственности, хотя и очевидны, приводят к совершенно нетривиальным эмпирическим гипотезам. В развитых странах высокий уровень корпоративного управления отрицательно коррелирован с концентрацией собственности: если государство не защищает права внешних инвесторов, мелкие инвесторы предпочитают не покупать акции. В России, напротив, хорошее корпоративное управление и высокая концентрация собственности могут быть связаны положительно: чтобы вводить инсти-

туты корпоративного управления, инсайдеры должны быть заинтересованы в благосостоянии компании⁷. Таким образом, формальные и неформальные институты корпоративного управления развигаются по совершенно разным законам.

Еще одна отличительная черта неформальных институтов: для их внедрения, вообще говоря, не нужны законодательные изменения. Зачем ждать разработки и принятия Кодекса корпоративного поведения, если можно внедрить содержащиеся в нем механизмы уже сейчас? Этот аргумент означает, что Кодекс играет в основном информационную и образовательную роль. Он дает предприятиям и инвесторам возможность координировать ожидания и разговаривать на одном языке, снижая трансакционные издержки раскрытия информации.

Работа построена следующим образом. Сначала приводится описание выборки, в том числе обсуждается и структура собственности предприятий, входящих в выборку (раздел 2). Затем принимается попытка определить, как текущий уровень корпоративного управления зависит от размера предприятия, структуры собственности, отраслевых и региональных переменных (раздел 3), а также анализируются изменения, произошедшие в 2003 г., и факторы, их определяющие. Влияние корпоративного управления и структуры собственности на инвестиции и источники их финансирования оценивается в разделе 4⁸. В разделе 5 исследуется спрос на Кодекс и определяется, как спрос на Кодекс в целом и на отдельные его положения зависит от текущего уровня корпоративного управления, от осведомленности о Кодексе, от размера предприятия, от структуры собственности и от отраслевых и региональных переменных.

⁷ Существенное отличие от западной литературы заключается в предположениях о стимулах менеджмента и частных выгодах контроля. Например, в моделях, рассмотренных в работе (Hart, 1995), менеджер заинтересован в инвестициях с тем, чтобы увеличить размер своей «империи». В России менеджер может получать огромные частные выгоды и без инвестиций. Впрочем, лишь когда менеджер обладает достаточно большой долей собственности, он заинтересован в осуществлении инвестиций, приносящих прибыль.

⁸ Мы не задаемся вопросом, насколько инвестиции необходимы. Во многих странах низкий уровень корпоративного управления приводит к избыточным или убыточным инвестициям. Мы предполагаем, что отсутствие инвестиций в России 1990-х гг. делает *любые* капиталовложения желательными.

2. Описание выборки

В исследовании использованы данные, полученные в результате опросов руководителей около 1000 промышленных предприятий, проводимых Лабораторией конъюнктурных опросов Института экономики переходного периода (ИЭПП). Панель руководителей промышленных предприятий сформирована и используется ИЭПП для ежемесячных конъюнктурных опросов, проводимых по гармонизированной европейской методике с 1992 г. Опросы проходят при методологической поддержке Европейской комиссии, Евростата и ОЭСР. Панель построена по принципу «одно предприятие – один респондент». В целом панель ИЭПП представляет 22% занятых в российской промышленности. Панель ИЭПП – это опрос руководителей предприятий, причем среди респондентов директора предприятий составляют 35%, заместители директоров – 35%, руководители экономических подразделений – 22%.

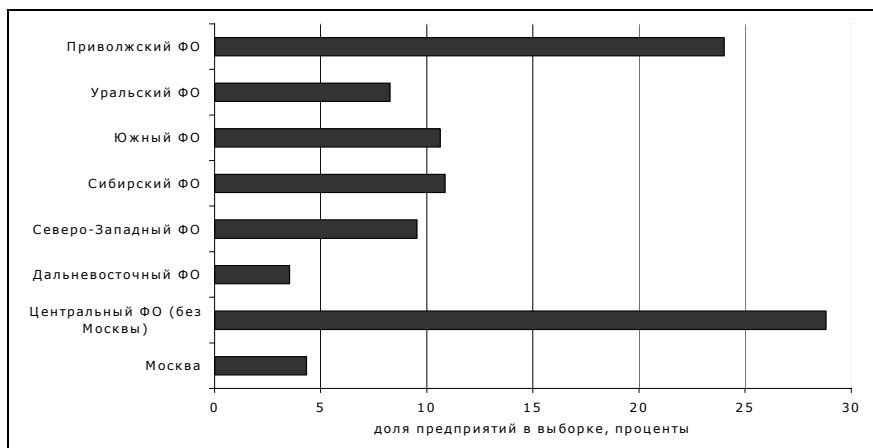


Рис.2. Региональная структура выборки предприятий

Примечание. В выборке представлены предприятия из всех регионов России. Как и в реестре Госкомстата, большее число предприятий расположено в Центральном округе. На рисунке представлен относительный вес в выборке предприятий из различных федеральных округов и Москвы.

Панель ИЭПП включает в основном предприятия обрабатывающих отраслей промышленности всех регионов Российской Федерации, что обеспечивает получение наиболее представительных данных по сравнению с теми случаями, когда используются только укрупненные отрасли (машиностроение, легкая, пищевая промышленность). Услуги почты для рассылки анкет и сбора ответов существенно расширяют географическую представительность данных.

На рис. 2–4 представлены региональная и отраслевая структуры выборки, а также распределение предприятий по размеру (количеству занятых). Основная часть выборки – это средние и крупные промышленные предприятия. В Приложении структура выборки сопоставляется со структурой российской промышленности в целом (по данным Реестра промышленных предприятий Госкомстата).

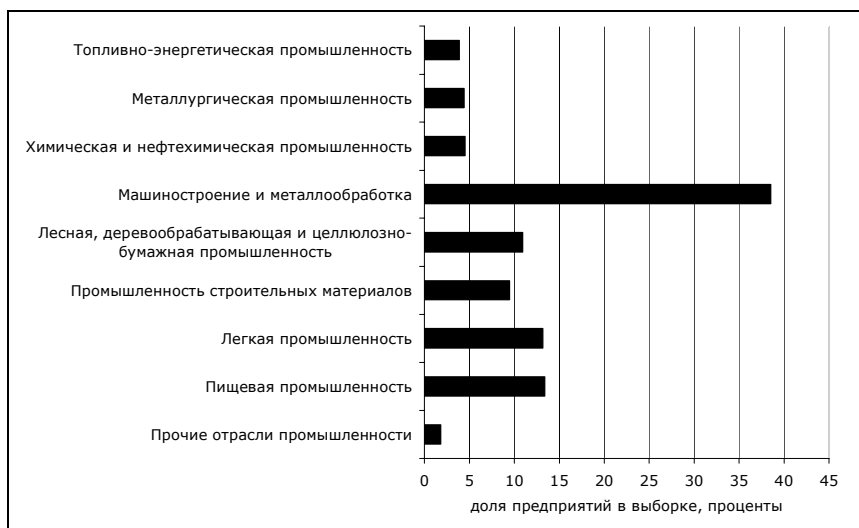


Рис. 3. Отраслевая структура выборки предприятий

Примечание. В выборке представлены предприятия из всех отраслей. Как и в реестре Госкомстата, наибольший вес имеет машиностроение и металлообработка. На рисунке представлен относительный вес в выборке двузначных отраслей ОКОНХ.

Долгосрочный и доверительный характер отношений ИЭПП с респондентами представляется особенно актуальным в рамках настоящего исследования. Причина в том, что большинство разра-

ботанных нами вопросов имеют достаточно деликатный (в российских условиях) характер, поскольку касаются собственности и контроля над предприятиями. В сентябре 2001 г. лишь 43% опрошенных ИЭПП респондентов считали официальные сведения о распределении акций достоверными.

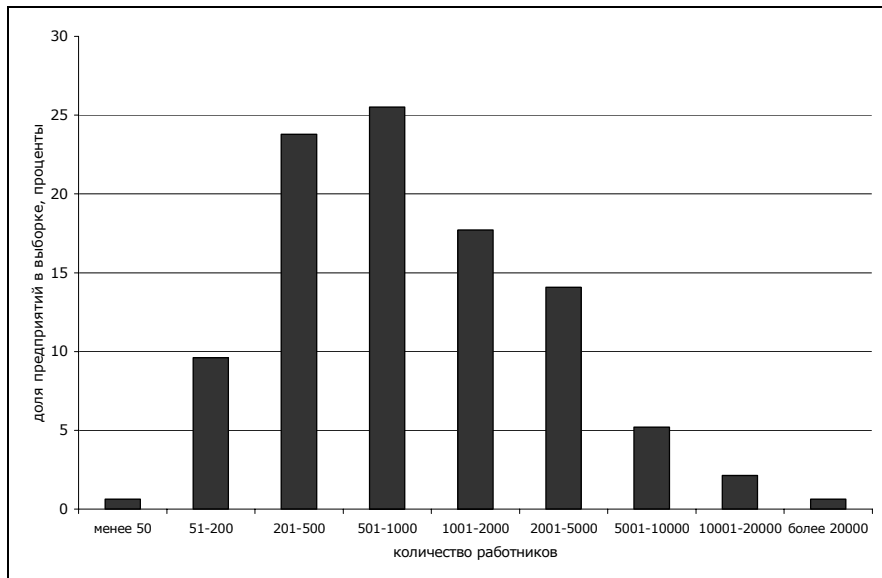


Рис. 4. Структура выборки предприятий по численности занятых

Примечание. В выборке представлены в основном средние и крупные, но не сверхкрупные предприятия.

Использование опросной статистики позволяет не только получить данные о структуре собственности и уровне корпоративного управления, но и определить отношение руководителей предприятий к основным положениям Кодекса.

Как и большинство российских предприятий, участники опроса не имеют доступа к фондовому рынку. Среди них нет владельцев «голубых фишек», ни одна компания не значится в котировальных листах РТС первого и даже второго уровней. Только 30 компаний (3% выборки) котируются в РТС, из них лишь по акциям 13 компа-

ний (1.3% выборки) в 2001 г. прошло более 20 сделок общей стоимостью свыше 100 тыс. долл.

Таблица 1

Структура собственности и предприятий в 2002

Тип собственника	Среднее, %	Медиана, %	Средне- квадратич- ное откло- нение	Количес- тво наблю- дений
Администрация предприятия	19.3	6	26.1	641
Крупнейший внешний собственник	23.9	15	27.4	642
Все мелкие собственники, имеющие менее 5% акций	23.6	12	28.3	581
Только для предприятий, где присутствует данный тип собственника				
Администрация предприятия	27.7	16	27.2	448
Крупнейший внешний собственник	39.9	38	24.8	384
Все мелкие собственники, имеющие менее 5% акций	37.0	30	27.5	370

В первом раунде опроса в 2002 г. приняли участие 1198 предприятий, во втором – 834, из которых 674 предприятия участвовали в обоих раундах.

В табл. 1 представлены данные о структуре собственности. Как и следовало ожидать, предприятия, входящие в нашу выборку, обладают достаточно концентрированной структурой собственности. Так, на предприятиях, в собственности которых присутствует крупный внешний акционер, он располагает в среднем 40% акций⁹. В среднем по выборке (с учетом тех компаний, в которых нет крупных внешних собственников) средняя доля акций крупнейшего внешнего акционера составляет 24%. Доля администрации в среднем по всей выборке составляет 19% акций.

⁹ Следуя литературе по корпоративному управлению, под внешними акционерами мы понимаем всех акционеров, которые не являются менеджерами или работниками предприятия. Возникает вопрос о том, насколько правомерно называть внешними собственников, которые де-факто могут быть аффилированы с администрацией предприятия. Однако на практике проследить такие связи очень сложно.

Более того, концентрация собственности продолжает расти. В табл. 2 представлена статистика изменений в структуре собственности в 2002 и 2003 гг. для предприятий, участвовавших в обоих раундах. В течение года средние доли, принадлежащие администрации предприятия и крупному внешнему собственнику, возросли примерно на 2%, при этом доля мелких собственников уменьшилась на 1/2 опрошенных предприятий.

Таблица 2

**Изменения в структуре собственности
в 2002 и 2003 гг.**

Сколько, по Вашему мнению, процентов акций Вашего предприятия (АО) реально принадлежит:	2002 г. среднее, %	2003 г. среднее, %	% фирм, где доля возросла	% фирм, где доля уменьшилась	Число ответивших в обоих раундах
администрации предприятия?	18.65	20.85	41.87	31.14	289
самому крупному внешнему инвестору?	25.77	29.32	36.14	21.75	285
всем мелким инвесторам (каждый из которых владеет не более 5% акций)?	26.94	22.44	29.20	50.00	250

На рис. 5 представлены гистограммы распределения долей акций для каждой категории собственников в 2002 г. Как показано на рисунке, в нашей выборке представлены предприятия с самой разнообразной структурой собственности. В выборке присутствуют как предприятия, в которых доминируют инсайдеры, так и предприятия с контрольным или блокирующим пакетом внешнего собственника¹⁰ и предприятия с большой долей мелких внешних собственников.

¹⁰ Как видно на рис. 5, крупные внешние акционеры предпочитают держать пакеты 25, 50 и 75% акций.

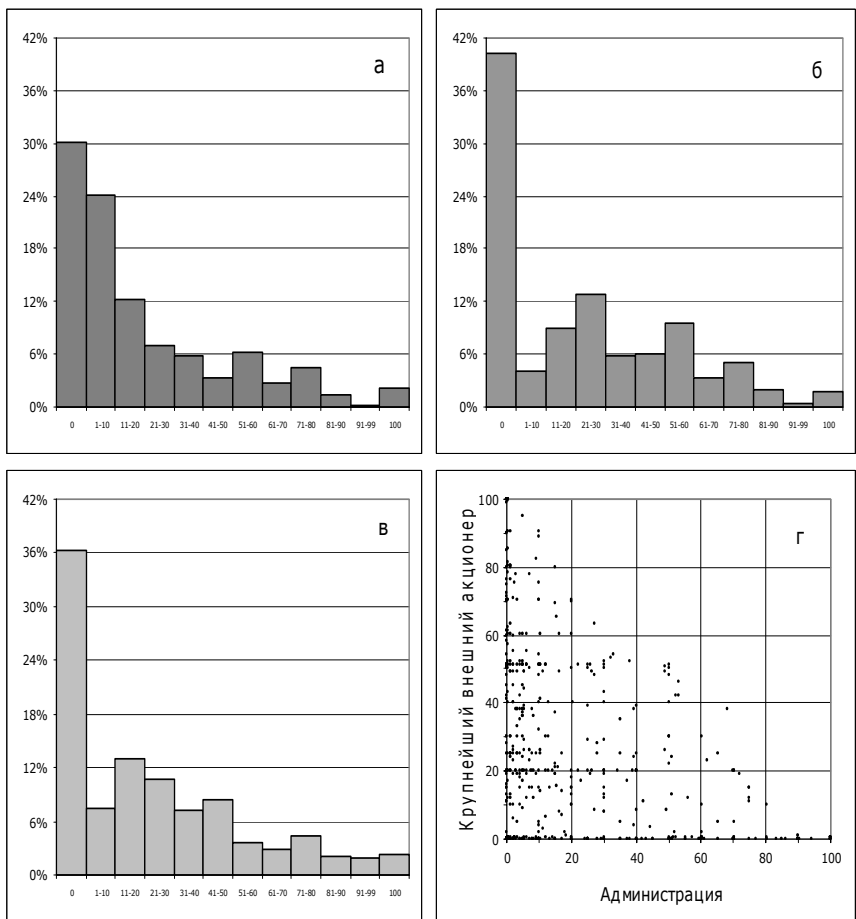


Рис. 5. Гистограммы распределения долей акций для каждой категории собственников

Примечание. На рисунке представлены гистограммы распределения доли акций, находящиеся в распоряжении: а) администрации, б) крупнейшего внешнего акционера, в) всех мелких (менее 5% акций) акционеров в 2002 г. По горизонтали отложено количество процентов акций в собственности у данной категории собственников, по вертикали – доля предприятий в выборке, для которых данные собственники имеют заданную долю собственности.

На последнем рисунке изображена точечная диаграмма совместного распределения доли акций, находящейся в распоряжении администрации и крупнейшего внешнего акционера. Каждая точка представляет предприятие; по горизонтальной оси отложена доля администрации в собственности данного предприятия, по вертикальной – доля крупнейшего внешнего акционера.

Особый интерес представляет связь между структурой собственности и размером предприятия. Действительно, так как административные издержки внедрения положений Кодекса относительно менее болезненны для больших предприятий, спрос на стандарты корпоративного управления, скорее всего, быстро растет с увеличением размера. Так как наша выборка включает предприятия самой разной величины¹¹, можно предположить, что и структура собственности существенно отличается у больших и малых предприятий. Естественно предположить, что чем больше предприятие, тем менее концентрирована собственность: действительно, так как финансовые рынки не развиты, собрать ресурсы для покупки большого пакета акций крупного предприятия очень трудно. В то же время незащищенность прав неконтролирующих акционеров может породить и обратный эффект: чем больше предприятие, тем больше частные выгоды менеджеров и крупных собственников, тем больший выигрыш крупные собственники могут получить от нарушения прав мелких акционеров.

Как показано на *рис. 6*, оба эти эффекта имеют место. Во-первых, взаимодействие этих противоположных эффектов приводит к тому, что размер (количество занятых) и доля мелких акционеров не коррелированы. Во-вторых, доля крупнейшего внешнего акционера действительно возрастает с увеличением размера предприятия, а доля администрации – убывает¹².

¹¹ Если упорядочить выборку по объему продаж, то медианное предприятие из большей половины выборки (т.е. предприятие, занимающее 711-е место по размеру в выборке из 948 предприятий: $711/948 = 75\%$) больше медианного предприятия из меньшей половины (т.е. предприятия, занимающего 237-е место в выборке: $237/948 = 25\%$) в 7.8 раза.

¹² Такая же взаимосвязь наблюдается между структурой собственности и другим показателем размера – объемом продаж. Если одно предприятие больше другого в 10 раз, то доля администрации в среднем ниже на 3.5%, а доля крупнейшего внешнего собственника – выше на 4.3%. Корреляция между объемом продаж и долей мелких акционеров отсутствует. Впрочем, само наличие мелких акционеров действительно более вероятно на больших предприятиях (впрочем, величина эффекта

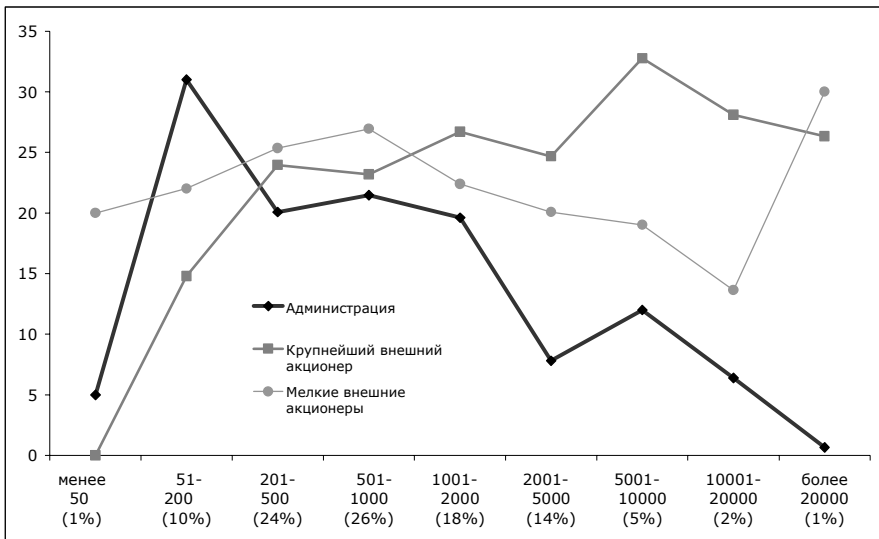


Рис. 6. Зависимость доли различных собственников от размера предприятия

Примечание. На рисунке показана зависимость доли акций администрации, крупнейшего внешнего собственника и мелких внешних акционеров от размера предприятия в 2002 г. Размер предприятия (количество занятых) отложен по горизонтальной оси. Выборка разбита по размеру на 9 категорий, для каждой из которых на рисунке показано среднее значение соответствующей доли акций по всей выборке. В скобках под наименованием категории по горизонтальной оси указан вес данной категории в выборке.

мала). В то же время среди предприятий, у которых есть мелкие акционеры, размер контролируемого ими пакета убывает с размером: при увеличении объема продаж в 10 раз доля мелких акционеров в среднем ниже на 7.3%.

3. Качество корпоративного управления в российской промышленности

Кодекс корпоративного поведения устанавливает стандарты корпоративного управления, которые предприятия вполне могут внедрить и до принятия Кодекса. Поэтому для определения спроса на корпоративное управление следует не только выяснить намерения руководителей предприятий, но и их последующие действия. Наше исследование дает возможность оценить текущее состояние корпоративного управления на российских предприятиях. В данном разделе представлены результаты исследования качества корпоративного управления и факторов, от которых оно зависит.

3.1. Компоненты корпоративного управления

Для определения качества корпоративного управления мы сформулировали 6 относительно объективных критериев, которые позволяют оценить различные компоненты корпоративного управления на предприятии. Руководителям предприятий были заданы следующие вопросы:

Вопрос 1. Используются ли у Вас международные стандарты бухгалтерской отчетности (US GAAP/IAS)?

Вопрос 2. Существует ли на Вашем предприятии (АО) отдел по работе с акционерами?

Вопрос 3. Предоставляете ли Вы всем своим акционерам повестки дня общих собраний акционеров?

Вопрос 4. Есть ли в составе совета директоров Вашего предприятия (АО) независимые директора?

Вопрос 5. Есть ли в составе совета директоров представители миноритарных акционеров?

Вопрос 6. Ведет ли реестр акционеров Вашего предприятия (АО) независимый реестродержатель?

Отметим, что согласно законодательству лишь часть этих норм являются обязательными к исполнению. Предоставление повестки дня акционерам обязательно в соответствии с законодательством об акционерных обществах. Также согласно Закону «О рынке ценных бумаг», если число владельцев именных ценных бумаг (в том

числе акционеров – владельцев акций всех категорий и типов, владельцев облигаций) акционерного общества суммарно превышает 500, держателем реестра должен быть независимый специализированный регистратор. Международные стандарты отчетности требуются только для торгуемых на бирже компаний для включения их в котировальные листы РТС первого уровня. Кроме того, к обращению на бирже допускаются лишь ценные бумаги компаний, выполняющих требования законодательства по раскрытию информации и ведению реестра.

На вопросы данной анкеты в 2002 г. ответило 672 открытых акционерных общества (ОАО) и 186 закрытых (ЗАО). Распределение ответов представлено на *рис. 7*. Для каждого вопроса верхняя строка соответствует распределению ответов ОАО, нижняя – ЗАО. Как видно из рисунка, по большинству показателей корпоративное управление в ОАО и ЗАО примерно одинаково. Исключением является вопрос о независимых директорах – в советах директоров ОАО независимые директора работают намного чаще, чем в советах ЗАО.

Изменения в показателях корпоративного управления, произошедшие ко второму раунду, представлены на *рис. 8*. Интересно, что динамика различается в зависимости от показателя. С одной стороны, на 7% возросло количество предприятий, чей реестр ведет независимый реестродержатель, немного возросла доля предприятий, в совете директоров которых есть представители миноритарных акционеров и независимые директора. С другой стороны, меньше предприятий стали предоставлять повестки дня собраний акционерам, на 1/3 сократилась доля предприятий, использующих международные стандарты отчетности. Последнее, по-видимому, свидетельствует о высоких затратах и рисках для предприятия, связанных с установлением большей прозрачности и открытости. В то же время рост числа компаний с независимым реестродержателем может свидетельствовать об усилении правоприменения в области корпоративного права, поскольку эта норма является обязательной для большинства предприятий. В целом изменения в стандартах корпоративного управления нельзя назвать значительными, хотя для некоторых предприятий они были весьма существенны.

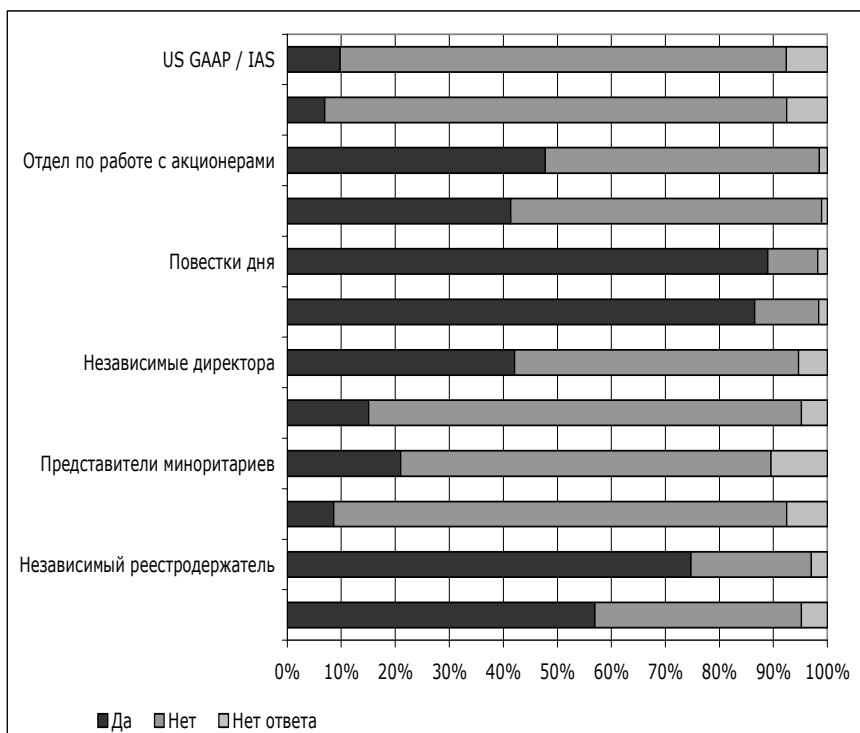


Рис. 7. Состояние корпоративного управления на российских предприятиях

Примечание. На рисунке представлено распределение ответов на вопросы 1–6 о состоянии корпоративного управления на предприятии в 2002 г. Для каждого вопроса отдельно приведены ответы ОАО (верхняя строка) и ЗАО (нижняя строка). Разброс ответов достаточно велик. Среднее (по всем вопросам) число положительных ответов – 42%, отрицательных – 53%.

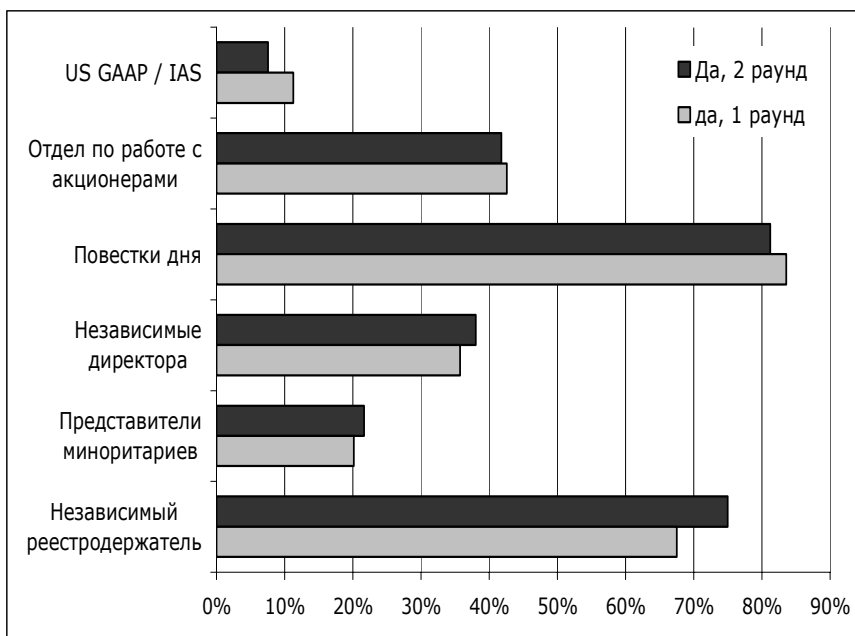


Рис. 8. Изменение показателей корпоративного управления (в % от числа ответивших на данный вопрос из фирм, участвовавших в обоих раундах)

Интересно, что качество корпоративного управления по отдельным компонентам существенно различается. Так, подавляющее большинство компаний вовремя извещают акционеров о собрании, но лишь около 1/2 компаний пользуются услугами независимого реестродержателя. Лишь немногие компании имеют финансовую отчетность, выполненную по международным стандартам, и представителей миноритариев в совете директоров.

Возникает естественный вопрос: насколько различные компоненты корпоративного управления связаны между собой? В табл. 3 представлена матрица корреляций между ними. Как видно из таблицы, все компоненты имеют положительную и значимую корреляцию, а некоторые – и достаточно большую по величине.

Одна из причин высокой корреляции ответов на вопросы состоит в том, что они отчасти определяются одними и теми же факторами. Одним из таких факторов, влияющих на издержки внедрения всех норм корпоративного управления, является размер предприятия. Удельные издержки корпоративного управления на больших предприятиях ниже, поэтому чем больше размер, тем выше вероятность того, что на предприятии уже введена та или иная практика корпоративного управления. На *рис. 9* представлена зависимость частоты положительных ответов на вопросы анкеты от количества работников, построенная по ответам 964 предприятий различных форм собственности. Легко видеть, что размер действительно увеличивает вероятность использования отдельных норм корпоративного управления¹³.

Таблица 3

Корреляция составляющих корпоративного управления

	Вопрос 1	Вопрос 2	Вопрос 3	Вопрос 4	Вопрос 5	Вопрос 6
Вопрос 1	1					
Вопрос 2	0.09*	1				
Вопрос 3	0.07*	0.33*	1			
Вопрос 4	0.05	0.15*	0.26*	1		
Вопрос 5	0.07*	0.21*	0.21*	0.25*	1	
Вопрос 6	0.08*	0.24*	0.46*	0.24*	0.23*	1

* Значимость на 5%-м уровне.

¹³ Положительные значимые корреляции сохраняются, если использовать не количество занятых, а объем продаж. Для отдельных вопросов корреляция составляет от 14% (независимые директора) до 28% (отдел по работе с акционерами).

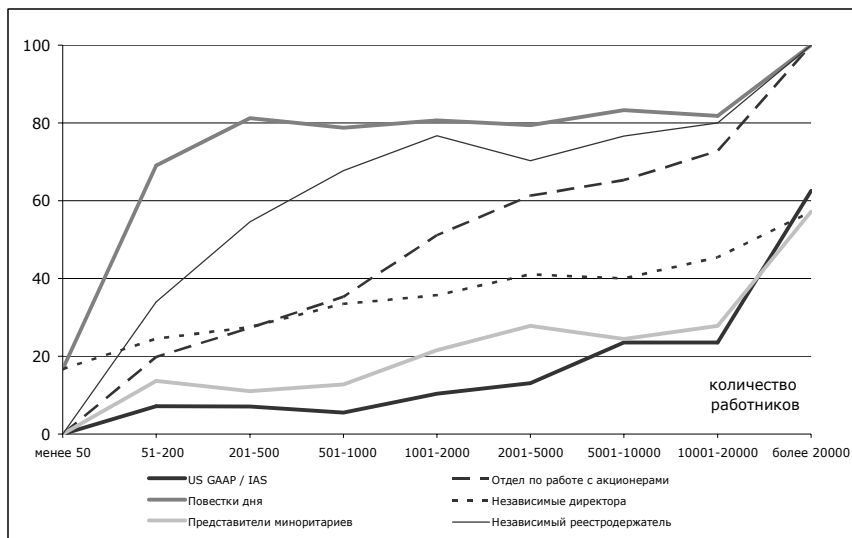


Рис. 9. Зависимость использования отдельных норм корпоративного управления от размера предприятия

Примечание. На рисунке представлены зависимость доли положительных ответов на 6 вопросов о корпоративном управлении от размера предприятия в 2002 г. Доли положительных ответов усреднены по категориям размера, отложенным по горизонтальной оси.

3.2. Индекс корпоративного управления

Какой из 6 вопросов наилучшим образом описывает качество корпоративного управления? Можно ли построить скалярный индекс, который показывал бы, насколько корпоративное управление в одной компании лучше, чем в другой?

Мы проверили зависимость введения одних элементов корпоративного управления от внедрения других. Мы перебрали все возможные линейные порядки компонент корпоративного управления. Наилучшим оказался следующий: *US GAAP* ⇒ *представители миноритариев* ⇒ *независимые директора* ⇒ *отдел по работе с акционерами* ⇒ *повестки дня* ⇒ *независимый реестродержатель* (т.е. если у предприятия есть международная отчетность, то у него есть и представители миноритарных акционеров в совете дирек-

торов и т.д.). Впрочем, и этому порядку соответствуют только 514 предприятий из 853, ответивших на все 6 вопросов в первом раунде.

В результате более подходящим представляется метод главных компонент. В табл. 4 представлены собственные значения и вектора для первого раунда. Первая компонента объясняет 35% общей вариации, что заметно больше объясняющей силы второй и третьей компонент (16 и 15% соответственно). Вес 6 вопросов в первой главной компоненте примерно одинаков¹⁴. С несколько большим весом в первую компоненту входят ответы на 3-й (*повестка дня*) и 6-й (*независимый реестродержатель*) вопросы. Вторая компонента, напротив, состоит практически из одного 1-го вопроса (*отчетность МСФО*). В третьей компоненте в большей степени представлены 4-й и 5-й вопросы.

Таблица 4

Результат анализа ответов на 6 вопросов о корпоративном управлении, проведенного методом главных компонент

Компонента	Собственное значение	Доля объясненной вариации		Собственные вектора		
				1	2	3
1	2.10	0.35	Вопрос 1	0.15	0.97	0.14
2	0.98	0.51	Вопрос 2	0.41	0.10	-0.33
3	0.89	0.66	Вопрос 3	0.51	-0.09	-0.36
4	0.81	0.80	Вопрос 4	0.39	-0.18	0.57
5	0.71	0.91	Вопрос 5	0.39	-0.09	0.58
6	0.51	1.00	Вопрос 6	0.49	-0.07	-0.29

Построенный индекс корпоративного управления в 2002 г. распределен на интервале от -2.37 до 3.07 со стандартным отклонением 1.45 (среднее значение нормализовано к нулю). В 2003 г. разброс значений индекса составил от -2.76 до 2.78. Для предприятий, ответивших на вопросы о корпоративном управлении в обоих раундах (353 предприятия), среднее значение индекса упало

¹⁴ Корреляция между первой главной компонентой и невзвешенной суммой ответов на все 6 вопросов составляет 99%. Далее мы все же используем главную компоненту, а не невзвешенную сумму, так как последняя принимает очень небольшое количество значений.

с 0.230 в 2002 г. до 0.004 в 2003 г., а медианное значение снизилось с 0.7 до 0.5. На *рис. 10* представлена гистограмма распределения значений первой главной компоненты для первого и второго раундов. Хотя у 1/2 предприятий корпоративное управление близко к среднему, у достаточно большого числа предприятий корпоративное управление очень плохое или очень хорошее.

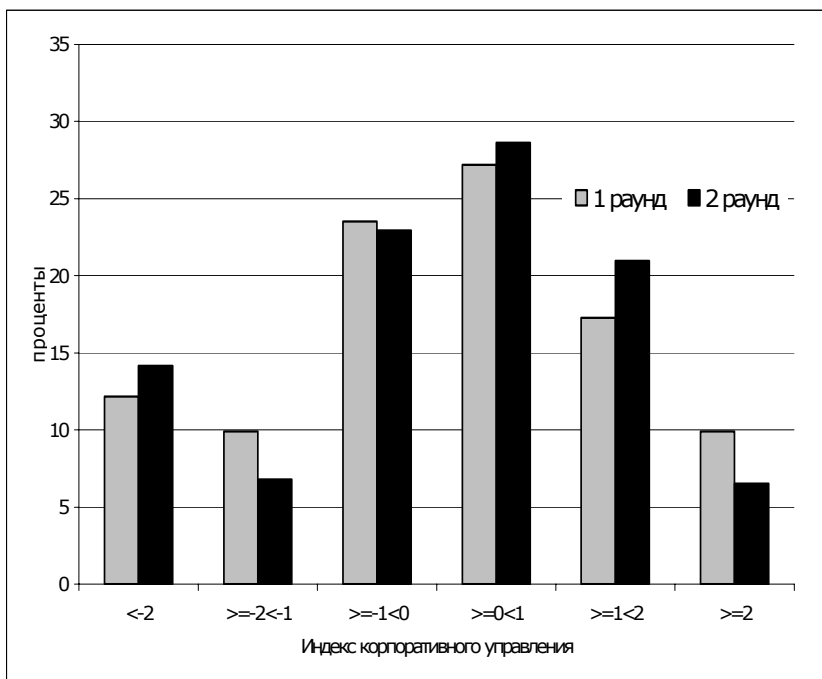


Рис. 10. Гистограмма распределения индекса корпоративного управления

Примечание. Гистограмма распределения индекса корпоративного управления (первой главной компоненты 6 вопросов) в 2002 г. По вертикали отложена доля в выборке предприятий с индексом корпоративного управления в соответствующем диапазоне. Значения индекса корпоративного управления менее -2 соответствуют отрицательным ответам на все 6 вопросов, более 2 – положительным ответам на 5 или 6 вопросов.

Хотя доля предприятий с умеренно хорошим уровнем индекса (от 0 до 2) увеличилась в 2003 г., это произошло как за счет улуч-

шения корпоративного управления на предприятиях с умеренно низким уровнем индекса, так и за счет ухудшения корпоративного управления на предприятиях с очень хорошим уровнем индекса. При этом доля предприятий с очень плохим корпоративным управлением возросла с 12 до 14%. В целом по выборке индекс корпоративного управления вырос на 30% предприятий и упал на остальных. При этом максимальное увеличение индекса составило 3.6, а максимальное падение – 4.3. Таким образом, хотя средний уровень корпоративного управления на предприятиях выборки снизился, изменения на отдельных предприятиях были неоднородными и разнонаправленными. Далее мы рассмотрим факторы, определяющие как абсолютный уровень корпоративного управления, так и его изменения.

3.3. Факторы, определяющие качество корпоративного управления

Корпоративное управление определяется не только размером предприятия. В данном разделе мы рассматриваем зависимость корпоративного управления от структуры собственности, отраслевых и региональных переменных и т.д. Для простоты мы не приводим исследования для ответов на 6 вопросов по отдельности, а исследуем факторы, определяющие построенный выше индекс корпоративного управления.

Оказывается, что с ростом концентрации собственности в распоряжении администрации или крупнейшего внешнего собственника индекс корпоративного управления сначала увеличивается, а затем начинает падать. На *рис. 11* представлены гистограммы совместного распределения концентрации собственности и индекса корпоративного управления для первого раунда. Как в случае доли администрации, так и в случае доли крупнейшего внешнего собственника зависимость немонотонна, причем большая часть выборки сосредоточена на растущем участке кривой. Мы оценили квадратичные зависимости индекса корпоративного управления от концентрации собственности. Оказалось, что квадратичные функции гораздо лучше описывают зависимости корпоративного управления от доли администрации и крупных внешних собственников, чем линейные. При этом в случае внешнего собственника

концентрация собственности приводит к улучшению корпоративного управления до тех пор, пока доля крупнейшего внешнего собственника не достигает 50%, в то время как в случае доли акций администрации пороговое значение составляет лишь 16%.

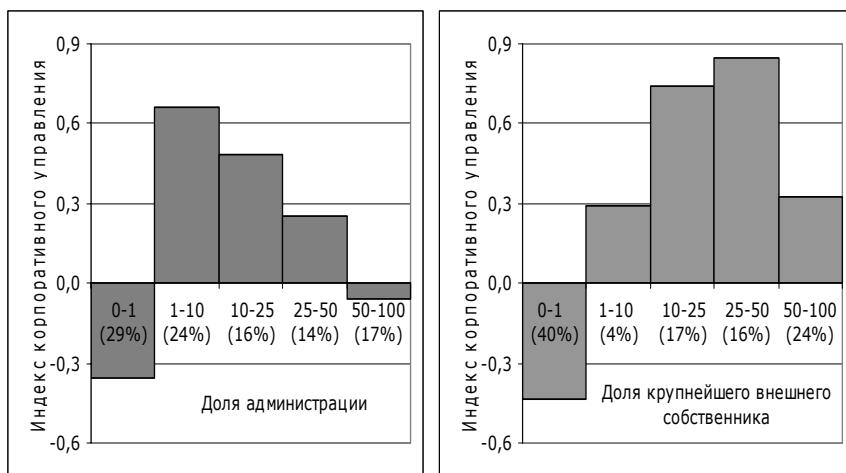


Рис. 11. Гистограммы зависимости индекса корпоративного управления от доли собственности для 1-го раунда

Примечание. На рисунках представлена зависимость индекса корпоративного управления от доли собственности в распоряжении администрации (слева) и крупнейшего внешнего собственника (справа) в 2002 г. Под каждым столбцом указаны диапазон долей (в % акционерного капитала) и вес данной категории в выборке. Высота столбца соответствует среднему по данной категории значению индекса корпоративного управления.

Концентрация собственности коррелирована с другими факторами, определяющими корпоративное управление (например, размер предприятия). Поэтому для того, чтобы проверить, сохраняется ли связь между концентрацией собственности и уровнем корпоративного управления, необходимо использовать аппарат регрессионного анализа¹⁵. В табл. 5 приводятся результаты рег-

¹⁵ Обоснованность рассмотрения структуры собственности в качестве экзогенной переменной в этой и последующих регрессиях обсуждается в разделе 1.3.

регрессий МНК для первого раунда в 6 различных спецификациях¹⁶. Результаты регрессии для второго раунда приведены в *табл. 6*.

Увеличение доли мелких акционеров, как и ожидалось, сопровождается повышением уровня корпоративного управления. Однако менее очевидна зависимость корпоративного управления от доли администрации и крупного внешнего собственника. Оказывается, что обнаруженная в парных сопоставлениях немонотонная связь между концентрацией собственности и корпоративным управлением сохраняется и в регрессиях.

С одной стороны, чем больше доля акций в распоряжении администрации и крупного внешнего собственника, тем лучше корпоративное управление (спецификации (1)–(3)). Таким образом, консолидация пакета дает крупным внутренним и внешним инвесторам стимулы к улучшению корпоративного управления на предприятии. Впрочем, как показывают спецификации (4)–(6), этот эффект не монотонен или, по крайней мере, не линеен. Спецификация (4) оценивает квадратичную зависимость. Коэффициент при квадратичном члене отрицателен и значим. Это означает, что увеличение доли акций в распоряжении крупнейшего внешнего собственника положительно влияет на корпоративное управление до тех пор, пока эта доля достаточно мала. Полученные коэффициенты показывают, что концентрация собственности в руках внешних акционеров улучшает корпоративное управление до 50%, затем эффект меняет знак. Коэффициент при квадрате доли собственности администрации также отрицателен, но не значим.

Для того чтобы проверить немонотонность зависимости корпоративного управления от концентрации собственности, мы также используем спецификации (5) и (6). В спецификации (6) мы оцениваем зависимость для подвыборки предприятий, в которых доля крупнейшего внешнего акционера превышает 50%. Оказывается, что дальнейшая концентрация собственности действительно ухудшает корпоративное управление. В столбце (5) приведены результаты оценивания кусочно-линейной спецификации; в регрессии на полной выборке оценивается спецификация, допускающая различные величины эффекта концентрации собственности на

¹⁶ Регрессии для отдельных компонент корпоративного управления дают похожие результаты.

уровень корпоративного управления для компаний с высокой и низкой степенью концентрации собственности. Оказывается, что до тех пор, пока концентрация собственности в руках внутренних (внешних) собственников не превышает 25% (50%), эффект концентрации собственности на корпоративное управление действительно положителен и значим, затем он резко (и значимо) падает. После критического уровня концентрации эффект становится незначимым. Зависимость корпоративного управления от концентрации собственности с учетом размера, отраслевых и географических характеристик с использованием кусочно-линейной спецификации представлена на *рис. 12*.

Во втором раунде опроса (*табл. 6*) связь между структурой собственности и индексом корпоративного управления (ИКУ) значительно слабее. Линейная зависимость между долями собственности и ИКУ оказывается незначимой, квадратичная зависимость сохраняется только для доли собственности менеджера предприятия. Если рассматривать долю собственности крупнейшего собственника, будь то менеджер или внешний собственник, то квадратичная зависимость сохраняется, причем она более выражена, если в качестве независимой переменной принимается доля крупнейшего собственника в первом раунде.

Таким образом, концентрация собственности оказывает положительное влияние на корпоративное управление до тех пор, пока она не слишком велика. После этого эффект становится незначимым (в некоторых спецификациях) или отрицательным. В случае внешних инвесторов критический уровень концентрации составляет 50%, в случае внутренних он значительно ниже¹⁷. Относительно небольшое количество наблюдений с концентрацией собственности выше критического уровня не позволяет уверенно утверждать,

¹⁷ В работе (*Morck, Shleifer, Vishny, 1988*) оценивается взаимосвязь между собственностью менеджеров и рыночной стоимостью компании, а также определяется нелинейная зависимость. Эффект собственности менеджеров на рыночную стоимость положителен при доле до 5%, отрицателен – при доле 5–25% и вновь положителен – при превышении 25%. Авторы объясняют это взаимодействием двух противоположных эффектов: положительного влияния стимулов, создаваемых собственностью, и отрицательного влияния «окапывания» менеджеров при увеличении доли собственности.

ухудшается корпоративное управление при дальнейшей концентрации собственности или остается постоянным.

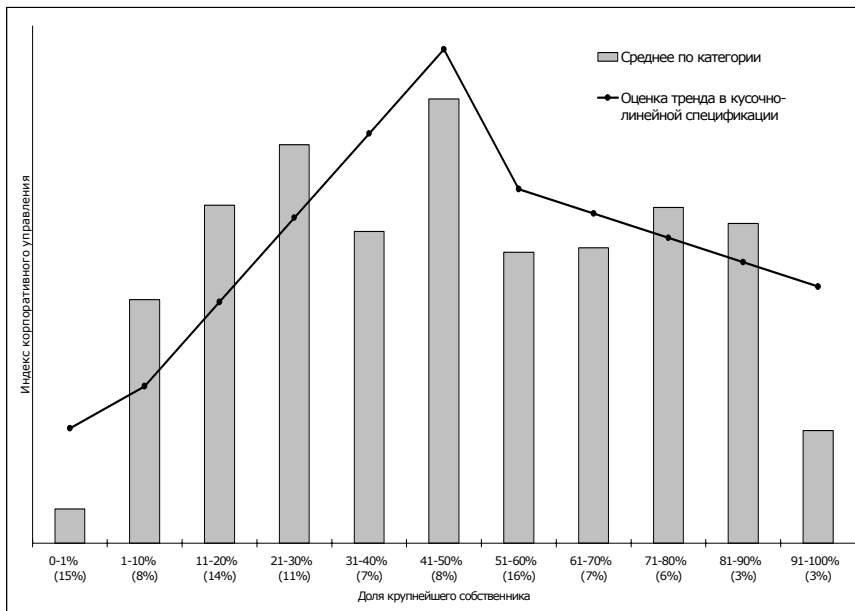


Рис. 12. Зависимость индекса корпоративного управления от доли собственности для 2-го раунда

Примечание. На рисунке представлена зависимость индекса корпоративного управления от доли собственности в распоряжении крупнейшего собственника в 2002 г. Под каждым столбцом указаны диапазон долей (в % акционерного капитала) и вес данной категории в выборке. Высота столбца соответствует среднему по данной категории значению индекса корпоративного управления. Линия соответствует результатам оценок, представленным в столбце 5 табл. 5 для кусочно-линейной спецификации.

Таблица 5

**Факторы, определяющие корпоративное управление
в 2002 г. (ИКУ – зависимая переменная)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Админ	0.561*	0.764**	0.682*	0.892*	3.638**	-2.014+
Кр.внеш.	0.949**	1.080**	0.856**	2.070**	2.731**	-2.138*
Мелкие		0.984**	0.788*	0.786**	0.701**	
Админ_кв				-0.637		
Кр.внеш_кв				-3.697**		
Админ*						
*(Админ>0.25)					-2.911**	
Кр.внеш.* *(Кр.внеш.>0.50)					-1.887**	
Лог продаж	0.226**	0.225**	0.277**	0.213**	0.221**	0.133+
Ликвидность			-3.584+			
Экспорт	0.589	0.571	0.302	0.470	0.737+	0.163
ЗАО	-0.217	-0.311+	-0.479*	-0.198	-0.221	-0.511
Отрасли	незнач.	незнач.	незнач.	+	+	**
Москва	-0.870**	-0.933*	-0.820	-0.692**	-0.845**	-1.865**
ДФФО	0.347	0.165	0.166	0.079	0.068	-0.562
СЗФО	0.034	0.061	0.431	0.008	0.003	0.657
СФО	-0.299	-0.458+	-0.669*	-0.523**	-0.475+	-1.042+
ЮФО	-0.052	-0.198	-0.063	-0.245	-0.273	-0.214
УФО	-0.754**	-0.770**	-0.407	-0.831**	-0.772**	-1.119+
ПФО	-0.200	-0.251	-0.092	-0.164	-0.161	-0.354
Кол-во наблюдений	327	300	217	300	300	73
R ²	0.25	0.30	0.29	0.34	0.36	0.56

+ Коэффициент значим на 10%-м уровне.

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Примечание.

1. Приведены результаты регрессий МНК с робастными стандартными ошибками. В столбцах (1)–(5) представлены результаты регрессий по полной выборке, в столбце (6) – по подвыборке с долей крупнейшего внешнего собственника более 50% (Кр.внеш.>0.50). Полное описание переменных и таблицу корреляций см. в Приложении. Отраслевые (по 9 двузначным отраслям, не показаны) и региональные переменные, переменные ЗАО, а также переменные Админ>0.25 и т.д. принимают значения 1, если соответствующее условие выполнено, и 0 – в противном случае. Переменная Админ_кв – квадрат разности доли собственности администрации данного предприятия и средней доли собственности администрации по всей выборке (т.е. Админ_кв = (Админ-0.19)²); поправка на среднее сделана для уменьшения корреляции с Админ.

2. Описание переменных см. в Приложении 2. Здесь и далее в тексте: ДВФО – Дальневосточный федеральный округ; СЗФО – Северо-Западный федеральный округ; СФО – Северный федеральный округ; ЮФО – Южный федеральный округ; УФО – Уральский федеральный округ; ПФО – Приволжский федеральный округ.

Таблица 6

**Факторы, определяющие корпоративное управление в 2003 г.
(ИКУ – зависимая переменная)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Лог продаж 2001	0.320**	0.109	0.310**	0.316**	0.283**	0.285**
Админ03	0.152	-0.414	2.863**			
Кр.внеш.03	-0.100	-0.021	0.037			
Мелкие03		-0.410	0.205			
Ликвидность02		0.711				
Админ03_кв			-3.564**			
Кр.внеш.03_кв			-0.086			
Крупнейший03				1.759*		
Крупнейший03_кв				-2.062*		
Админ02					1.752	
Кр.внеш.02					2.431*	
Мелкие02					0.072	
Админ02_кв					-2.158	
Кр.внеш.02_кв					-2.899*	
Крупнейший02						3.081**
Крупнейший02_кв						-3.658**
ЗАО	-0.151	-0.332	-0.139	-0.044	-0.176	-0.191
отрасли	**	*	**	*	*	*
ДВФО	0.078	-0.195	0.224	0.129	0.368	0.240
СЗФО	0.146	-0.331	0.305	0.143	-0.014	-0.148
СФО	-0.562+	-0.638+	-0.393	-0.503+	-0.105	-0.220
ЮФО	0.274	-0.136	0.261	0.264	0.378	0.314
УФО	-0.101	-0.637	-0.087	-0.122	-0.228	-0.296
ПФО	-0.068	-0.152	0.032	-0.032	0.305	0.138
Кол-во набл.	241	127	228	241	178	197
R ²	0.25	0.19	0.30	0.27	0.32	0.29

+ Коэффициент значим на 10%-м уровне.

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Примечание. Приведены результаты регрессий МНК с робастными стандартными ошибками. Полное описание переменных и таблицу корреляций см. в Приложении. Отраслевые и региональные переменные, переменные ЗАО принимают значения 1, если соответствующее условие выполнено, и 0 – в противном случае. Крупнейший 03(02) – доля самого крупного собственника (менеджер или крупнейший внешний собственник) в 2003 (2002) г.

Чем обусловлена данная нелинейность? Когда один акционер владеет крупным, но не контролирующим пакетом акций, а остальная собственность распылена, то существует угроза враждебного захвата компании. В этом случае крупному собственнику выгодно повышать стандарты корпоративного управления для более спра-

ведливого распределения доходов между акционерами, предотвращая тем самым угрозу недружественного поглощения¹⁸. Если же в руках одного акционера сосредоточен слишком большой пакет акций, то добровольные институты корпоративного управления теряют ценность, поэтому внедрять их не имеет смысла. Единственное решение в данном случае – выкуп крупным акционером акций у мелких инвесторов. Более сильная нелинейность зависимости уровня корпоративного управления от доли крупнейшего собственника в предыдущем году, чем в текущем, может означать, что собственнику необходимо время, чтобы осознать угрозу и провести необходимые улучшения в корпоративном управлении.

Остальные переменные играют менее важную роль. Во всех спецификациях наблюдается вышеупомянутый эффект размера. Наличие денежных средств на счету предприятия (переменная *ликвидность* = *ликвидные средства на конец года / годовой объем продаж*) ухудшает корпоративное управление – предприятия, располагающие свободными средствами, не нуждаются в привлечении внешних инвесторов (данный эффект не сохраняется в 2003 г.). Мы также добавляли такие финансовые показатели, как отношение ликвидных средств к краткосрочным пассивам и производительность труда относительно среднеотраслевого уровня (по пятизначным отраслям ОКОНХ). Эти переменные оказались незначимыми (при этом относительная производительность положительно коррелирована с размером предприятия). Эффект доли экспорта в выручке незначим, по-видимому, этот фактор автоматически учитывается в отраслевых различиях. В закрытых акционерных обществах уровень корпоративного управления хуже, но в большинстве спецификаций различия незначимы (регрессии по подвыборке с исключенными ЗАО также давали похожие результаты).

Отраслевые различия в уровне корпоративного управления в 2002 г. приведены в *табл. 7*. Как можно видеть, средние значения индекса корпоративного управления по отраслям различаются значительно. Предприятия отраслей тяжелой промышленности имеют в среднем более высокий уровень корпоративного управления по сравнению с другими отраслями. Однако, когда мы прини-

¹⁸ См. модель недружественного поглощения в работе (Guriev, Lazareva, Rachinsky, Tsuchlo, 2003).

маем во внимание остальные факторы, включая размер предприятия и экспортную ориентацию, отраслевые отличия статистически значимы лишь в лесной, пищевой промышленности и промышленности стройматериалов, где уровень корпоративного управления ниже по сравнению с машиностроением и другими отраслями.

Таблица 7

**Уровень корпоративного управления
в различных отраслях промышленности
в 2002 г.**

Отрасли	ИКУ (средний по отрасли) (в скобках – среднеквадратичное отклонение)	Коэффициент регрессии (отличие от машиностроения) (в скобках – стандартная ошибка)
11 Электроэнергетика и топливная	0.77 (1.46)	-0.56 (0.40)
12 Metallургия	0.65 (1.38)	0.18 (0.34)
13 Химия и нефтехимия	0.26 (1.54)	0.24 (0.31)
14 Машиностроение и металлообработка	0.12 (1.58)	0
15 Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная	-0.49 (1.40)	-0.62** (0.23)
16 Промышленность стройматериалов	-0.38 (1.15)	-0.49* (0.22)
17 Легкая	-0.04 (1.29)	-0.07 (0.21)
18 Пищевая	-0.07 (1.21)	-0.39* (0.20)
19 Прочие	-0.43 (1.29)	-0.94 (0.57)

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Примечание. В последнем столбце приведены коэффициенты и их стандартные ошибки при отраслевых фиктивных переменных из регрессии для индекса корпоративного управления (табл. 5, спецификация (5)). Базовая отрасль в регрессии – машиностроение и металлообработка.

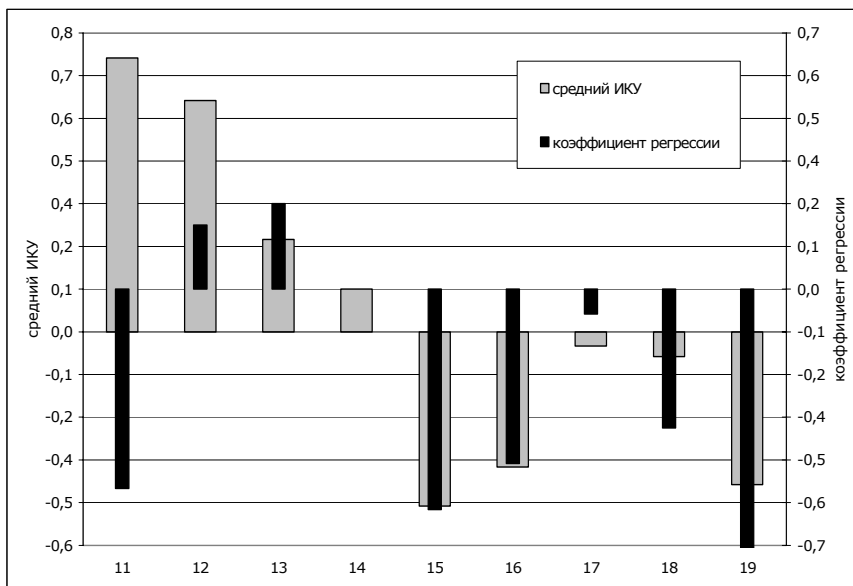


Рис. 13. Уровень корпоративного управления в различных отраслях российской промышленности в 2002 г.

Примечание. На рисунке представлены средние значения индекса корпоративного управления (левая шкала) и фиктивные переменные (отличия от машиностроения) из регрессии (последний столбец табл. 5) для соответствующих отраслей (обозначения отраслей см. в табл. 7).

Отдельный интерес представляет вопрос о факторах, определяющих изменения в уровне корпоративного управления. Какие предприятия вводят новые стандарты корпоративного управления? Что заставляет предприятия отказываться от уже введенных норм? Хотя год – это не слишком большой период для изменений в корпоративном управлении, входящий в долгосрочную стратегию предприятия, в российских условиях изменения в этой области происходят достаточно быстро. Мы пытаемся оценить факторы изменения корпоративного управления с помощью регрессионного анализа, результаты которого представлены в табл. 8. В качестве объясняемой переменной выступает абсолютное изменение ИКУ. Как показывают данные, структура собственности в 2002 г. не оказывает существенного влияния на последующие изменения в

корпоративном управлении. В то же время рост доли собственности мелких собственников связан с увеличением индекса корпоративного управления. Трудно сказать, что здесь являлось причиной, а что следствием: улучшалось ли корпоративное управление вследствие роста числа мелких собственников или после повышения качества корпоративного управления росла привлекательность компании для мелких инвесторов.

Мы также оценили модель с фиксированными эффектами для каждого предприятия и получили аналогичные результаты.

К сожалению, размер подвыборки предприятий, по которым имеются данные по уровню корпоративного управления и по структуре собственности в обоих раундах опросов, невелик, поэтому отсутствие статистически значимых зависимостей может быть обусловлено недостаточным количеством наблюдений.

Таблица 8

Факторы изменения уровня корпоративного управления

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	(ИКУ2003 – ИКУ2002)			(ИКУ2003 – ИКУ2002) (исключая выбросы)		
Лог занятость01	0.134	0.156	0.153	-0.013	-0.088	-0.081
Админ02	0.010			-0.266		
Кр.внеш02	-0.327			-0.373		
Мелкие02	0.306			0.151		
Админ_изм		-0.162			-0.340	
Кр.внеш._изм		-0.511			-0.553	
Мелкие_изм.		0.702+	0.606		0.702+	0.619
Крупнейш._изм						-0.338
Отрасли	незнач.	**	**	*	+	незнач.
ЗАО	-0.464+	-0.459	-0.527+	-0.536*	-0.548+	-0.529+
ДВФО	-0.031	0.076	0.205	-1.205	-2.300*	-2.137*
СЗФО	-0.460	-0.336	-0.405	-1.041	-0.824	-0.723
СФО	-0.313	-0.252	-0.261	-0.897	-0.586	-0.515
ЮФО	-0.163	-0.361	-0.261	-1.148+	-1.426*	-1.324*
УФО	0.218	0.601	0.476	-0.465	-0.454	-0.377
ПФО	-0.158	-0.161	-0.132	-1.050	-0.987+	-0.923
Кол-во набл.	143	104	110	142	103	103
R ²	0.15	0.20	0.20	0.16	0.24	0.23

+ Коэффициент значим на 10%-м уровне.

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Примечание. Приведены результаты регрессий МНК с робастными стандартными ошибками.

4. Инвестиции

Главная цель любой реформы корпоративного управления – улучшение инвестиционного климата, создание условий для привлечения внешних инвестиций. Насколько эту проблему можно решить при помощи повышения качества корпоративного поведения? Для ответа на этот вопрос мы постараемся оценить зависимость наличия и источников финансирования инвестиций от индекса корпоративного управления, построенного в предыдущем разделе. Полученные выше результаты позволяют усомниться в том, что корпоративное управление напрямую влияет на инвестиционную привлекательность. Российские предприятия (по крайней мере, входящие в нашу выборку) серьезно отличаются от модели «разделения собственности и контроля» Берле и Минса (*Berle, Means, 1932*). Многие из них контролируются одним внешним или внутренним собственником, поэтому для инвестиций необязательно должны быть обусловлены защитой прав мелких акционеров. Более того, обнаруженные нелинейные эффекты не позволяют надеяться на наличие простой связи между корпоративным управлением и инвестициями.

4.1. Наличие инвестиций и источники финансирования

В табл. 9 представлены ответы предприятий на вопрос о наличии инвестиций и источниках их финансирования. Большинство предприятий (77.6%) осуществляли инвестиции. В основном инвестиции финансировались из собственных средств. Лишь 20% предприятий использовали банковские кредиты и менее 1% – выпуск новых акций. Всего 7 предприятий в выборке когда-либо выпускали облигации. Эти данные соответствуют данным Госкомстата о ситуации в российской промышленности в целом (см. Приложение). Отметим, что полученные результаты не сильно отличаются и от данных по другим странам, как по переходным (*Bergloef, Bolton, 2002*), так и по развитым (*Myers, 2000*).

Таблица 9

**Распределение ответов на вопрос «За счет каких средств
Ваше предприятие производило инвестиции в 2001 г.?»**

	Кол-во предприятий, %
Инвестиций не было	22.4
Инвестиции за счет собственных средств	66.1
в том числе только за счет собственных средств	49.3
Банковские кредиты	21.3
Размещение новой эмиссии акций	0.7
Другие источники	6.2
Количество предприятий	947

Примечание. Сумма ответов превышает 100%, так как респонденты могли выбрать более одного ответа.

В табл. 10 представлены данные о структуре инвестиций для двух раундов опроса. Как показывают данные в этой таблице, структура инвестиций изменилась незначительно. Лишь доля предприятий, привлекавших кредиты, выросла на 7%, однако доля кредитов в общем объеме финансирования составила всего около 16%. Несмотря на рост рынка облигаций, лишь одно из опрошенных предприятий использовало этот инструмент в 2003 г.

Таблица 10

Изменения в структуре инвестиций

За счет каких средств Ваше предприятие производило инвестиции в истекшем году?	В процентах от числа ответивших на данный вопрос для предприятий, участвовавших в обоих раундах		Доля инвестиций (если их сумма равна 100%)
	2002	2003	
Инвестиций не было	18.83	22.91	
Собственные средства	71.67	71.09	75.59
Банковские кредиты	21.50	28.48	15.83
Облигации	–	0.21	0.00
Размещение новой эмиссии акций	1.00	0.86	0.48
Средства собственника/инвестора	–	7.71	5.07
Бюджет и внебюджетные фонды	–	4.71	1.87
Другое	6.00	3.85	1.16
Количество ответивших	600	467	324

В *табл. 11* представлены различные характеристики предприятий по источникам инвестиций в 2002 г. Структура собственности не играет большой роли, за исключением доли мелких акционеров. Чем большее количество акций контролируют мелкие акционеры, тем меньше внешних инвестиций привлекает предприятие¹⁹.

Существенна и отраслевая специфика. Экспортные отрасли инвестируют больше, но в основном за счет собственных средств. Отрасли, работающие на внутренний рынок, инвестируют меньше и вынуждены привлекать внешние средства

Вопрос о ставке процента, под которую предприятие согласно привлекать заемные средства, дает представление о доходности инвестиционных проектов, по крайней мере, о том, как доходность воспринимается руководством предприятия. Приведенные в *табл. 11* ответы показывают, что предприятия с низкой ставкой доходности скорее не инвестируют или (реже) инвестируют из собственных средств, в то время как предприятия с более высокой ставкой доходности инвестируют, причем относительно чаще – за счет внешних источников.

Самым интересным результатом является отсутствие корреляции инвестиций и корпоративного управления. Хотя между наличием инвестиций и индексом корпоративного управления и имеется положительная связь, величина эффекта мала. Кроме того, корпоративное управление не влияет на возможность привлечения кредитов. Конечно, корпоративное управление существенно увеличивает шансы привлечь инвестиции путем эмиссии акций (этот эффект статистически значим), однако количество таких предприятий в нашей выборке настолько мало, что вряд ли можно с уверенностью говорить о наличии такой взаимосвязи.

¹⁹ Эта контринтуитивная связь исчезает в регрессиях. Впрочем, и отрицательная связь между количеством мелких акционеров и привлечением инвестиций может быть объяснена повышением издержек управления компанией при наличии мелких акционеров.

Таблица 11

**Характеристики предприятий по источникам
инвестиций в 2002 г.**

	Источники инвестиций					
	Всего	Нет	Собств.	Кредиты	Эмиссия	Другое
Средняя доля крупного внешнего собственника	23.9	22.8	23.8	26.8	30.4	29.5
Средняя доля собственности администрации	19.3	17.2	20.4	19.7	6.0	13.6
Средняя доля мелких собственников	23.6	24.8	24.6	18.6	36.4	26.5
Индекс корпоративного управления	0	-0.2	0.2	0.2	1.9	-0.2
Под какой максимальной процент в валюте Вы готовы привлечь долгосрочный банковский кредит?						
1) нет потребности	25.8	36.0	29.1	19.8	14.3	33.3
2) 5–10%	52.3	55.6	64.3	70.9	85.7	62.8
3) 11–20%	5.7	7.4	6.1	9.3	0.0	2.0
4) >20%	0.5	1.1	0.5	0.0	0.0	2.0
<i>Отрасли</i>						
11. Электроэнергетика и топливная	3.9	0.9	4.8	2.4	0.0	6.8
12. Металлургическая	4.4	3.1	5.3	7.3	0.0	0.0
13. Химическая	4.5	4.4	4.4	4.4	33.3	6.8
14. Машиностроительная	38.5	38.3	42.4	35.4	44.4	32.2
15. Деревообрабатывающая	10.9	13.7	9.5	8.3	11.1	15.3
16. Стройматериалов	9.5	11.0	9.1	7.8	0.0	10.2
17. Легкая	13.2	18.5	10.1	13.1	11.1	11.9
18. Пищевая	13.4	8.4	13.1	18.0	0.0	13.6
19. Другие	1.8	1.8	1.3	3.4	0.0	3.4
<i>Размер</i>						
1–500 человек	34.3	49.3	28.0	30.1	22.2	25.4
500–1000 человек	25.7	27.3	25.0	19.9	0.0	33.9
1000–5000 человек	32.0	21.2	35.5	38.4	66.7	33.9
более 5000 человек	8.0	2.2	11.6	11.7	11.1	6.8
Количество предприятий	1261	227	640	206	9	59

Примечание. Для каждой категории наличия и источника финансирования инвестиций приведены средние значения показателей, приведенных в левом столбце

4.2. Факторы, определяющие наличие инвестиций

В табл. 12 представлены результаты оценок зависимости наличия инвестиций от различных переменных, таких как структура собственности, размер, рентабельность, отраслевая и региональная специфика, доля экспорта в продажах и т.д., в 2002 г.

Оказывается, что, если учитывать размер, отраслевую принадлежность и структуру собственности, наличие инвестиций не зависит от корпоративного управления. Как показано выше, корпоративное управление и структура собственности коррелированы, поэтому особенно интересно, что коэффициенты именно при переменных структуры собственности значимы, а при корпоративном управлении – нет. Консолидация собственности в руках администрации и крупного внешнего собственника увеличивает вероятность инвестиций (при заданном уровне корпоративного управления), а эффект корпоративного управления при заданной структуре собственности – незначим.

Это можно объяснить тем, что собственность слишком концентрирована. Для того чтобы проверить эту гипотезу, мы включили в регрессию переменную *Мелкие*ИКУ*, (произведение доли акций мелких акционеров и индекса корпоративного управления). Коэффициент положителен и значим – доля мелких акционеров и уровень корпоративного управления взаимно дополняют друг друга с точки зрения инвестиций. Чем выше доля акций в распоряжении мелких собственников, тем больше влияние корпоративного управления на инвестиции²⁰.

Мы также включили в регрессию член *Админ*ИКУ*, чтобы понять, являются консолидация собственности в руках администрации и корпоративное управление взаимозаменяющими или взаимодополняющими факторами²¹. Коэффициент при *Админ*ИКУ* отрицателен и значим, что означает, что корпоративное управле-

²⁰ В спецификации (3) величина эффекта ИКУ равна $-0.016 + 0.129 * \text{Мелкие}$. Таким образом, в отсутствие мелких акционеров эффект корпоративного управления незначим (и даже отрицателен). Если же доля мелких акционеров составляет, например, 50%, то эффект корпоративного управления положителен и достаточно велик ($-0.016 + 0.129 + 0.5 = 0.049$).

²¹ Мы также пытались включить в регрессию *Кр.внеш*ИКУ*; коэффициент при этом члене оказался незначим, остальные коэффициенты не изменились.

ние (понимаемое как уровень защиты внешних инвесторов) и концентрация собственности являются субститутами. Хотя уровень корпоративного управления не влияет на инвестиции сам по себе, он ослабляет положительный эффект консолидации собственности в руках администрации. Чем выше уровень защиты внешних акционеров, тем меньше контроля дает администрации каждый дополнительный процент акций, и, следовательно, тем меньше инвестиций.

Таблица 12

Факторы, определяющие наличие инвестиций в 2002 г.

	(1)	(2)	(3)	(4)
Лог продаж	0.088**	0.068**	0.065**	0.095**
Рентабельность	0.681**	0.829**	0.787**	1.035**
Спрос на кредит	0.039	0.033	0.056	
Админ	0.137	0.077	0.171*	0.266*
Кр.внеш.	0.220*	0.199*	0.178+	0.180+
Мелкие	0.084	0.208+	0.050	
ИКУ	-0.016	0.025	-0.024	0.008
Админ*ИКУ		-0.223**	-0.172*	-0.203*
Мелкие*ИКУ			0.198**	
Экспорт	-0.078	-0.042	-0.076	0.037
Металлургия	-0.178	-0.066	-0.027	-0.137
Химия и нефтехимия	-0.133	-0.087	-0.040	-0.161
Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная	0.133*	0.116*	0.091*	0.098
Промышленность строительных материалов	0.034	0.046	0.029	0.012
Легкая	-0.024	0.011	-0.023	-0.050
Пищевая	0.137*	0.131*	0.140**	0.112+
Наличие плана реконструкции				0.040
<i>Количество наблюдений</i>	181	181	181	222
<i>Псевдо R²</i>	0.29	0.34	0.39	0.29

+ Коэффициент значим на 10%-м уровне.

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Примечание. Зависимая переменная принимает значение 0, если инвестиций в прошлом году не было, и значение 1, если инвестиции были. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи пробит-регрессии. Региональные переменные (не показаны) незначимы. Базовая отрасль – машиностроение и металлообработка. Так как в энергетике все предприятия осуществляли инвестиции, эта отрасль исключена из регрессии.

Эффект других факторов предсказуем: размер и рентабельность предприятия увеличивают вероятность инвестиций. Отрасли ТЭК инвестируют гораздо больше, чем остальные. Впрочем, предприятия лесной и пищевой промышленности инвестируют на 10–14% чаще, чем предприятия в других неэнергетических отраслях. Отраслевые переменные поглощают эффект доли экспорта в продажах, так что последний оказывается незначимым.

Таблица 13

Факторы, определяющие наличие инвестиций в 2003 г.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Лог продаж01	0.063**	0.063**	0.192**	0.207**	0.062**
Рентабельность02	0.078	0.080	-0.012	-0.035	0.031
Админ03	0.036	0.034			
Кр.внеш.03	-0.043	-0.042			
Мелкие03	-0.052	-0.051			
ИКУ2003	0.009	0.001			
ИКУ*Админ03		0.009			
ИКУ*Мелкие03 (ИКУ2003–ИКУ2002)		0.038			0.036+
Админ02			0.065	0.008	
Кр.внеш.02			-0.039	-0.051	
Мелкие02			0.074	0.089	
ИКУ2002			-0.053	-0.116+	
ИКУ*Админ02				0.338*	
ИКУ*Мелкие02				-0.004	
Отрасли	**	**	**	**	**
Кол-во набл.	203	203	118	118	186

+ Коэффициент значим на 10%-м уровне.

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Примечание. Зависимая переменная принимает значение 0, если инвестиций в прошлом году не было, и значение 1, если инвестиции были. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи пробит-регрессии.

Факторы, определявшие наличие инвестиций в 2003 г., представлены в табл. 13. В отличие от 2002 г., структура собственности и качество корпоративного управления, а также их взаимодействие в 2003 г. не влияют на наличие инвестиций. Возможно, инвесторы не сразу смогут оценить нововведения в корпоративном управлении. Влияет ли качество корпоративного управления в 2002 г. на наличие и источники инвестиций в 2003 г.? Как ни странно, уровень корпоративного управления предыдущего года оказывает отрица-

тельный эффект на инвестиции в 2003 г. Возможно объяснение этого факта косвенным эффектом концентрации собственности, которая влияет на инвестиции и нелинейно связана с уровнем корпоративного управления. В то же время, рост уровня ИКУ положительно связан с наличием инвестиций.

4.3. Факторы, определяющие источники инвестиций

Корпоративное управление может оказывать влияние не только на наличие инвестиций, но и на источники их финансирования. В *табл. 14* представлены оценки зависимости вероятности внешних инвестиций (при условии, что инвестиции имели место) от различных характеристик предприятия в 2002 г. Большинство факторов незначимы, в том числе и размер, и структура собственности, и корпоративное управление. Внешнее финансирование объясняется главным образом всего двумя переменными – наличием *свободных ликвидных активов* и наличием *плана реконструкции*. Чем больше у предприятия ликвидных средств, тем более вероятно, что оно воспользуется собственными средствами для осуществления инвестиций. Это вполне согласуется с современными представлениями об издержках внешнего финансирования. Заметим, что добавление переменной *ликвидность* в регрессию удваивает объясняющую силу регрессии.

Наличие плана реконструкции увеличивает вероятность внешнего финансирования. Это также вполне предсказуемый результат. Однако возникает новый вопрос: что определяет наличие самого плана? В Приложении приведены результаты регрессий, которые показывают, что вероятность наличия плана реконструкции положительно связана с размером предприятий и долей акций у крупнейшего внешнего собственника.

Еще один интересный результат – доля акций в распоряжении мелких акционеров в некоторых спецификациях отрицательно влияет на вероятность внешних инвестиций. Это, впрочем, не так странно, если учесть, что подавляющее большинство внешних инвестиций – это банковские кредиты, а не эмиссия акций.

Результаты для второго раунда, представленные в *табл. 15*, различаются незначительно. Наличие ликвидных средств становится незначимым, в то же время наличие плана реконструкции

сохраняет свою значимость. Уровень корпоративного управления в 2002 и 2003 гг. по-прежнему незначим, однако рост индекса корпоративного управления положительно связан с наличием внешних инвестиций в 2003 г. Этот эффект становится незначимым при добавлении переменной о наличии плана реконструкции, однако наличие такого плана, в свою очередь, определяется структурой собственности, а значит, косвенно связано с уровнем корпоративного управления. Доля собственности в руках мелких акционеров еще более значимо отрицательно влияет на возможность привлечения внешнего финансирования – результат, который требует дальнейшего объяснения. Возможно, он связан с риском корпоративного шантажа или враждебного захвата, который увеличивается при наличии мелких акционеров и отпугивает инвесторов.

* * *

В разделах 4.2 и 4.3 мы по отдельности оценили зависимости наличия инвестиций и источников инвестиций от различных переменных. Эти величины, безусловно, не являются независимыми, и оценивать их необходимо совместно. В Приложении приводятся результаты мультиномиальных логит-оценок, которые показывают, что результаты не отличаются от приведенных в разделах 4.2 и 4.3 пробит-оценок.

Таблица 14

Факторы, определяющие внешнее финансирование в 2002 г.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Лог продаж	-0.006	-0.004	-0.022	0.031	-0.042	-0.011
Ликвидность	-3.476**	-3.028*		-0.892	-2.593**	-3.676**
Наличие плана реконструкции	0.180*		0.067	0.177*	0.186*	0.189*
Админ	-0.204	-0.244	-0.099	-0.140	-0.053	-0.224
Кр.внеш.	0.063	0.136	0.193	0.069	0.102	
Мелкие	-0.279+	-0.314*	-0.196	-0.170		-0.288+
ИКУ	0.003	0.017	0.018		0.012	0.004
Экспорт	0.026	-0.007	-0.095	-0.042	-0.049	0.035
ДВФО	0.126	0.098	-0.103	0.079	0.093	0.132
СЗФО	-0.063	-0.069	-0.088	-0.053	-0.111	-0.085
СФО	0.214	0.232	0.127	0.266+	0.049	0.206
ЮФО	-0.220	-0.192	-0.159	-0.209+	-0.241+	-0.220

Продолжение таблицы 14

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
УФО	0.199	0.186	0.191	0.060	0.173	0.204
ПФО	0.222*	0.232*	0.093	0.219*	0.237*	0.230*
Количество наблюдений	157	158	201	203	176	159
Псевдо R ²	0.20	0.18	0.10	0.14	0.16	0.20

+ Коэффициент значим на 10%-м уровне.

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Примечание. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи пробит-регрессии. Зависимая переменная принимает значение 0, если предприятие инвестировало только из внутренних средств, и значение 1 – в обратном случае (только для тех предприятий, которые инвестировали). Отраслевые переменные включены в регрессию, но не показаны.

Таблица 15

Факторы, определяющие внешнее финансирование в 2003 г.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Лог продаж01	0.057+	0.125*	0.062+	0.038	0.067+	0.057
Админ03	0.236	0.173	0.300		0.190	0.253
Кр.внеш.03	0.027	0.277	0.174		0.067	0.194
Мелкие03	-0.510**	-0.496*	-0.573**	-0.513**	-0.534*	-0.569*
Крупнейш.03				0.251+		
ИКУ2003	0.026	0.005		0.027		
ИКУ2002			-0.005			
(ИКУ2003–ИКУ2002)					0.068+	0.056
План реконстр.		0.306**	0.320**	0.267**		0.303**
Ликвидность02		-1.605				
Отрасли	**	**	**	**	**	**
Кол-во набл.	172	101	131	164	121	116
Псевдо -R ²	0.13	0.27	0.18	0.17	0.13	0.19

+ Коэффициент значим на 10%-м уровне.

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Примечание. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи пробит-регрессии. Зависимая переменная принимает значение 0, если предприятие инвестировало только из внутренних средств, и значение 1 – в обратном случае (только для тех предприятий, которые инвестировали).

5. Кодекс корпоративного поведения и спрос на корпоративное управление

В предыдущих разделах мы рассматривали фактически реализованные на предприятиях меры по улучшению корпоративного управления и имевшие место внутренние и внешние инвестиции. В данном разделе мы проанализируем отношение к Кодексу корпоративного поведения и намерения руководителей предприятий по внедрению отдельных положений.

5.1. Осведомленность о Кодексе

Исследование отношения к Кодексу необходимо начать с определения осведомленности руководителей о нем и о его отдельных положениях. На *рис. 14* показана осведомленность предприятий о Кодексе летом 2002 г., т.е. вскоре после его опубликования, и летом 2003 г. 1/3 ответивших на данную анкету в 2002 г. руководителей сказали, что знакомы с Кодексом в деталях или в общих чертах, и лишь 4% были знакомы с ним в деталях. Впрочем, около 1/2 предприятий, не знавших о Кодексе летом 2002 г., ознакомились с ним хотя бы в общих чертах в течение года (видимо, не последнюю роль в этом сыграл и сам опрос).

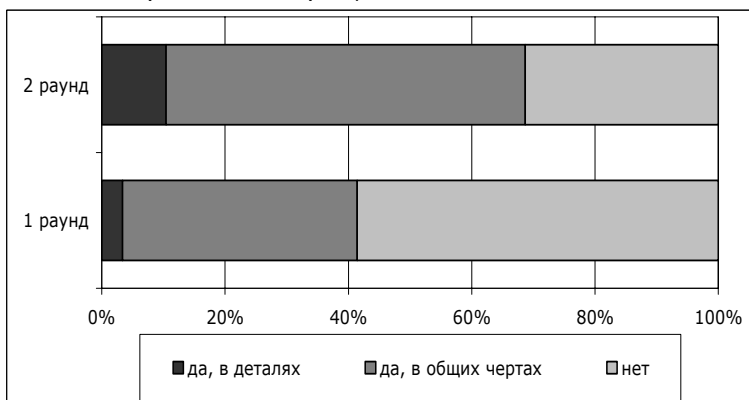


Рис. 14. Осведомленность предприятий о Кодексе (для 268 предприятий, ответивших на вопрос в обоих раундах)

7 вопросов анкеты относились к приемлемости отдельных положений Кодекса и имели 3 возможных ответа (приемлемо, неприемлемо, сложно оценить). Компании, знакомые с Кодексом, реже выбирали в качестве ответа последний, что отчасти свидетельствует об образовательной роли Кодекса.

Таблица 16

Ответы предприятий на вопросы об отдельных положениях Кодекса

	Затруднились ответить на все 7 вопросов о приемлемости отдельных положений Кодекса	Ответили определенно хоть на 1 вопрос о приемлемости отдельных положений Кодекса	Всего
Не знакомы с Кодексом	123	280	403
Знакомы с Кодексом	24	244	268
Всего	147	524	671

5.2. Востребованность Кодекса

В табл. 17 представлена статистика ответов на вопросы о приемлемости отдельных положений Кодекса и Кодекса в целом по 886 предприятиям в процентах от числа ответивших на данную анкету в 2002 г.

Как видно из таблицы, приемлемость различных положений Кодекса сильно варьирует, а на вопрос о приемлемости Кодекса в целом ответило заметно меньшее число компаний. Среди компаний, не ответивших на вопрос о приемлемости Кодекса в целом, больше тех, кто не знаком с Кодексом или затруднился с оценкой приемлемости всех 7 вопросов об отдельных положениях Кодекса.

На рис. 15 представлено распределение ответов на 7 вопросов анкеты относительно приемлемости отдельных положений Кодекса. Пик в верхнем углу соответствует 159 компаниям, выбравшим в качестве ответа «сложно оценить» на все 7 вопросов. 6 компаний ответили, что для них все положения Кодекса неприемлемы (правый нижний угол). Наибольшее число компаний находится ближе к левому нижнему углу. Они ответили, что большинство положений Кодекса для них приемлемо.

Таблица 17

Ответы на вопросы о приемлемости отдельных положений Кодекса и Кодекса в целом по 886 предприятиям, в % от числа ответивших на данную анкету в 2002 г.

	Да, все АО с числом акционеров более 1000 обязаны это делать		Да, мы готовы делать это добровольно	Нет	Всего
	Приемлемо	Неприемлемо	Сложно оценить		
Готовы ли Вы раскрывать информацию о том, в какой мере практика корпоративного поведения на Вашем предприятии соответствует рекомендациям Кодекса?	14	33	20	67	
Как Вы оцениваете приемлемость внедрения для Вашего предприятия ключевых положений проекта Кодекса корпоративного управления (в том числе с учетом необходимых «денежных» издержек)?					
Предоставление полного, равного и своевременного доступа к информации об АО для всех акционеров (в частности, при проведении общего собрания)	49	8	28	85	
Раскрытие информации для широкой публики (в проспекте эмиссии, в ежеквартальных и в годовых отчетах)	28	23	33	84	
Контроль за инсайдерской информацией, неиспользование в личных целях конфиденциальной информации об обществе	24	7	52	84	
Избрание независимых директоров в состав совета директоров	27	22	35	84	
Обеспечение прав мелких акционеров при проведении крупных сделок, реорганизаций (преимущественное право, одобрение общим собранием)	28	17	39	84	
Привлечение независимого оценщика при проведении крупных сделок, реорганизаций, независимые аудиторские проверки	48	7	29	84	
Установление четкого порядка выплаты дивидендов	49	5	30	84	

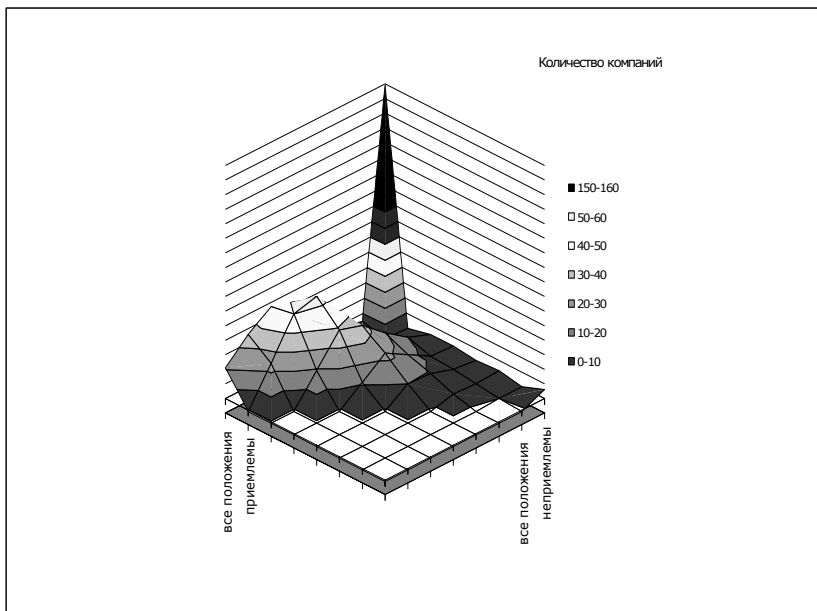


Рис. 15. Распределение ответов на 7 вопросов анкеты о приемлемости отдельных положений Кодекса в 2002 г.

Примечание. По горизонтальным осям отложено количество положений Кодекса, которые данное предприятие считает приемлемыми (левая ось) и неприемлемыми (правая ось). По вертикальной оси отложено количество предприятий (также выделено цветом). Распределение имеет 2 пика. Во-первых, это пик в дальнем углу, где находятся предприятия, которые затруднились оценить приемлемость всех 7 положений. Второй пик расположен слева, т.е. включает предприятия, которые считают большинство положений приемлемыми. В правой части диаграммы предприятий практически нет. Таким образом, те предприятия, которые готовы оценить приемлемость отдельных положений, считают их скорее приемлемыми, чем неприемлемыми.

Чем большее число положений Кодекса приемлемо для компаний, тем выше вероятность того, что Кодекс приемлем в целом. Данная зависимость представлена на рис. 16.

Ответы на 7 вопросов о приемлемости отдельных положений Кодекса коррелированы друг с другом (табл. 18). Чтобы построить скалярный индекс спроса на Кодекс, мы воспользовались методом главных компонент. Результаты представлены в табл. 19. Первая

компонента объясняет 30% общей вариации, что заметно больше объясняющей силы второй и третьей компонент (по 14%), а также имеет вдвое большее собственное значение. Вес 7 вопросов в первой главной компоненте примерно одинаков²².

Таким образом, в дополнение к информации о приемлемости Кодекса в целом мы построили индекс спроса на отдельные положения Кодекса.

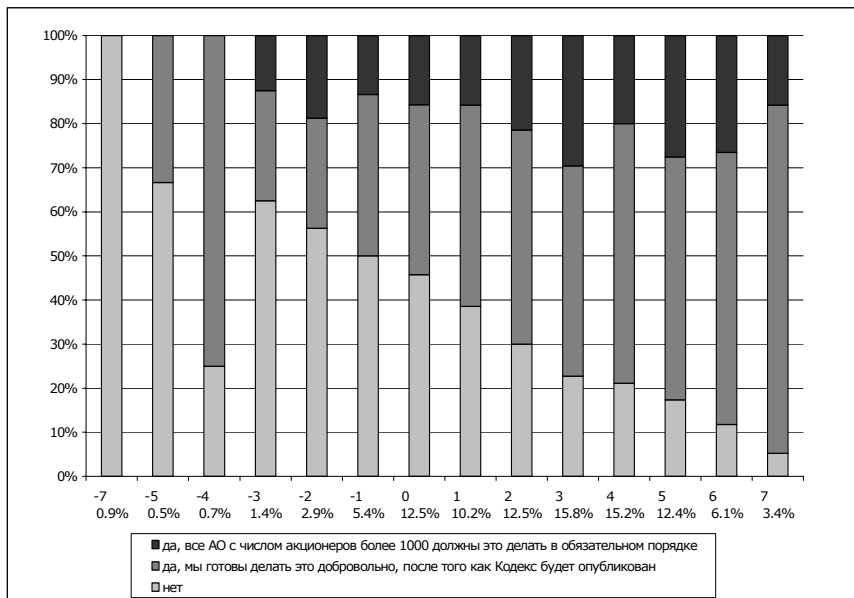


Рис. 16. Зависимость приемлемости для предприятий Кодекса в целом от приемлемости отдельных его положений

Примечание. На рисунке представлено распределение ответов по отношению к отдельным положениям Кодекса. По горизонтальной оси отложены алгебраическая сумма ответов на 7 вопросов о приемлемости отдельных положений Кодекса (положительные ответы учитываются со знаком «плюс», отрицательные – со знаком «минус»), а также доля данной категории в выборке (в %).

²² Корреляция между первой главной компонентой и невзвешенной суммой положительных ответов на вопросы о приемлемости отдельных положений минус сумма отрицательных ответов составляет 97%.

Таблица 18

**Корреляция ответов на вопросы о приемлемости
отдельных положений Кодекса**

	B1	B2	B3	B4	B5	B6	B7
B1	1						
B2	0.21**	1					
B3	0.20**	0.17**	1				
B4	0.03	0.08*	0.07+	1			
B5	0.23**	0.10**	0.17**	0.12**	1		
B6	0.35**	0.12**	0.22**	0.15**	0.28**	1	
B7	0.24**	0.05	0.22**	0.13**	0.14**	0.35**	1

+ Коэффициент значим на 10%-м уровне.

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Таблица 19

**Результат анализа ответов на 7 вопросов о спросе на отдельные
положения Кодекса, проведенном методом главных компонент**

Компо- нента	Собствен- ное значе- ние	Доля объяс- ненной ва- риации		Собственные векторы		
				1	2	3
1	2.10	0.30	Вопрос 1	0.45	0.25	-0.24
2	1.01	0.45	Вопрос 2	0.26	0.67	0.48
3	0.97	0.58	Вопрос 3	0.37	0.22	-0.04
4	0.87	0.71	Вопрос 4	0.21	-0.51	0.78
5	0.81	0.82	Вопрос 5	0.37	-0.03	0.07
6	0.65	0.92	Вопрос 6	0.50	-0.19	-0.17
7	0.59	1.00	Вопрос 7	0.41	-0.38	-0.28

Как изменилось отношение предприятий к Кодексу в течение года после первого опроса? Рис. 17 представляет сравнительные результаты двух раундов. Для каждого из положений Кодекса доля предприятий, считающих это положение приемлемым, возросло. Однако это увеличение произошло в основном за счет предприятий, которые в первом раунде затруднились с ответом, т.е. не имели достаточной информации о Кодексе. Доля давших отрицательный ответ практически не изменилась. По-прежнему самыми затратными положениями Кодекса для предприятий являются рас-

крытие информации, избрание независимых директоров и обеспечение прав мелких акционеров.

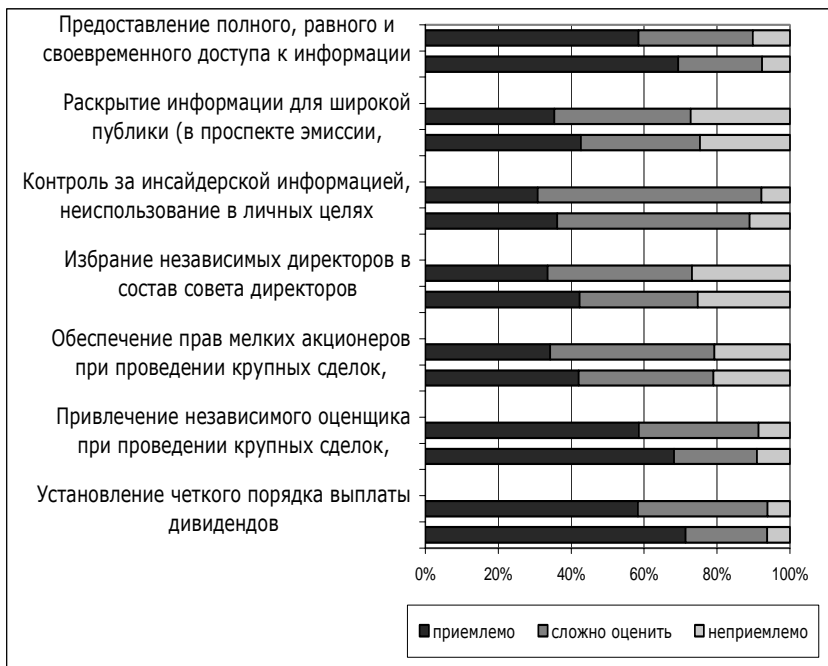


Рис. 17. Изменение отношения предприятий к Кодексу в течение года после первого опроса

5.3. Факторы, определяющие спрос на стандарты корпоративного управления

Под спросом на корпоративное управление мы будем понимать готовность предприятий раскрывать информацию о соответствии практики поведения на предприятии рекомендациям Кодекса. Отсутствие ответа на вопрос о приемлемости Кодекса в целом при условии, что предприятие ответило на другие вопросы анкеты, связанные с Кодексом, мы рассматриваем как неготовность пред-

приятия к раскрытию информации о соответствии практики поведения на предприятии рекомендациям Кодекса.

Таблица 20

Отношение предприятий к Кодексу в 2002 г.

Независимая переменная – Спрос	Количество наблюдений	Готовы ли Вы раскрывать информацию о том, в какой мере практика корпоративного поведения на Вашем предприятии соответствует рекомендациям Кодекса?	Количество наблюдений
0	474	Нет ответа	295
		Нет	179
1	413	Да, мы готовы делать это добровольно, после того как Кодекс будет опубликован	289
		Да, все АО с числом акционеров более 1000 должны это делать в обязательном порядке	124
Всего	887		887

Примечание. Спрос на Кодекс определяется следующим образом: Спрос = 0, если предприятия отвечают отрицательно или не отвечают на вопрос о следовании рекомендациям Кодекса. Спрос = 1, если предприятия готовы следовать рекомендациям Кодекса добровольно или считают необходимым его внедрение в обязательном порядке.

Во втором раунде вопросы о готовности раскрывать информацию по соблюдению Кодекса и о том, должен ли Кодекс принять статус закона, были заданы отдельно. Интересно, что 61% предприятий считают, что Кодекс должен принять статус закона, но лишь чуть больше половины из них готовы раскрывать информацию о своем соблюдении положений Кодекса.

В табл. 21 приведены результаты оценки зависимости спроса на Кодекс в целом от различных факторов в 2002 г. Оказывается, что спрос на Кодекс в первую очередь определяется осведомленностью о нем, о его отдельных положениях и спросом на отдельные положения. В табл. 22 добавлены переменные, более подробно описывающие структуру собственности. Чем больше доля крупных и мелких внешних акционеров, тем больше спрос на Кодекс. При этом влияние доли мелких собственников приблизительно в 2 раза больше, чем влияние доли акций самого крупного внешнего инвестора.

Мы также включали в регрессии информацию о ставке процента, под которую предприятие готово взять долгосрочный кредит, о наличии ликвидных активов. Ни эти, ни другие переменные не оказывают значимого влияния на спрос на Кодекс. Из вопросов, связанных с инвестициями, наибольшее влияние на спрос на Кодекс оказывает наличие плана реконструкции и развития.

Таким образом, спрос на Кодекс в целом определяется отношением к отдельным его положениям. От чего зависит приемлемость отдельных положений Кодекса? В *табл. 23* представлены факторы, определяющие *Спрос7* – первую главную компоненту, построенную по 7 вопросам о приемлемости отдельных положений Кодекса. Спрос на отдельные положения определяется в первую очередь долей мелких акционеров и индексом корпоративного управления, т.е. фактически тем, насколько положения Кодекса уже реализованы на предприятии. Интересно, что спрос на отдельные положения Кодекса убывает по доле экспорта в продажах (при прочих равных).

Интересно, что спрос на корпоративное управление зависит от его текущего уровня не только и не столько на данном предприятии, сколько на других предприятиях данной отрасли. Как видно из *табл. 23*, средний уровень корпоративного управления на других предприятиях отрасли положительно влияет на спрос на корпоративное управление на данном предприятии. Этот результат может объясняться тем, что если прочие предприятия отрасли имеют высокий уровень корпоративного управления, то и данное предприятие вынуждено внедрять стандарты корпоративного управления, чтобы привлечь инвесторов, которые в противном случае уйдут к конкурентам. По-видимому, и издержки раскрытия информации гораздо выше, если другие предприятия в отрасли остаются непрозрачными. В любом случае стимулы предприятия к внедрению норм корпоративного управления очень сильно зависят от поведения других предприятий. Коэффициенты при отраслевом индексе корпоративного управления существенно выше, чем при уровне корпоративного управления на данном предприятии (*табл. 23*). Кроме того, более 1/2 отраслевых различий в спросе на положения Кодекса объясняются среднеотраслевым уровнем корпоративного управления (*рис. 18*).

**Результаты оценки зависимости спроса на Кодекс
в целом от различных факторов в 2002 г.**

	(1)	(2)	Комментарии
Нет_ответа7	-0.554**	-0.609**	Предприятия, затруднившиеся с ответом на вопросы о приемлемости отдельных положений Кодекса, менее готовы принимать Кодекс в целом
Спрос7	0.104**		Чем большее число положений Кодекса приемлемо для предприятий, тем вероятнее, что и Кодекс в целом будет приемлем
Нет_ответа_Кодекс	-0.146*	-0.146**	Предприятия, не знакомые с Кодексом, предъявляют меньший спрос на Кодекс
Наличие плана реконструкции	0.187**	0.193**	Предприятия, имеющие план реконструкции и развития, предъявляют более высокий спрос на Кодекс
Мелкие	0.137	0.171+	Предприятия с большей долей мелких акционеров предъявляют более высокий спрос на Кодекс
Экспорт	-0.044	-0.149	Доля экспорта в выручке предприятия не влияет на спрос на Кодекс
Лог продаж	0.011	0.012	Размер предприятия (объем продаж) не влияет на спрос на Кодекс
<i>Количество наблюдений</i>	<i>472</i>	<i>472</i>	
<i>Псевдо R²</i>	<i>0.32</i>	<i>0.29</i>	

+ Коэффициент значим на 10%-м уровне.

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Примечание. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи пробит-регрессии. Зависимая переменная – *Спрос*. Отраслевые и региональные переменные включены в регрессию, но не показаны. Региональные переменные незначимы, отраслевые переменные значимы: предприятия металлургии и промышленности стройматериалов предъявляют больший спрос на Кодекс. *Спрос7* – первая главная компонента, построенная в разделе 5.2.

Таблица 22

**Результаты оценки зависимости спроса на Кодекс
в целом от структуры собственности в 2002 г.**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Нет_ответа7	-0.554**	-0.530**	-0.512**	-0.611**	-0.556**
Спрос	0.104**	0.115**	0.101**		0.104**
Нет_ответа_Кодекс	-0.146*	-0.177**	-0.163**	-0.146*	-0.150**
Наличие плана реконструкции	0.187**	0.164**	0.157**	0.195**	0.189**
Админ		-0.129		-0.083	-0.067
Кр.внеш.				0.067	0.068
Мелкие	0.137			0.141	0.105
Экспорт	-0.044	-0.091	0.014	-0.167	-0.066
Лог продаж	0.011	0.019	-0.002	0.021	0.022
Количество наблюдений	472	523	519	461	461
Псевдо R ²	0.32	0.32	0.29	0.29	0.32

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Примечание. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи пробит регрессии. Зависимая переменная – *Спрос*. Региональные отличия не значимы, отраслевые значимы и аналогичны отраслевым различиям в табл. 21.

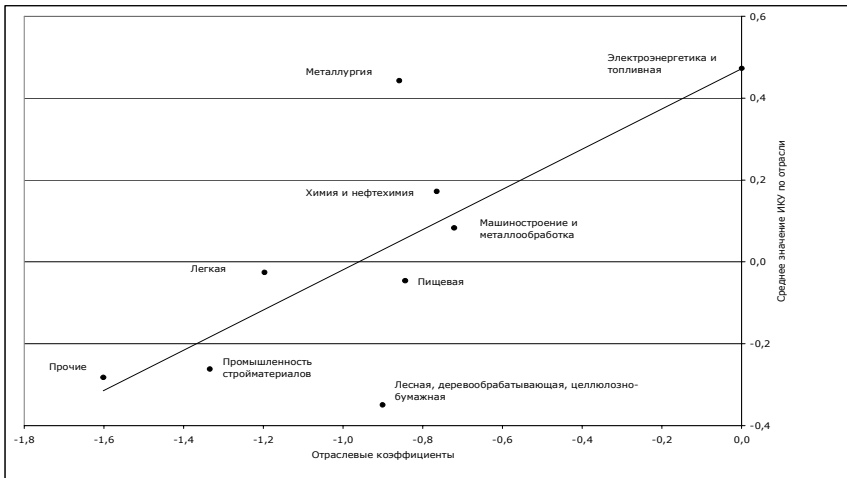


Рис. 18. Зависимость между среднеотраслевым уровнем корпоративного управления и коэффициентами отраслевых фиктивных переменных

Примечание. Фиктивные переменные получены из регрессии (1) в табл. 23. Значение R² в линейной регрессии составляет 0.54.

Таблица 23

Результаты оценки зависимости спроса на Кодекс в целом от уровня корпоративного управления на предприятии

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Нет_ответа_Кодекс	-0.193	-0.243+	-0.242+	-0.246+	-0.214
ИКУ	0.148*	0.145*	0.148*	0.144*	0.136+
Средний ИКУ по отрасли		0.832*	0.823*	0.835*	0.716+
Наличие плана реконструкции	0.12	0.102		0.107	0.109
Спрос на кредит			-0.001		
Админ					-0.332
Кр.внеш.					0.27
Мелкие	0.540*	0.477+	0.454+	0.482+	0.455+
Экспорт	-0.919+	-0.866+	-0.871+	-0.871+	-0.881+
Лог продаж	-0.032	-0.01	-0.006	-0.008	-0.012
Ликвидность				-0.766	
Количество наблюдений	400	400	400	400	391
Псевдо R ²	0.11	0.09	0.09	0.09	0.09

+ Коэффициент значим на 10%-м уровне.

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Примечание. Представлены оценки МНК. Зависимая переменная – *Спрос7* (главная компонента ответов на 7 вопросов о приемлемости отдельных положений Кодекса). Региональные переменные включены в регрессию (незначимы). Отраслевые переменные включены только в регрессию (1). Переменная *Средний ИКУ* по отрасли посчитана по всем предприятиям отрасли за исключением данного.

6. Заключение

Через 10 лет после начала приватизации и акционирования повышение уровня корпоративного управления в России по-прежнему остается серьезной проблемой²³. Пути ее решения неочевидны. Отсутствие прозрачной и компетентной судебной системы делает формальное внедрение институтов корпоративного управления невозможным, поэтому приходится опираться на добровольное принятие механизмов защиты прав инвесторов. В связи с этим нельзя не согласиться с ФКЦБ, которая предпочла рекомендательный характер внедрения разработанного ею Кодекса корпоративного поведения.

Обеспечение добровольного внедрения неформальных институтов представляет собой непростую задачу. Необходимо создать стимулы для менеджеров и контролирующих собственников, а это порой невозможно без консолидации в их руках достаточно большого пакета акций. Как показывает наше исследование, увеличение доли акций в распоряжении администрации предприятий до определенного предела положительно влияет на корпоративное управление. В то же время этот эффект является нелинейным. Как только менеджмент или крупный внешний собственник консолидирует слишком большой пакет акций, дальнейшее увеличение доли акций снижает уровень корпоративного управления. По всей видимости, те механизмы корпоративного управления, которые рассматриваются в нашем исследовании (и которые содержатся в Кодексе), обеспечивают права мелких внешних акционеров только тогда, когда менеджмент или крупный собственник не имеет большинства голосов. В противном случае добровольные институты корпоративного управления теряют свою ценность. Поэтому необходимы механизмы, позволяющие снизить транзакционные издержки «закрытия» акционерных обществ (переход от ОАО к ЗАО), т.е. возможности выкупа акций у миноритарных акционеров в тех случаях, когда крупный собственник контролирует, например, 76%

²³ Наш опрос показывает, что средний уровень внедрения 6 норм корпоративного управления (см. раздел 3.1) составляет 42%, все они внедрены лишь на 1.3% предприятий.

или 90% акций. Во многих европейских странах существует подобная законодательная норма, позволяющая собственнику более 90% акций выкупить оставшиеся акции у мелких собственников по «разумной» цене, которая должна определяться независимым оценщиком²⁴.

Как структура собственности и корпоративное управление влияют на инвестиции? Как и следовало ожидать, консолидация собственности увеличивает вероятность инвестиций; чем выше доля акций в руках менеджеров или крупных собственников, тем больше они заинтересованы в инвестициях. Влияние корпоративного управления незначимо само по себе. Оказывается, уровень корпоративного управления и доля акций в распоряжении мелких внешних акционеров взаимно дополняют друг друга с точки зрения влияния на инвестиции. Это означает, что корпоративное управление положительно влияет (или влияло бы) на инвестиции в тех компаниях, где доля мелких акционеров достаточно высока. Так как таких компаний в нашей выборке (как и в российской промышленности в целом) очень мало, в среднем эффект корпоративного управления отсутствует. В то же время улучшения в уровне корпоративного управления положительно связаны с наличием инвестиций.

Важное значение имеет также размер предприятия. Удельные издержки внедрения норм корпоративного управления на больших предприятиях меньше. Поэтому неудивительно, что уровень корпоративного управления на больших предприятиях при прочих равных условиях выше, и инвестиций на больших предприятиях больше. Отметим, что в нашей выборке доля акций мелких акционеров практически не зависит от размера предприятия. На больших предприятиях доля акций в распоряжении менеджмента дей-

²⁴ Попытка внести подобную норму в российское законодательство была предпринята летом 2004 г., когда Госдума приняла в первом чтении поправку в закон об АО, предусматривающую возможность выкупа акционером, владеющим более 90% акций, оставшихся акций у миноритариев по цене, определяемой независимым оценщиком. Так как институт независимых оценщиков в России пока не развит, да и определить цену акций для многих российских компаний представляется затруднительным, эта норма вызвала серьезные возражения со стороны российских и зарубежных миноритариев крупных компаний. В результате обсуждения ко второму чтению законопроекта в Госдуме Минэкономразвития предлагает повысить размер пакета, позволяющего выкупить оставшиеся акции, до 98%.

ствительно ниже, но это компенсируется большей долей акций крупного внешнего собственника.

В связи с внедрением Кодекса возникает и вопрос о том, зачем он нужен, если можно добровольно внедрить содержащиеся в нем механизмы уже сейчас. Наше исследование показывает, что, действительно, спрос на Кодекс в целом и отдельные его положения в первую очередь определяется текущим уровнем корпоративного управления как на предприятии, так и на других предприятиях отрасли. Те предприятия, которые уже внедрились отдельные нормы Кодекса, считают их приемлемыми; кроме того, внедрение положений Кодекса побуждает конкурентов задуматься об их необходимости.

Оказывается, положительное отношение к Кодексу определяется и осведомленностью о нем. Это означает, что Кодекс играет в основном информационную и образовательную роль, и необходимо всячески поддерживать усилия по распространению его содержания. Нужно отметить, что осведомленность предприятий о Кодексе значительно выросла с момента его опубликования – летом 2003 г. около 70% опрошенных предприятий были знакомы с Кодексом хотя бы в общих чертах. Таким образом, Кодекс все в большей степени становится единым стандартом корпоративного управления, помогая предприятиям раскрывать информацию на языке, понятном инвесторам.

Приложение

1. Распределение ответов на вопросы анкет в 2002 г.

Анкета 1. Корпоративное управление – статус-кво

	В % от числа ответивших на данную анкету*		
	Да	Нет	Всего
Используются ли у Вас международные стандарты бухгалтерской отчетности (US GAAP/IAS)?	9	84	93
Существует ли на Вашем предприятии (АО) отдел по работе с акционерами?	40	58	97
Предоставляете ли Вы всем своим акционерам повестки дня общих собраний акционеров?	76	20	97
Есть ли в составе совета директоров Вашего предприятия (АО) независимые директора?	31	63	94
Есть ли в составе совета директоров представители миноритарных акционеров?	15	74	90
Ведет ли реестр акционеров Вашего предприятия (АО) независимый реестродержатель?	60	34	95

*Всего на данную анкету ответило 1033 предприятия

Анкета 2. Инвестиции и собственность

За счет каких средств Ваше предприятие производило инвестиции в истекшем (2001) году?	В % от числа ответивших на данный вопрос*
инвестиций не было	24
собственные средства	67
банковские кредиты	21
размещение новой эмиссии акций	1
другое	6

*Всего на данный вопрос ответило 962 предприятия

	В % от числа ответивших на данную анкету*		
	Да	Нет	Всего
Существует ли у Вас план реконструкции и развития, требующий значительных инвестиций?	67	31	98
Есть ли у Вас крупная налоговая или просроченная кредиторская задолженность?	48	50	97

*Всего на данную анкету ответило 992 предприятия

	В % от числа ответивших на данную анкету*			
	Более чем достаточно	Достаточно	Недостаточно	Всего
Как Вы оцениваете в связи с ожидаемым спросом объем капвложений на предприятии в истекшем (2001) году?	1	19	66	86
*Всего на данную анкету ответило 992 предприятия				

Под какой максимальной процент в валюте Вы готовы привлечь долгосрочный банковский кредит?	В % от числа ответивших на данный вопрос*
Нет потребности	31
5–10%	62
11–20%	7
Более 20%	1
*Всего на данный вопрос ответило 836 предприятий	

Сколько, по Вашему мнению, процентов акций Вашего предприятия (АО) реально принадлежит:	В % от числа ответивших на данную анкету*					
	0	1–24	25 – 49	50–74	75–100	всего
администрации предприятия	28	38	10	8	3	87
самому крупному внешнему инвестору	38	20	13	13	4	88
всем мелким инвесторам (каждый из которых владеет не более 5%)	31	23	15	6	5	80
*Всего на данную анкету ответило 681 предприятие						

Анкета 3. Кодекс корпоративного поведения

	В % от числа ответивших на данную анкету*	
	1	2
Знакомы ли Вы с Кодексом корпоративного управления, проект которого подготовлен Федеральной комиссией по ценным бумагам (ФКЦБ)?		90
Да, в деталях		4
Да, в общих чертах		29
Нет		57

Продолжение таблицы

1	2
Существуют ли на Вашем предприятии (АО) ограничения на приобретение, владение и голосование для миноритарных и иностранных акционеров?	75
Да	22
Нет	53
Как Вы считаете, нужен ли подобный Кодекс, устанавливающий стандарты наилучшей практики корпоративного управления?	86
Да	44
Нет	4
Сложно оценить	38
Поможет ли, по Вашему мнению, внедрение стандартов корпоративного управления привлечению инвестиций в российскую промышленность?	86
Определенно да	5
Скорее всего, да	22
Сложно оценить	41
Скорее всего, нет	15
Определенно нет	3
Готовы ли Вы раскрывать информацию о том, в какой мере практика корпоративного поведения на Вашем предприятии соответствует рекомендациям Кодекса?	67
Нет	20
Да, мы готовы делать это добровольно, после того как Кодекс будет опубликован	33
Да, все АО с числом акционеров более 1000 должны это делать в обязательном порядке	14
*Всего на данную анкету ответило 886 предприятий.	

Какие, на Ваш взгляд, проблемы корпоративного управления наиболее болезненны в данный момент в российской промышленности?	В % от числа ответивших на данный вопрос*
Слабая защищенность мелких акционеров	38
Недостаточный контроль за действиями менеджеров компании	27
Невыполнение компаниями требований по раскрытию информации	13
Недостаточная квалификация членов совета директоров	24
Недостаточная защита прав кредиторов	18
Несовершенство существующего законодательства (законов об АО, о банкротстве и др.)	51
Слабость судебной системы в разрешении корпоративных конфликтов	29
Другие проблемы корпоративного управления	4
Основные проблемы российской промышленности лежат вне сферы корпоративного управления	40
*Всего на данный вопрос ответило 612 предприятий	

Как Вы оцениваете приемлемость внедрения для Вашего предприятия ключевых положений проекта Кодекса корпоративного управления (в том числе с учетом необходимых «денежных» издержек)?	В % от числа ответивших на данную анкету *			
	Приемлемо	Неприемлемо	Сложно оценить	Всего
Предоставление полного, равного и своевременного доступа к информации об АО для всех акционеров (в частности, при проведении общего собрания)	49	8	28	85
Раскрытие информации для широкой публики (в проспекте эмиссии, ежеквартальных и годовых отчетах)	28	23	33	84
Контроль за инсайдерской информацией, неиспользование в личных целях конфиденциальной информации об обществе	24	7	52	84
Избрание независимых директоров в состав совета директоров	27	22	35	84
Обеспечение прав мелких акционеров при проведении крупных сделок, реорганизаций (преимущественное право, одобрение общим собранием)	28	17	39	84
Привлечение независимого оценщика при проведении крупных сделок, реорганизаций, независимые аудиторские проверки	48	7	29	84
Установление четкого порядка выплаты дивидендов	49	5	30	84

*Всего на данную анкету ответило 886 предприятий

Анкета 4. Капиталовложения

Что мешает Вашему предприятию привлечь стороннего инвестора(ов)?	В % от числа ответивших на данный вопрос*
1	2
1) нет потребности	22
2) таких попыток не было	14
3) отсутствие информации об инвесторах	17
4) отсутствие на предприятии опыта	11

Продолжение таблицы

1	2
5) сложность процедуры инвестирования	20
6) закрытость финансовой информации	7
7) риск нерезультативности прединвестиционной стадии	10
8) требование продать слишком большой пакет акций	13
9) требование допустить к оперативному управлению	7
10) требование изменить структуру производства	4
11) сомнения в реальности привлечения инвестиций	20
12) сомнения в надежности инвестора	18
13) нерешительность инвестора	17
*Всего на данный вопрос ответило 590 предприятий	

Удовлетворены ли Вы объемом капитальных вложений на Вашем предприятии в 2001 г. ?	В % от числа ответивших на данный вопрос*
Да	20
Нет	80
*Всего на данный вопрос ответило 854 предприятия	

Что больше всего сдерживает капиталовложения на предприятии в текущем, 2002 г. ?	В % от числа ответивших на данный вопрос*
1) ничего не сдерживает	2
2) нехватка собственных финансовых средств	86
3) высокий процент по кредитам	27
4) трудности получения долгосрочного кредита	22
5) низкая прибыльность инвестиций	9
6) высокие цены на оборудование и СМР	40
7) избыток имеющихся мощностей	7
8) что-то еще	2
*Всего на данный вопрос ответило 881 предприятие	

Какие капиталовложения осуществлялись на Вашем предприятии в истекшем, 2001 г. ?	В % от числа ответивших на данный вопрос*
1	2
1) капвложений не было	24
2) на обновление изношенных мощностей	57
3) на расширение мощностей с прежней производительностью	9

Продолжение таблицы

1	2
4) на новые мощности с увеличенной производительностью	25
5) на снижение трудовых издержек	8
6) на снижение затрат энергии и материалов	19
7) на снижение вредных выбросов	9
8) на повышение безопасности труда	11
9) другое	4
*Всего на данный вопрос ответило 891 предприятие	

2. Описание переменных

Админ	Доля акций в распоряжении администрации предприятия
Кр.внеш.	Доля акций в распоряжении самого крупного внешнего акционера
Мелкие	Доля акций в распоряжении всех мелких (до 5%) акционеров предприятия
Лог продаж	Логарифм годовой выручки предприятия
Ликвидность	Ликвидные активы на конец года / годовая выручка
Экспорт	Доля экспорта в выручке
ЗАО	1, если ЗАО; 0, если ОАО
Рентабельность	Валовая прибыль / выручка
ИКУ	Индекс корпоративного управления, главная компонента по 6 вопросам о текущем состоянии корпоративного управления на предприятии
Спрос	Спрос на Кодекс в целом
Спрос7	Индекс спроса на отдельные положения Кодекса, главная компонента по 7 вопросам о приемлемости отдельных положений Кодекса
Нет_ответа7	1, если предприятие не ответило на вопросы о приемлемости отдельных положений Кодекса; 0, если ответило
Нет_ответа_Кодекс	1, если предприятие не ответило на вопрос о знакомстве с Кодексом; 0, если ответило
Спрос на кредит	Ставка процента (годовых, в валюте), под которую предприятие готово привлечь долгосрочный кредит. Категории: нет потребности, 5–10%, 10–20%, >20%
Наличие плана реконструкции	1, если у предприятия есть план реконструкции и развития; 0, если нет
<i>Отрасли</i>	
11	Электроэнергетика и топливная
12	Металлургия
13	Химия и нефтехимия
14	Машиностроение и металлообработка
15	Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная

16	Промышленность стройматериалов
17	Легкая
18	Пищевая
19	Прочие

3. Таблицы

Таблица П1

Структура Регистра Госкомстата РФ и панели ИЭПП

	Отрасли и подотрасли	Количество предприятий, шт.		Количество занятых, чел.		Доля занятых, %		Репрезентативность панели по занятым, %
		Регистр	Панель	Регистр	Панель	Регистр	Панель	
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	Электроэнергетика	841	20	708310	114156	5.26	3.86	16.12
	Топливная							
2	Нефтяная	110	11	308536	18304	2.29	0.62	5.93
3	Газовая	32	1	37754	1407	0.28	0.05	3.73
4	Уголь-сланцы-торф	352	31	456519	106950	3.39	3.62	23.43
5	Черная металлургия	275	44	718041	226024	5.33	7.64	31.48
6	Цветная металлургия	417	34	523400	199502	3.89	6.75	38.12
	Химия и нефтехимия							
7	Химия	471	39	620781	117944	4.61	3.99	19.00
8	Нефтехимия	163	22	224883	51183	1.67	1.73	22.76
	Машиностроение							
9	Энергомашиностр.	42	10	95013	49570	0.71	1.68	52.17
10	Подъемно-транспортное	78	20	64839	29818	0.48	1.01	45.99
11	Ж/д машиностр.	48	13	112939	50353	0.84	1.70	44.58
12	Электротех. Машиностр.	463	40	333890	50268	2.48	1.70	15.06
13	Хим. нефт. Машиностр.	214	34	185713	51652	1.38	1.75	27.81
14	Станкостроение	301	24	154955	33869	1.15	1.15	21.86
15	Приборостроение	291	47	350349	111509	2.60	3.77	31.83
16	Автомобильная пром-сть	240	30	699055	271567	5.19	9.18	38.85

Продолжение таблицы П1

1	2	3	4	5	6	7	8	9
17	Тракторное и с/х	241	28	302009	91314	2.24	3.09	30.24
18	Стройдормаш	197	33	99771	35126	0.74	1.19	35.21
19	Легпищемаш	268	6	119694	2703	0.89	0.09	2.26
20	Сантехпром	102	6	54107	3840	0.40	0.13	7.10
21	Авиастроение	89	22	442808	132973	3.29	4.50	30.03
22	14730	131	33	600421	207084	4.46	7.00	34.49
23	Судостроение	99	15	164217	31005	1.22	1.05	18.88
24	Радиопрмышленное	126	22	230844	44546	1.71	1.51	19.30
25	Пром-сть средств связи	117	21	157190	57645	1.17	1.95	36.67
26	Электронная пром-сть	274	35	268239	84091	1.99	2.84	31.35
27	Прочее машиностр.	330	29	340439	101842	2.53	3.44	29.91
28	Пром-сть металлоконстр.	669	10	198168	7271	1.47	0.25	3.67
29	Ремонт машин и оборуд.	1822	15	431690	7432	3.20	0.25	1.72
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная								
30	Лесозаготовительная	1463	49	433657	49833	3.22	1.69	11.49
31	Лесопильная	309	15	93149	18511	0.69	0.63	19.87
32	Пр-во деталей плит и фанеры	367	30	124627	31670	0.93	1.07	25.41
33	Мебельное производство	639	55	194198	43312	1.44	1.46	22.30
34	Прочая деревообработ.	111	10	26594	7172	0.20	0.24	26.97
35	Целлюлозно-бумажная	187	20	170941	34866	1.27	1.18	20.40
Промышленность строительных материалов								
36	Цементная и асбоцемент.	73	20	57979	20838	0.43	0.70	35.94
37	Пром-сть жбк и жби	1013	14	276386	5252	2.05	0.18	1.90
38	Стеновые материалы	643	20	151951	11058	1.13	0.37	7.28
39	Стройкерамика	42	3	23898	2156	0.18	0.07	9.02
40	Пром-сть нерудных мат.	288	8	56247	2729	0.42	0.09	4.85
41	Прочая стройиндустрия	349	14	104784	5421	0.78	0.18	5.17
42	Стеклольно-фаянсовая	167	5	108808	12929	0.81	0.44	11.88
Легкая пром-сть								
43	Хл/бумажная	190	44	207752	90750	1.54	3.07	43.68
44	Шерстяная	105	27	87575	35619	0.65	1.20	40.67
45	Трикотажная	314	28	107945	24391	0.80	0.82	22.60
46	Проч. текстильная	404	38	127385	33971	0.95	1.15	26.67
47	Швейная	1425	65	335226	53375	2.49	1.80	15.92
48	Кожевенно-обувная	538	23	184676	24270	1.37	0.82	13.14

Продолжение таблицы П1

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Пищевая пром-сть								
49	Сахарная	97	16	53930	9523	0.40	0.32	17.66
50	Хлебопекарная	1504	19	234636	5339	1.74	0.18	2.28
51	Кондитерская	360	18	89216	14265	0.66	0.48	15.99
52	Спирт–водка–вино	551	41	117306	20729	0.87	0.70	17.67
53	Прочая пищевкус- вая	670	9	146500	5749	1.09	0.19	3.92
54	Мясная	702	24	186698	16454	1.39	0.56	8.81
55	Молочная- маслосыр.	1492	53	188423	20797	1.40	0.70	11.04
56	Рыбная	391	2	167382	879	1.24	0.03	0.53
57	Микробиологиче- ская	40	0	23832	0	0.18	0.00	0.00
58	Мукомольно- крупяная	494	19	97392	8693	0.72	0.29	8.93
59	Медицинская	152	3	104514	2081	0.78	0.07	1.99
60	Полиграфическая	422	4	77510	1132	0.58	0.04	1.46
61	Прочие	484	2	106306	1358	0.79	0.05	1.28
<i>Итого</i>		<i>24789</i>	<i>1428</i>	<i>13471997</i>	<i>2957363</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>21.95</i>

Таблица П2

**Инвестиции в основной капитал по источникам финансирования,
в % от инвестиций в основной капитал**

Источники финансирования инвестиций в основной капитал	По всем отраслям экономики			По промышлен- ности
	1998	1999	2000	1999
Собственные	53.2	52.4	46.1	72.0
Внешние	46.8	47.6	53.9	28.0
В том числе бюджетные	19.1	17.0	21.2	4.7

Источник: Госкомстат РФ.

Таблица П3

Факторы, объясняющие наличие плана реконструкции и развития

	(1)	(2)
ИКУ	0.056*	0.026
Админ	-0.063	-0.121
Кр.внеш.	0.222+	0.287*
Мелкие	-0.260**	-0.255*
Лог продаж	0.044*	0.066*
Металлургия	0.138	0.169
Химия и нефтехимия	0.067	0.103
Машиностроение и металлообработка	-0.013	0.079

Продолжение таблицы ПЗ

	(1)	(2)
Лесная, деревообр., целлюлозно-бумажная	0.035	0.077
Промышленность стройматериалов	0.180	0.194
Легкая	0.089	0.186
Пищевая	0.166	0.179
Прочие	0.238	
Ликвидность		1.591+
Количество наблюдений	323	231
Псевдо R ²	0.09	0.09

+ Коэффициент значим на 10%-м уровне.

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

** Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Примечание. Зависимая переменная принимает значение 0, если предприятие не имело плана реконструкции и развития, требующего значительных инвестиций, и значение 1, если план был.

Таблица П4

Наличие и источники инвестиций.

Мультиномиальный логит. Базовая категория – инвестиций нет

	(1)	(2)
	Только внутренние инвестиции	Внешние инвестиции
Лог продаж	1.023**	0.963**
Ликвидность	18.564*	3.031
Наличие плана реконструкции	0.062	0.975+
Админ	1.974*	0.912
Кр.внеш.	1.010	1.370
Мелкие	1.691*	0.486
ИКУ	-0.214	-0.143
Экспорт	0.361	0.482
Металлургия	-17.525**	-19.110**
Химия и нефтехимия	-18.131**	-19.127**
Машиностроение и металло-обработка	-16.538**	-18.312**
Лесная, деревообр., целлюлозно-бумажная	-15.315**	-16.957**
Промышленность стройматериалов	-16.856**	-18.237**
Легкая	-17.654**	-18.418**
Пищевая	-15.660**	-17.323**
Прочие	-16.711	15.650
Москва	-0.060	-32.350
ДВФО	-0.774	-0.212

Продолжение таблицы П4

	(1)	(2)
СЗФО	-0.546	-1.371
СФО	-1.634+	-0.855
ЮФО	-0.762	-2.337+
УФО	0.205	1.011
ПФО	-0.311	0.640
Константа	4.613	5.672
Количество наблюдений	208	208
Псевдо R2		0.23

+ Коэффициент значим на 10%-м уровне.

* Коэффициент значим на 5%-м уровне.

**Коэффициент значим на 1%-м уровне.

Таблица П5

Матрица корреляций переменных

	ИКУ	Админ	Кр. внеш	Мелкие	Лог продаж	Ликвидность	Рентабельность
	1	2	3	4	5	6	7
ИКУ	1.00						
Админ	-0.05	1.00					
Кр.внеш.	0.23*	-0.27*	1.00				
Мелкие	0.17*	-0.12*	-0.08	1.00			
Лог продаж	0.41*	-0.12*	0.14*	-0.03	1.00		
Ликвидность	-0.11*	0.10*	-0.09	-0.03	-0.03	1.00	
Рентабельность	-0.03	-0.02	-0.03	-0.03	-0.13*	0.02	1.00
Экспорт	-0.06	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00
ЗАО	-0.06	0.20*	-0.12*	0.17*	-0.02	-0.01	-0.01
Наличие инв.	0.12*	0.05	0.03	-0.01	0.34*	0.09*	-0.02
Внешние инв.	-0.03	-0.03	0.07	-0.09	-0.01	-0.08	0.07
Спрос на кредит	0.08*	0.01	0.02	0.00	0.07	-0.13*	0.07
План рестр.	0.10*	-0.03	0.08*	-0.13*	0.20*	0.03	-0.06
Спрос	0.18*	-0.06	0.03	0.10*	0.06	-0.02	-0.02
Спрос7	0.23*	-0.10*	0.07	0.11*	0.13*	0.01	0.06
Нет_ответа_Кодекс	-0.25*	0.04	-0.01	-0.05	-0.12*	-0.02	-0.06
Нет_ответа7	-0.21*	0.04	-0.04	-0.05	-0.07	0.01	-0.08*
	Экс-порт	ЗАО	Нал. инв.	Внеш. инв.	План рестр.	Спрос	Спрос7
Экспорт	1.00						
ЗАО	0.01	1.00					
Наличие инв.	0.05	0.02	1.00				
Внешние инв.	-0.08*	-0.03		1.00			
Спрос на кредит	-0.07	0.00	0.03	0.11*	1.00		
План рестр.	0.03	0.01	0.19*	0.08*	0.25*	1.00	
Спрос	0.00	-0.03	0.04	0.03	0.08	0.12*	1.00
Спрос7	0.00	-0.03	0.03	-0.09*	0.03	0.06	0.45*
Нет_ответа Кодекс	0.01	0.03	-0.03	0.00	-0.07	-0.04	-0.22*
Нет_ответа7	0.07*	0.02	-0.02	-0.08	-0.11*	-0.01	-0.36*

Продолжение таблицы П5

	Спрос7	Нет ответа Кодекс	Нет ответа7
Спрос7	1.00		
Нет_ответа_Кодекс	-0.13*	1.00	
Нет_ответа7	-0.46*	0.19*	1.00

* Корреляции значимы на 5%-м уровне.

4. Краткое описание Кодекса корпоративного поведения ФКЦБ

Кодекс дает следующее определение понятия корпоративного поведения:

«Корпоративное поведение» – понятие, охватывающее разнообразные действия, связанные с управлением хозяйственными обществами. Корпоративное поведение влияет на экономические показатели деятельности хозяйственных обществ и на их способность привлекать капитал, необходимый для экономического роста. Совершенствование корпоративного поведения в Российской Федерации – важнейшая мера, необходимая для увеличения притока инвестиций во все отрасли российской экономики как из источников внутри страны, так и от зарубежных инвесторов. Одним из способов такого совершенствования может стать введение определенных стандартов, установленных на основе анализа наилучшей практики корпоративного поведения.

Целью применения стандартов корпоративного поведения является защита интересов всех акционеров независимо от размера пакета акций, которым они владеют. Чем более высокого уровня защиты интересов акционеров удастся достичь, тем на большие инвестиции смогут рассчитывать российские акционерные общества (далее – общества), что окажет положительное влияние на российскую экономику в целом.

Кодекс устанавливает следующие общие принципы корпоративного поведения. Практика корпоративного поведения должна:

- обеспечивать акционерам реальную возможность осуществлять свои права, связанные с участием в обществе;
- обеспечивать равное отношение к акционерам, владеющим равным числом акций одного типа (категории). Все акционеры должны иметь возможность получать эффективную защиту в случае нарушения их прав;

- обеспечивать осуществление советом директоров стратегического управления деятельностью общества и эффективный контроль с его стороны за деятельностью исполнительных органов общества, а также подотчетность членов совета директоров его акционерам;
- обеспечивать исполнительным органам общества возможность разумно, добросовестно, исключительно в интересах общества осуществлять эффективное руководство текущей деятельностью общества, а также подотчетность исполнительных органов совету директоров общества и его акционерам;
- обеспечивать своевременное раскрытие полной и достоверной информации об обществе, в том числе о его финансовом положении, экономических показателях, структуре собственности и управления в целях обеспечения возможности принятия обоснованных решений акционерами общества и инвесторами;
- учитывать предусмотренные законодательством права заинтересованных лиц, в том числе работников общества, и поощрять активное сотрудничество общества и заинтересованных лиц в целях увеличения активов общества, стоимости акций и иных ценных бумаг общества, создания новых рабочих мест;
- обеспечивать эффективный контроль над финансово-хозяйственной деятельностью общества с целью защиты прав и законных интересов акционеров.

Помимо этого, Кодекс содержит детальные рекомендации по следующим вопросам:

1. Общее собрание акционеров: созыв и подготовка собрания, предоставление информации, повестка дня, порядок проведения собрания, процедура голосования.
2. Совет директоров общества: его функции, обязанности и ответственность, формирование, состав, независимые директора, организация деятельности совета, вознаграждение директоров.
3. Исполнительные органы общества (правление, генеральный директор): компетенция и обязанности, состав и формирование, организация работы, вознаграждение, ответственность.
4. Крупные сделки, реорганизации: определение, порядок проведения.

5. Раскрытие информации об обществе: цели, формы, предоставление информации акционерам, инсайдерская информация.
6. Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества: цели и организация контроля, аудиторская проверка, ревизионная комиссия.
7. Дивиденды: определение размера, порядок выплаты.
8. Урегулирование корпоративных конфликтов.

Список литературы

1. Ассоциация менеджеров России. Российский институт директоров (2001). Исследование готовности российских предприятий к внедрению Кодекса корпоративного поведения (аналитический отчет). М.: АМР и РИД.
2. Долгопятова Т.Г. (2003). Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. Препринт WP1/2003/03. М.: Высшая школа экономики.
3. Капелюшников Р.И. (2001). Собственность и контроль в российской промышленности // Вопросы экономики. 2001. № 12.
4. Клейнер Г.Б., Качалов Р.М., Нагрудная Н.Б., Данилина Я.В. (2000). Влияние конкуренции в структуре корпоративного управления на эффективность деятельности корпорации // Экономическая наука современной России. Материалы Всероссийской конференции. Москва. 28–30 ноября 2000 г. / Под ред. проф. Г.Б. Клейнера. Ч. II. М.: ЦЭМИ РАН.
5. Клейнер Г.Б. (2002). Системная парадигма и теория предприятия // Вопросы экономики. 2002. № 10.
6. Клейнер Г.Б. (2004). Эволюция институциональных систем. М.: Наука.
7. Кодекс корпоративного поведения. ФКЦБ. Апрель 2002. <http://www.rid.ru/>
8. Пресс-релизы Института корпоративного управления и права <http://www.iclg.ru/default.asp>
9. Радыгин А., Энтов Р. (1999). Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. Москва.
10. Радыгин А., Архипов С. (2001). Тенденции в структуре собственности, интенсивность корпоративных конфликтов и финансовое состояние предприятий: эмпирический анализ и проблемы государственного регулирования. РЕЦЕП.
11. Радыгин А. (2002). Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. 2002. № 1.
12. Российский институт директоров (2003). Раскрытие российскими акционерными обществами информации о практике своего корпоративного управления и соблюдение рекомендаций Кодекса корпоративного поведения. М.: РИД.

13. Яковлев А. (2003). Корпоративное управление и реструктуризация предприятий в России: формальные институты и неформальные интересы собственников. // Экономический журнал Высшей школы экономики. Т. VI. 2003. № 2.
14. Ясин Е.Г. (ред.) и др. (2004). Структурные изменения в российской промышленности. М.: Издательский дом ГУ-ВШЭ.
15. Becht M., Bolton P., Roell A. (2002). Corporate Governance and Control. In George Constantinides, Milton Harris and Rene Stulz / Ed. Handbook of Economics of Finance. North-Holland.
16. Berglof E., Bolton P. (2002). The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition // Journal of Economic Perspectives. Vol. 16. № 1.
17. Berglof E, von Thadden Ernst-Ludwig (1999). The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. ABCDE Conference. World bank. Washington, DC.
18. Berle A., Means G. (1932). The Modern Corporation and Private Property. N.Y.: MacMillan.
19. Black B. S. (2001). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms // Emerging Markets Review. Vol. 2. P. 89–108.
20. Glaeser E., Johnson S., Shleifer A. (2001). Coase v. the Coasians // Quarterly Journal of Economics. 116(3). P. 853–899.
21. Guriev S., Lazareva O., Rachinsky A., Tsukhlo S. (2003). Concentrated Ownership, Market for Corporate Control, and Corporate Governance. Mimeo. New Economic School.
22. Guriev S., Rachinsky A. The role of oligarchs in Russian capitalism // Journal of Economic Perspectives. Winter 2005.
23. Hart O. (1995). Firms, Contracts and Financial Structure. Oxford University Press. London.
24. Johnson S., Porta R. La, Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (2000). Tunneling, American Economic Review Papers and Proceedings. May 2000.
25. Keefer Ph., Shirley M. (2000). Formal Versus Informal Institutions in Economic Development, Institutions, Contracts and Organizations, Perspectives from New Institutional Economics. Edward Elgar. P. 88–108.

26. La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A. (1999). Corporate Ownership Around the World // The Journal of Finance. Vol. LIV. № 2.
27. La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A. (2005). What Works in Securities Laws // The Journal of Finance. [в печати]
28. Morck R., Shleifer A., Vishny R. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis // Journal of Financial Economics. № 20. P. 293–315.
29. Myers St. C. (2001). Capital Structure // Journal of Economic Perspectives № 15(2). P. 81–102.
30. North D. (1990). Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge University Press.
31. Rachinsky A. (2003). Corporate Governance and Valuation of Russian Firms. CEFIR.
32. Shleifer A., Vishny R. (1997). A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance. LII (2).
33. Tirole J. (2001). Corporate Governance // Econometrica. № 69(1). P. 1–35.
34. World Bank (1998). Dividends and Disappointments: Learning from the Success and Failure of Foreign Aid. Discussion Draft. July 24.
35. Zingales L. (1997). Corporate Governance (for The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law).

Гуриев Сергей Маратович (sguriev@nes.ru)
Лазарева Ольга Владимировна (olazareva@cefir.ru)
Рачинский Андрей Александрович (arachinsky@cefir.ru)
Цухло Сергей Владимирович (tsukhlo@iet.ru)

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В РОССИЙСКОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ

*Редакторы: Н. Главацкая, К. Мезенцева
Корректор: Н. Андрианова
Компьютерный дизайн: В. Юдичев*

Подписано в печать 12.12. 2004
Тираж 400 экз.

125993, Москва, Газетный пер., 5

Тел. (095) 229-6736,
FAX (095) 203-8816
E-MAIL –info@iet.ru,
WEB Site – <http://www.iet.ru>

© **Институт экономики переходного периода, 2004**

ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА

**В серии «Научные труды» вышли в свет
(на русском языке) следующие работы:**

№ 83Р Пономаренко С. **Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой.** 2004.

№ 81Р Колл. авт. **Реформирование унитарных предприятий в российской экономике: отраслевой и региональный аспекты.** 2004.

№ 80Р Дробышевский С.М., Полевой Д.И. **Проблемы создания единой валютной зоны в странах СНГ.** 2004.

№ 79Р Колл. авт. **Сельская бедность и сельское развитие в России.** 2004.

№ 78Р Шишкин С.В., Заборовская А.С. **Формы участия населения в оплате социальных услуг в странах с переходной экономикой.** 2004.

№ 77Р Колл. авт. **Выбор денежно-кредитной политики в стране – экспортере нефти.** 2004.

№ 76Р Воскобойников И. Б. **Нерыночный капитал и его влияние на динамику инвестиций в российской экономике.** 2004.

№ 75Р Колл. авт. **Проблемы и практика перехода военной организации России на новую систему комплектования.** 2004.

№ 74Р Колл. авт. **Перспективы реформирования аграрной политики России.** 2004.

№ 73Р Колл. авт. **Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления.** 2004.

№ 72Р Дежина И. Г., Салтыков Б. Г. **Механизмы стимулирования коммерциализации исследований и разработок.** 2004.

№ 71Р Колл. авт. **Проблемы интеграции России в единое европейское пространство.** 2003.

№ 70Р Колл. авт. **Факторы экономического роста российской экономики.** 2003.

№ 69Р Колл. авт. **Финансовые рынки в переходной экономике: некоторые проблемы развития.** 2003.

№ 68Р Колл. авт. **Импортированные институты в странах с переходной экономикой: эффективность и издержки.** 2003.

№ 67Р Колл. авт. **Налоговая реформа в России: проблемы и решения (в 2-х томах).** 2003.

№ 66Р Колл. авт. **Совершенствование системы закупки товаров, работ и услуг для государственных нужд.** 2003.

№ 65Р Колл. авт. **Инвестиционное поведение российских предприятий.** 2003.

№ 64Р В. Носко, А. Бузаев, П. Кадочников, С. Пономаренко. **Анализ прогнозных свойств структурных моделей и моделей с включением результатов опросов предприятий.** 2003.

№ 63Р Колл. авт. **Рынок покупных ресурсов в российском сельском хозяйстве.** 2003.

№ 62Р П. Кадочников, С. Синельников-Мурылев, С. Четвериков. **Импортозамещение в Российской Федерации в 1998–2002 гг.** 2003.

№ 61Р Денисенко М. Б., Хараева О. А., Чудиновских О. С. **Иммиграционная политика в Российской Федерации и странах Запада.** 2003.

№ 60Р Колл. авт. **Финансовые аспекты реформирования отраслей социальной сферы.** 2003.

№ 59Р Колл. авт. **Пенсионная реформа: социальные и экономические аспекты.** 2003.

№ 58Р Колл. авт. **Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках.** 2003.

№ 57Р Цухло С. В. **Конкуренция в российской промышленности (1995–2002 гг.).** 2003.

№ 56Р Дежина И. Г. **Проблемы прав на интеллектуальную собственность.** 2003.

№ 55Р Радыгин А. Д., Энтов Р. М., Межераупс И.В. **Особенности формирования национальной модели корпоративного управления.** 2003.

№ 54Р Колл. авт. **Анализ бюджетной задолженности в Российской Федерации. Способы погашения и методы профилактики ее возникновения.** 2003.

№ 53Р А. Г. Вишне夫斯基, Е. М. Андреев, А. И. Трейвиш. **Перспективы развития России: роль демографического фактора.** 2003.

№ 52Р С. Синельников-Мурылев, С. Баткибеков, П. Кадочников, Д. Непелов. **Оценка результатов реформы подоходного налога в Российской Федерации.** 2003.

№ 51Р П. Казначеев. **Прагматизм и либеральное мировоззрение.** 2002.

№ 50Р Колл. авт. **Налоговая реформа в России: анализ первых результатов и перспективы развития.** 2002.

№ 49Р П. Кадочников. **Внешние факторы денежно-кредитной политики РФ.** 2002.

№ 48Р Колл. авт. **Дерегулирование российской экономики: механизм воспроизводства избыточного регулирования и институциональная поддержка конкуренции на товарных рынках.** 2002.

№ 47Р Колл. авт. **Проблемы агропродовольственного сектора.** 2002.

№ 46Р Р.М. Энтов, В.П. Носко, А.Д. Юдин, П.А. Кадочников, С.С. Пономаренко. **Проблемы прогнозирования некоторых макроэкономических показателей.** 2002.

№ 45Р С. Дробышевский, А. Козловская. **Внутренние аспекты денежно-кредитной политики России.** 2002.

№ 44Р С.Н. Смирнов, Н.И. Исаев, А.А. Гудков, Л.Д. Попович, С.В. Шишкин. **Социальное обеспечение экономических реформ.** 2002.

№ 43Р А. Радыгин, Р. Энтов, Н. Шмелева. **Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе.** 2002.

№ 42Р В.А. Бессонов, С.В. Цухло. **Анализ динамики российской переходной экономики.** 2002.

№ 41Р А. Радыгин, Р. Энтов, И. Межеряупс. **Проблемы правоприменения (инфорсмент) в сфере защиты прав акционеров.** 2002.

№ 40Р **Экономический рост: после коммунизма** (Материалы международной конференции). 2002.

№ 39Р Э. Ватолкин, Е. Любошиц, Е. Хрусталева, В. Цымбал. **Реформа системы комплектования военной организации России рядовым и младшим командным составом.** Под редакцией Е. Гайдара и В. Цымбала, 2002.

№ 38Р **Инвестиционная привлекательность регионов: причины различий и экономическая политика государства.** Сборник статей под редакцией В.А. Мау, О.В. Кузнецовой, 2002.

№ 37Р Н. Карлова, И. Кобута, М. Прокопьев, Е. Серова, И. Храмова, О. Шик. **Агропродовольственная политика и международная торговля: российский аспект.** 2001.

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

№ 35Р Ю.Н. Бобылев. **Реформирование налогообложения минерально-сырьевого сектора.** 2001.

№ 34Р **Эконометрический анализ динамических рядов основных макроэкономических показателей.** 2001.

№ 33Р С. Цухло. **Анализ факторов, определяющих реальное финансово-экономическое состояние российских промышленных предприятий.** 2001.

№ 32Р С. Жаворонков, В. Мау, Д. Черный, К. Яновский. **Дерегулирование российской экономики.** 2001.

№ 31Р **Проблемы становления новой институциональной структуры в переходных странах.** Сборник статей, 2001.

№ 30Р В.А. Бессонов. **Трансформационный спад и структурные изменения в российском промышленном производстве.** 2001.

№ 29Р Е.Г. Потапчик, С.К. Салахутдинова, С.В. Шишкин. **Бюджетное финансирование федеральных учреждений здравоохранения.** 2001.

№ 28Р **Некоторые проблемы денежно-кредитной политики в переходной экономике.** Сборник статей, 2001.

№ 27Р С. Дробышевский, А. Золотарева, П. Кадочников, С. Синельников. **Перспективы создания стабилизационного фонда в РФ.** 2001.

№ 26Р **Посткоммунистическая Россия в контексте мирового социально-экономического развития. Материалы международной конференции.** 2001.

№ 25Р С. Шишкин. **Реформа финансирования российского здравоохранения.** 2000.

№ 24Р **Совершенствование межбюджетных отношений в России.** 2000.

№ 23Р М. Матовников. **Функционирование банковской системы России в условиях макроэкономической нестабильности.** 2000.

№ 22Р Эндрю Добсон. **Долг и инвестиции для субъектов Российской Федерации.** 2000.

№ 21Р Л. Михайлов, Л. Сычева, Е. Тимофеев. **Банковский кризис 1998 года в России и его последствия.** 2000.

№ 20Р **Некоторые актуальные вопросы аграрной политики в России.** 2000.

№ 19Р **Проблемы налоговой системы России: теория, опыт, реформа** (в 2-х томах). 2000.

№ 18Р **Материалы научной конференции «Финансовый кризис: причины и последствия».** 2000.

№ 17Р С. Дробышевский. **Анализ рынка ГКО на основе изучения временной структуры процентных ставок.** 1999.

№ 16Р **Государственное регулирование экономики: опыт пяти стран.** 1999.

№ 15Р **Некоторые политэкономические проблемы современной России.** 1999.

№ 14Р С. Дробышевский. **Обзор современной теории временной структуры процентных ставок. Основные гипотезы и модели.** 1999.

№ 13Р Е. Гайдар. **Наследие социалистической экономики: макро- и микроэкономические последствия мягких бюджетных ограничений.** 1999.

№ 12Р А. Радыгин, Р. Энтов. **Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг.** 1999.

№ 11Р **Реформирование некоторых отраслей социальной сферы России.** 1999.

№ 10Р **Коммунистическое правительство в посткоммунистической России: первые итоги и возможные перспективы.** 1999.

№ 9-1Р В. Мау. **Экономика и право. Конституционные проблемы экономической реформы посткоммунистической России.** 1998.

№ 9Р **Средний класс в России.** Сборник докладов, 1998.

№ 8Р **Политические проблемы экономических реформ: сравнительный анализ.** Сборник докладов, 1998.

№ 7Р С.Г. Синельников-Мурылев, А.Б. Золотарева. **Роль Правительства и Парламента в проводимой бюджетной политике в постсоветской России.** 1998.

№ 6Р **Финансово-экономические проблемы военного строительства и пути их решения** (Материалы научно-практической конференции). 1998.

№ 5Р А.П. Вавилов, Г.Ю. Трофимов. **Стабилизация и управление государственным долгом России.** 1997.

№ 4Р **Либерализация и стабилизация – пять лет спустя.** Сборник докладов, 1997.

№ 3Р **Пять лет реформ.** Сборник статей, 1997.

№ 2Р **Посткоммунистическая трансформация: опыт пяти лет.** Сборник докладов, 1996.

№ 1Р В. Мау, С. Синельников-Мурылев, Г. Трофимов. **Макроэкономическая стабилизация, тенденции и альтернативы экономической политики России.** 1996.