

**Проблемы корпоративного управления  
в России и регионах**

**Москва 2002 г.**

В работе представлен теоретический обзор проблем корпоративного управления, рассмотрены постановочные вопросы взаимосвязи акционерной собственности и корпоративного управления, механизмы противостояния и сотрудничества в рамках корпорации. Рассматриваются общие предпосылки и особенности становления системы корпоративного управления в специфических условиях переходной экономики, анализируются особенности формирования российской модели в целом. Оценка региональных особенностей формирования модели корпоративного управления в России проводится на основе изучения регионального законодательства и эконометрического анализа групп предприятий разных регионов. В региональном разрезе показано влияние различных показателей, характеризующих то или иное предприятие, на эффективность их деятельности. Один из разделов, подготовленных канадской стороной, содержит обзор проблем корпоративного управления в Канаде.

**Авторский коллектив:** д.э.н. Радыгин А.Д. (руководитель проекта); профессор, д.э.н., академик РАН Энтов Р.М.; Турунцева М.Ю; Гонтмахер А.Е.; при участии к.э.н. Б.В.Кузнецова. Раздел 5 - Harry Swain, Jeff Caruthers, Karen Minden, and Cheryl Urban (Sussex Circle).

Исследование и публикация осуществлены в рамках проекта CEPRA (Российско-Канадский консорциум по вопросам прикладных экономических исследований), финансируемого Канадским Агентством Международного Развития (CIDA)

**Редактор: Н. Главацкая**

**Перевод раздела 5: Л.Тодоров**

**Верстка: В. Юдичев**

**ISBN 5-93255-070-8**

Лицензия на издательскую деятельность *ИД № 02079 от 19 июня 2000 г.*  
103918, Москва, Газетный пер., 5  
Тел. (095) 229-6413, FAX (095) 203-8816  
**E-MAIL** – root @iet.ru, **WEB Site** – <http://www.iet.ru>

## **Содержание**

<b>Введение</b> .....	5
<b>Раздел 1. Теоретические подходы к проблемам корпоративного управления</b> .....	10
1.1. Постановка вопроса .....	10
1.2. Акционерная собственность и корпоративное управление .....	13
1.3. Механизмы противостояния и сотрудничества .....	25
1.3.1. Механизмы внутреннего контроля .....	26
1.3.2. Внешние механизмы .....	34
1.3.3. Рынок капитала и роль «окопавшегося менеджмента» .....	39
<b>Раздел 2. Основные тенденции и особенности корпоративного управления в России</b> .....	51
2.1. Предварительные замечания .....	51
2.2. Корпоративный сектор и тенденции перераспределения собственности .....	53
2.3. Финансовый кризис 1998 года: качественные сдвиги и новая дестабилизация .....	59
2.4. Государственная политика 2001-2002 гг. и необходимые улучшения .....	68
2.4.1. Правовые новации .....	69
2.4.2. Защита эмитента и крупных акционеров от корпоративного шантажа .....	74
2.4.3. Кодекс корпоративного управления .....	76
2.4.4. Государство как фактор неопределенности .....	78
<b>Раздел 3. Некоторые региональные особенности правового регулирования в корпоративном секторе</b> .....	86
3.1. Защита прав акционеров и инвесторов .....	86
3.2. Антимонопольное регулирование .....	100
3.3. Некоторые выводы .....	107
<b>Раздел 4. Эмпирическое исследование региональных особенностей структуры собственности, корпоративного управления и финансового поведения предприятий</b> .....	112
4.1. Описание базы данных .....	112
4.1.1. Характеристика выборочной совокупности анализируемых предприятий .....	112
4.1.2. Описание анкеты .....	113
4.1.3. Региональная структура выборки .....	116
4.1.4. Отбор отраслей .....	117
4.1.5. Размерные группы .....	120
4.1.6. Время создания и форма собственности .....	122
4.1.7. Приватизация .....	125
4.1.8. Некоторые выводы .....	126
4.2. Методология эмпирического анализа региональных данных .....	127
4.2.1. Выбор спецификации модели для анализа .....	127
4.2.2. Особенности оценки региональных панельных данных .....	129

4.3. Методики расчета темпа роста совокупной факторной производительности .....	133
4.4. Описание полученных предварительных результатов .....	139
4.4.1. Приватизация .....	139
4.4.2. Собственность .....	140
4.4.3. Корпоративное управление .....	141
4.4.4. Региональная специфика .....	142
4.4.5. Заключительные положения.....	145
<b>Раздел 5 Корпоративное управление и отчетность в Канаде .....</b>	<b>147</b>
Введение .....	147
5.1. Формальная система .....	148
5.1.1. Формы организации канадских корпораций.....	148
5.1.2. Исторические корни.....	153
5.1.3 Структура акционерных обществ открытого типа .....	156
5.1.4. Правовые рамки .....	161
5.2. Корни реформ.....	163
5.2.1. Изменения на рынке корпоративного контроля .....	163
5.2.2. Cadbury и британские прецеденты.....	170
5.2.3. Dey Report .....	173
5.2.4Kirby Report .....	175
5.2.5. The Saucier report .....	177
5.2.6. “Оводы” .....	180
5.3. Основные проблемы .....	182
5.3.1. Корпорации Короны (государственные предприятия) .....	182
5.3.2. Управление в сфере информационных технологий .....	184
5.3.3. Социальная ответственность корпораций.....	185
5.3.4. Отмывание денег и 11 сентября 2001 г. ....	187
5.3.5. Арбитраж или скупка ценных бумаг для их последующей перепродажи .....	187
Заключение по разделу 5.....	189
<b>Заключение .....</b>	<b>193</b>
<b>Приложение 1. Анкета для обследования промышленных     предприятий .....</b>	<b>203</b>
<b>Приложение 2. Список переменных .....</b>	<b>224</b>
<b>Приложение 3. Усредненная структура состава акционеров     предприятий и совета директоров предприятий .....</b>	<b>227</b>
<b>Приложение 4. Темп роста совокупной факторной     производительности (TFPGr) по различным приватизационным     группам и регионам .....</b>	<b>231</b>
<b>Приложение 5. Зависимость величины реальной добавленной     стоимости на одного работника от параметров производственной     деятельности и различных институциональных характеристик     предприятий регионов и в целом по базе данных .....</b>	<b>233</b>
<b>Библиография.....</b>	<b>243</b>

## Введение

Исходным логическим пунктом для анализа проблем трансформации отношений собственности в переходной экономике и корпоративного управления (контроля), а также для сопоставления российских регионов является приватизация. Безусловным аргументом в пользу данного методологического подхода является тот факт, что именно массовая приватизация в России способствовала появлению корпоративного сектора и развитию национальной модели корпоративного контроля и управления. Соответственно, подход исследовательской группы состоит в том, что приватизационный процесс необходимо трактовать в широком смысле — т.е. не только как технические процедуры продажи (передачи) активов из государственного сектора в частный, но как более фундаментальный процесс становления частной собственности и формирования институциональных предпосылок для дальнейшего формирования рыночной среды на общероссийском и региональном уровнях.

В этом смысле настоящий проект можно рассматривать как логическое продолжение тематики и методологии, присутствующих в теме первого этапа «Трансформация отношений собственности: сравнительный анализ российских регионов и общие проблемы становления новой системы прав собственности в России»<sup>1</sup>.

При этом комплексный анализ проблемы на качественном и эмпирическом уровне применительно к условиям России и регионов пока не проводился. В то же время существует целый ряд проблем (связанных с корпоративным контролем и управлением в переходной экономике), не нашедших ответа даже на теоретическом уровне (необходимо также принять во внимание ограничения на использование общих теоретических подходов при анализе модели корпоративного управления в переходных экономиках).

Во-первых, даже на уровне теоретического и прикладного обсуждения проблем до сих пор не существует каких-то общих подходов – можно привести частный, но показательный пример. Так, Джозеф Стиглиц в 1999 году отмечал необходимость усиления внимания к роли инсайдеров, которые в контексте проблем связи между собственностью и управлением в переходных экономиках будут благоприятно воздействовать на сокращения цепочки агентских отношений (Stiglitz, 1999). В том же 1999 году Европейский

---

<sup>1</sup> См.: Радыгин, Энтов, Мальгинов и др., 2001.

банк реконструкции и развития в качестве одного из принципиально важных направлений на следующее десятилетие указывает на необходимость борьбы с «интересами окопавшихся инсайдеров» (EBRD, 1999).

В более широкой постановке, и сам вопрос об экономической природе прав собственности выходит за пределы «чистой» теории — в последнее время он все чаще связывается с достаточно острыми проблемами хозяйственной политики, в том числе политики реформ в странах с переходной экономикой. Так, О. Уильямсон в недавно опубликованном обзоре новой институциональной теории (Williamson, 2000, р. 609—610), отмечая проблемы, порожденные российской приватизацией, связывает не вполне удачную, на его взгляд, стратегию приватизации с приверженностью лиц, разработавших указанную стратегию, теории прав собственности Grossman-Hart-Moore.

Во-вторых, формирующаяся в России (как и в других странах с переходной экономикой) структура собственности (корпораций) носит пока промежуточный характер, и выводы о тяготении к той или иной классической модели (структуры владения и корпоративного управления) нуждаются в уточнении.

Фактически в России в настоящее время формально присутствуют компоненты всех традиционных моделей: относительно расплывчатая собственность (но неликвидный рынок и слабые институциональные инвесторы), явная и устойчивая тенденция к концентрации собственности и контролю (но при отсутствии адекватного финансирования и эффективного мониторинга), элементы перекрестных владений и формирование сложных корпоративных структур разного типа (но при отсутствии тяготения к какому-либо типу).

Такая размытость модели создает и очевидные трудности для принятия решений в области права и экономической политики. Лишь один пример. Принято считать, что высокий уровень прозрачности компаний (раскрытия информации) достигается обычно при широкой акционерной базе (т.е. при слабой концентрации). Если исходить из того, что итогом многих этапов передела собственности в России станет высококонцентрированная собственность, правовые требования о раскрытии информации (в существующем и тем более ужесточенном виде) не имеют реальной почвы. Более того, они крайне слабо выполняются и сейчас.

В-третьих, принципиальное значение имеет проблема аффилированных отношений и бенефициарного владения. Если принять во внимание реальную организацию структуры собственности (контроля) и финансовых

потоков многих крупных компаний России (см.: Радыгин, Сидоров, 2000), то практически все исходные данные для эмпирических исследований – как по линии собственности (и менеджеров, и аутсайдеров), так и по линии финансовых показателей деятельности предприятий – могут быть подвергнуты сомнению.

Особую проблему представляет собственность менеджеров. Очевидно, что указываемая в любых опросах доля собственности, принадлежащая им, далека от истиной. Реальная власть менеджеров в компании может базироваться на сравнительно небольшом пакете акций (по оценкам, часто достаточно порядка 15%), хотя существует очевидная тенденция к максимизации, в том числе через аффилированные структуры. В этой ситуации крайне затруднительна проверка различных гипотез о роли менеджеров в том виде, как они формулировались в ставших классическими статьях («convergence hypothesis» в (Jensen, Meckling, 1976) и «entrenchment hypothesis» в (Morck, Shleifer, Vishny, 1988).

Указанные примеры свидетельствуют, в частности, о необходимости проведения комплексного теоретического обзора данной проблематики для выявления наиболее существенных пробелов и непроработанных прикладных аспектов.

Указанная выше потребность в фундаментальном анализе имеющихся теоретических подходов обусловила значительное внимание авторов к данному вопросу. Отсутствие в российской литературе такого рода исследований обуславливает самодостаточную ценность полученных результатов.

В рамках настоящего исследования подготовлен теоретический обзор проблем корпоративного управления. Рассмотрены постановочные вопросы (определения, новые общие подходы и др.), проблемы взаимосвязи акционерной собственности и корпоративного управления, механизмы противостояния и сотрудничества в рамках корпорации (особые механизмы корпоративного управления как сложная иерархическая система сдержек и противовесов).

Дальнейшая логика исследований предполагает – с учетом полученных теоретических результатов – выявление особенностей формирования модели корпоративного управления в условиях переходной экономики. Рассматриваются общие предпосылки и особенности становления системы корпоративного управления в специфических условиях переходной экономики, анализируются особенности формирования российской модели в целом.

Следующий логический шаг и, соответственно, цель исследования связана с особенностями регионального устройства России. В силу этого важ-

ным аспектом настоящей работы должно стать изучение региональных особенностей формирования модели корпоративного управления в России (в контексте системы взаимоотношений «региональное законодательство — корпорации») и особенностей структуры собственности в корпорациях различных регионов). Оценка региональных особенностей формирования модели корпоративного управления в России проводится на основе изучения регионального законодательства и эконометрического анализа групп предприятий разных регионов.

В частности, представлен анализ нормативно-правовых актов регионов России в области корпоративного законодательства. Выявляются отличия от федерального законодательства и особенности отдельных регионов.

В рамках настоящего исследования в региональном разрезе проводится также анализ влияния различных показателей, характеризующих то или иное предприятие (например, распределение акционерной собственности предприятий, специфика управления, наличие помощи предприятиям из бюджетов различных уровней, год приватизации), на эффективность их деятельности. Можно предположить, что такое влияние будет различным в зависимости от того, в каком регионе находится и к какому сектору принадлежит предприятие. Поэтому проводится регрессионный анализ существования соответствующих зависимостей как для всей базы данных (несбалансированная панель за три года (1997, 1998, 1999) из 395 наблюдений за год по девяти регионам (Москва, Московская область, Санкт-Петербург (с областью), Екатеринбург, Красноярск, Нижний Новгород, Новосибирск, Самара, Пермь) и семи отраслям), так и для каждого региона в отдельности.

На первом этапе исследования рассматривалась стандартная неоклассическая производственная функция (в логарифмах) с включением соответствующих переменных, характеризующих специфические особенности предприятий выборки, в том числе секторальные фиктивные переменные и (в случае общей базы данных) региональные фиктивные переменные. Следует отметить, что на этом этапе не все переменные, характеризующие распределение собственности, были использованы для идентификации модели<sup>2</sup>.

Материал, предоставленный участниками проекта с канадской стороны, позволит дать заключительные замечания и рекомендации о формиро-

---

<sup>2</sup> С учетом многочисленных сложностей эконометрического анализа региональных особенностей (проблема эндогенности, корректный отбор зависимых переменных и др.) предполагается провести самостоятельное исследование.



вании российской модели корпоративного управления с учетом полезного опыта Канады.

К прикладным (для использования в рамках государственной экономической политики) результатам относится разработка конкретных кратко- и среднесрочных рекомендаций для органов исполнительной и законодательной власти РФ. Полученные результаты могут быть использованы:

- в качестве элементов законодательной базы государственного регулирования (в т.ч. для поправок в действующие нормативно-правовые акты и для разработки новых нормативно-правовых документов);

- для подготовки кратко-, средне- и долгосрочных программ развития экономических реформ в России и регионах и концепции развития долгосрочной национальной модели корпоративного управления;

- для комплексной оценки роли различных факторов, определяющих характер и динамику инвестиций в российской экономике, а также их различий на межрегиональном уровне и предложений по разработке механизмов, направленных на улучшение инвестиционного климата в регионах РФ и в российской экономике в целом.

Потенциальными пользователями результатов проекта могут быть Правительство РФ, Государственная Дума Федерального Собрания РФ, Министерство государственного имущества РФ, Министерство экономического развития и торговли РФ, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, администрации и законодательные органы власти регионов России.

## Раздел 1. Теоретические подходы к проблемам корпоративного управления

### 1.1. Постановка вопроса

Словосочетание *corporate governance*, «корпоративное управление» (КУ) получило распространение в экономической литературе сравнительно недавно<sup>3</sup>. До настоящего времени не вполне четко определилось и содержание, вкладываемое в этот термин. Так, авторы учебника, специально посвященного проблемам КУ, определяют последнее как отношения между различными сторонами по поводу тенденций развития корпорации и эффективности ее функционирования (Monks, Minow 1995, p.1). По мнению авторов одного из наиболее известных обзоров, в которых рассматриваются указанные проблемы — А. Шлайфера и Р. Вишны, КУ характеризует способы, с помощью которых участники хозяйственного процесса, предоставляющие финансовые ресурсы корпорации, могут обеспечить доход на принадлежащие им вложения (Shleifer, Vishny 1997, p.1).

Подобные разночтения в исходных определениях нового понятия можно было бы иллюстрировать множеством примеров. В данной работе термин КУ используется для того, чтобы характеризовать совокупность экономических и административных механизмов, с помощью которых реализуются права акционерной собственности и формируется структура корпоративного контроля.

В теоретической модели рынка совершенной конкуренции обычно предполагается предельная децентрализация (в качестве участников рынка обычно выступают индивидуальные предприниматели и индивидуальные потребители), и механизмы управления носят исключительно рыночный характер – см. Demsetz 1982. В условиях существования полной системы рынков (Magil, Shafer 1991) и полного перебора всех возможных условий в заключаемых контрактах принятие важнейших решений, в том числе в рамках фирмы должно регулироваться рыночной конкуренцией.

---

<sup>3</sup> Оно отсутствует в "The New Palgrave: a Dictionary of Economics" 1987 и появляется лишь в "The New Palgrave Dictionary of Money and Finance" 1992 (Vol.1, pp.472-474).

Проблема КУ возникает в тех теоретических моделях, которые стремятся привлечь внимание к неполноте контрактов и асимметричности информации в специфических отношениях «принципал-агент» (principal-agent relationships), складывающихся в современной корпорации.

Для более формальной иллюстрации можно воспользоваться исходными предположениями О. Харта, приведенными в его статье о КУ (Hart 1995a). Будем полагать, что чистый доход корпорации  $\Pi$ , представляет собой функцию от усилий, затрачиваемых управленческим персоналом  $e$ , и неких стохастических факторов, характеризуемых переменной  $\tilde{\varepsilon}$ :

$$\Pi = g(e, \tilde{\varepsilon}) \quad (1)$$

В связи с тем, что акционеры передают свои права на принятие некоторых решений менеджерам, между ними складываются специфические отношения делегирования полномочий. Значения переменной  $e$  ненаблюдаемы, а значения  $\tilde{\varepsilon}$  к тому же непредсказуемы. Поэтому собственники акционерного капитала стремятся обеспечить эффективное (с их точки зрения) управление, заключая контракт, в котором не только перечисляются некоторые обязанности менеджеров, но и устанавливается положительная зависимость их вознаграждения  $Y$ , от прибыли:

$$Y = y(\Pi) \quad y' > 0 \quad (2)$$

Далее привлекается широко используемый в современной экономической теории тезис о принципиальной неполноте контрактов. Чем более разнообразны сценарии последующих событий, тем сильнее увеличиваются издержки, связанные с разработкой и согласованием такого контракта<sup>4</sup>. При этом «за кадром» неизбежно остается множество ситуаций, вообще не предусмотренных контрактом. Тем самым как бы формируется пространство, в рамках которого управляющие могут осуществлять «свокорыстные» действия. Такие действия, как отмечалось выше, могут быть ненаблюдаемы; в условиях конкурентной экономики последствия таких действий могут обнаружиться лишь через некоторое время.

Сама возможность доступа к наиболее полной и точной информации и возможность принятия решений на этой основе становится специфическим источником «силы» (высших) менеджеров в рамках корпорации (Aghion, Tirole 1997; Rajan, Zingales 1997). Асимметрия информации расширяет поле

---

<sup>4</sup> Кроме того даже в случаях прямого нарушения контракта возбуждение судебных исков против управляющих может оказаться малопродуктивным: в соответствии с существующей традицией ("business judgement rule") суды чрезвычайно неохотно вторгаются в сферу предпринимательских решений - см. Fishel 1985.

действий управляющих, направленных на увеличение  $Y$  при тех же (или меньших) размерах  $P$ .

И все же подобный подход сужает поле реального конфликта. Интересы высшего менеджера, как правило, не ограничиваются денежными выплатами: при прочих равных условиях они могут предпочитать, например, сравнительно большие размеры фирмы<sup>5</sup>, наличие у нее роскошных офисов, загородных домов, самолетов и других престижных атрибутов (см. Vurgough, Helyar 1990). Наконец, они могут направлять немалые средства на то, чтобы удержать свое положение (сохранить, по выражению упоминавшихся выше авторов, позицию «силы» внутри фирмы)<sup>6</sup>. Все это может способствовать росту специфических издержек (agency costs) и углублению конфликта интересов внутри корпорации.

Столкновение интересов владельцев акций и менеджеров особенно наглядно проявляется в сфере накопления капитала компании. Наиболее распространенным примером такого конфликта обычно служит ситуация, сложившаяся в нефтедобывающей промышленности США после более чем десятикратного повышения цен на нефть на протяжении 70-х годов. Эксперты много писали о том, что дальнейшая разведка месторождений на территории США представляется чрезвычайно дорогостоящей и малоперспективной. Однако, несмотря на это, руководство нефтяных компаний, оказавшееся в годы энергетического кризиса в центре общественного внимания, направляло фантастические суммы на дальнейшее осуществление явно убыточных разведочных работ. Оценка подобных действий высших менеджеров стала в следующие годы предметом острых дискуссий; ряд влиятельных экономистов (см., напр., Jensen 1986) склонен видеть в этом яркий пример недостаточно эффективного КУ.

Источники конфликта вряд ли возможно полностью устранить с помощью совершенного стимулирования менеджеров — в терминах соотношения (2) это означало бы отыскание некой «идеальной» функции  $u$ . Выбор оптимальной (с точки зрения владельцев стратегического пакета акций)

---

<sup>5</sup> См. дискуссию по поводу гипотезы Баумоля (Baumol 1959; Marris 1964; Williamson 1964) и современную трактовку указанных проблем (Holmström 1999; Milgrom, Roberts 1992a).

<sup>6</sup> Неоптимальное поведение, вступающее в противоречие со стратегией максимизации стоимости фирмы, может обнаружиться на всех уровнях управления. Так, менеджеры низшего уровня, стремясь угодить своему руководству, могут неэкономно расходовать ресурсы, осуществлять неоптимальную замену персонала и т.п. (см. Milgrom 1988).

стратегии фирмы существенно зависит от отношения акционеров к риску. Менеджеры при этом стремятся отыскать наилучшее, по их критерию, отношение между получаемым доходом  $Y$ , и «их собственным» риском, порождаемым, например, чувствительностью  $Y$  к колебаниям  $\Pi$ <sup>7</sup>.

Проблемы отделения контроля от собственности (и возможного конфликта между ними в рамках крупной корпорации) обсуждается в экономической литературе более 60 лет — со времени публикации, получившей широкую известность работы Э. Берли и Х. Минза (Berle, Means 1932). Важный этап в осмыслении проблем КУ знаменовали работы Коуза, закладывавшие основы современной теории фирмы (Coase 1937; 1960), и разработка нового подхода к анализу издержек, порождаемых делегированием полномочий, предложенная в статье М. Дженсена и У. Меклинга (Jensen, Meckling 1976). Эмпирические исследования поведения управляющих, и прежде всего управляющих в крупнейших американских корпорациях (см., например, Donaldson 1984), неплохо согласовались с теоретической концепцией М. Дженсена (Jensen 1986), согласно которой управленческий персонал, действующий в рамках большой акционерной компании, стремится максимизировать не стоимость «своей» фирмы, а, скорей, free cash flow, денежные потоки, которыми он может более или менее свободно распоряжаться. Тем самым более отчетливо обозначается конфликт интересов собственников акционерного капитала и аппарата управления, а вместе с ним издержки, порождаемые делегированием полномочий в рамках корпорации.

В следующих разделах работы более подробно характеризуются механизмы взаимодействия между владельцами акций и менеджерами, изучаемые теорией КУ. Отношения между ними рассматриваются с позиций реализации прав акционерной и индивидуальной частной собственности и с точки зрения взаимодействия участников в рамках корпорации.

## **1.2. Акционерная собственность и корпоративное управление**

Определение акционерной собственности с помощью категорий, обычно используемых для характеристики индивидуальной собственности, наталкивается на ряд трудностей: обычный набор прерогатив, обеспечива-

---

<sup>7</sup> Теоретические соображения, демонстрирующие принципиальное несоответствие ("неконгруэнтность") предпочтений по отношению к риску у акционеров и менеджеров, стремящихся сохранить свое место или продвинуться по службе, приведены в работе Б. Холмстрёма (Holmström 1999, Section 3).

емых собственностью, неизбежно «дробится» между stakeholders, участниками различных хозяйственных операций, предполагаемых функционированием корпорации. Некоторые авторы (см., например, Votaw 1965) исходят из того, что в рамках акционерной компании отношения владения, пользования и контроля за результатами деятельности в основном переходят к управленческому персоналу, тогда как правами присвоения чистого дохода, обеспечиваемого такой деятельностью, располагают владельцы капитала. С точки зрения ряда авторов (см. Blair 1995; Hansmann 1996), при определении характера акционерной собственности должен учитываться сложный комплекс отношений, складывающихся в ходе функционирования корпораций между акционерами, владельцами используемого компанией заемного капитала, управленческим персоналом, рабочими и служащими и др.

В последнее время теория неизменно уделяет особенно большое внимание судебно-правовой инфраструктуре отношений, регулирующих отношения между различными группами акционеров, владельцами капитала, предоставленного в ссуду корпорации, и управленческим персоналом. В центре исследования чаще всего оказываются вопросы защиты прав акционеров. При этом подчеркивается, что сами возможности реализации прав собственности зависят не только от принятых в стране законов, но и от сложившейся практики судебно-правовых решений.

Авторы исследования, специально посвященному данному вопросу, приходят к следующему выводу: практическая реализация требований, предусмотренных законами (quality of law enforcement), достигает высшего уровня в странах с немецкой и скандинавской структурами гражданского права и оказывается наихудшей в тех странах, где утвердилось французское гражданское право (см. La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, Vishny 1998). Сформировавшаяся экономико-правовая инфраструктура может оказывать чрезвычайно существенное влияние на характер распределения акционерной собственности, на систему отношений, складывающихся внутри корпорации, и направление движения денежных потоков.

Экономическая теория делает акцент на том, что права собственности в разных странах сегодня сочетаются с правами, обусловленными системой контрактов (в том числе «имплицитных» соглашений). Используя это соображение применительно к деятельности отдельной компании, А. Элчиан и Х. Демсиц характеризовали фирму как некое «средоточие контрактов» (nexus of contracts) — см. Alchian, Demsetz 1972. В ситуации, когда контрактные права и обязанности можно считать надежно обеспеченными, ат-

рибуты собственности обнаруживаются, прежде всего, в связи с упоминавшейся неполнотой контрактов. Как только выясняются обстоятельства, относительно которых контракты не содержат (прямых) указаний на соответствующие права и обязанности сторон, нерегламентированные соглашения условия использования факторов производства определяются их реальными собственниками. Поэтому права собственности в последнее время чаще всего определяются как остаточные – по отношению к условиям контрактов – права распоряжения и контроля (см., например, Milgrom, Roberts 1992b; Gravelle, Rees 1996). Этот подход получил теоретическое развитие в работах О. Харта, С. Гроссмана и Дж. Мура (см. Grossman, Hart, 1986; 1988; Hart, Moore 1988; 1990; Hart 1995).

В системе теоретических моделей Харта-Гроссмана-Мура предполагается, что каждый из участников операций, осуществляемых фирмой, владеет определенным реальным, денежным и/или человеческим капиталом. Стремясь выгодней продать принадлежащие им факторы, некоторые владельцы осуществляют специализированные вложения; это относится, в частности, и к управленческому персоналу, который накапливает знания и опыт в некоторой области.

В соответствии с рассматриваемой концепцией, масштабы таких специфических вложений будут в большой мере зависеть от того, в какой степени менеджеру удастся сохранить (или получить) то место, которое соответствует его специфическим вложениям. Наиболее прочные гарантии использования указанных вложений обеспечивает именно собственность на соответствующие элементы капитала.

Рассмотрим теоретическую модель корпоративного объединения, в котором участники, по крайней мере некоторые, могут осуществлять специфические вложения, предназначенные для использования в рамках данной фирмы. Тогда при появлении прав собственности таких участников на элементы вещного или денежного капитала, иначе говоря, в ситуации, когда хотя бы один из участников рыночных обменов, предшествующих формированию компании, получает в своё владение некоторый (дополнительный) актив, появляются дополнительные стимулы для увеличения совокупных равновесных инвестиций.

Действие конкурентных сил к конечному счёту должно обеспечивать такую конфигурацию собственности, когда образующаяся в результате соглашения между всеми владельцами факторов производства компания получает возможность наиболее эффективного сочетания специализированных ресурсов. Именно функционирование фирмы как единого целого

создает условия для оптимальных специфических инвестиций; вместе с тем складывающаяся комбинация ресурсов должна обеспечивать наибольшие выгоды всем владельцам используемого фирмой вещественного и человеческого капитала (иными словами, складывающееся равновесие должно быть Парето-оптимальным).

В рамках такой корпорации, выступающей в качестве «средоточия контрактов», вложения большинства участников (включая вложения человеческого капитала, осуществляемые менеджерами) более или менее надёжно подкреплены системой соответствующих соглашений. Это не относится, однако, к иерархическим отношениям «руководитель-подчиненный» внутри фирмы. В силу отмечавшейся выше асимметрии информации и неполноты контрактов делегирование полномочий может лишь частично укладываться в рамки какого-либо контракта, тогда как остальные отношения носят в известном смысле неформальный характер. Поэтому отношения между собственниками качественно отличаются от отношений субординации, формирующихся внутри фирмы. Особенности последних могут регулироваться характеристиками равновесия, складывающегося в повторяющихся играх между начальником и подчиненным: сфера полномочий, передаваемых «вниз» по иерархической вертикали, существенно зависит от размеров возможных потерь фирмы (начальника) и выгод подчиненного, их предпочтений во времени и др. (см. Baker, Gibbons, Murphy 1999).

Информсмент контрактных прав, равно как и прав собственности, в значительной части осуществляется рынком, Еще А. Маршалл исходил из того, что «предложение предпринимательского таланта в области распоряжения капиталом приспособляется, как общее правило, к спросу на него...» (Маршалл, вып. 1, 1983 г. стр. 399). Регулярность повторяющихся отношений придает особую роль эффекту «репутации» и последующей реакции рыночных партнёров: так, большая часть покупателей и продавцов чаще всего ограничивают деловые отношения с фирмами, не соблюдающими условия соглашения. Ряд конфликтов может регулироваться в рамках самой фирмы (административное наказание или увольнение недобросовестного работника).

Нетрудно заметить, однако, что и при наличии всех контрактов, образующих как бы каркас корпорации, наименее защищенными оказываются инвесторы, вложившие деньги в обычные акции. Выступая в качестве владельцев акций, они реализуют свои права собственности – остаточные пра-



ва, которые включают права на остаточный (после всех предусмотренных контрактом выплат) доход корпорации.

Стабильность прав собственности и сложившихся контрактных отношений оказывается плодотворной в тех случаях, когда она определяется рыночными силами: она стимулирует собственников к осуществлению дополнительных инвестиций, ориентирующихся на данное соглашение (transaction-specific investments). Но поддержание сложившейся конфигурации собственности может оказаться контрпродуктивным, если прежние формы координации действий и рутинная технология «искусственно» консервируются высшими эшелонами управления, исходя из своекорыстных интересов<sup>8</sup>.

Современная теория выдвигает в центр анализа зависимость функционирования рынка капитала от эффективного инфорсментов прав собственности и контрактных прав. Если такой инфорсмент может опираться на действительную судебную-правовую поддержку, на сложившиеся традиции и деловую этику, тогда удастся обеспечить возможности для более интенсивного развития фондового рынка. Это, в свою очередь, обеспечивает новые условия для функционирования самой корпорации: теперь, наряду с официальной отчетностью, появляются рыночные оценки того, насколько эффективно осуществляет хозяйственные операции соответствующая компания (причем во многих случаях изменения рыночного курса акций точнее, чем публикуемые отчеты, отражают информацию о важных изменениях в делах фирмы). Тем самым инвесторы, выступающие на финансовых рынках, как бы косвенным образом осуществляют мониторинг всех операций фирмы.

Более того, развитые финансовые рынки могут активно поддерживать дисциплину, приводя в действие многообразные формы «наказания» не только тех фирм, которые действуют недостаточно эффективно, но и тех компаний, которые нарушают контрактные обязательства, не обеспечивают достаточной прозрачности хозяйственных операций и др. (внешние механизмы, на которые опирается КУ, рассматриваются более подробно ниже).

Наиболее радикальная перестройка структуры корпорации, в том числе структуры КУ, осуществляется на основе рыночного перераспределения акционерной собственности. При изучении этих рыночных механизмов в

---

<sup>8</sup> Технические нововведения неизбежно должны вести к изменению структуры корпорации и, соответственно, менять оптимальную систему контрактов. При этом особую прочность должны обнаруживать те конфигурации собственности, которые объединяют самые «синергичные» факторы производства, т.е. факторы, в наибольшей мере дополняющие друг друга (см. Hart 1995, Chapter 2).

центре внимания оказывается специфический рынок – рынок корпоративного контроля.

Теория (см., например, Grossman, Hart 1988; Barclay, Holderness 1989) различает две группы мотивов, побуждающих к осуществлению операций на таком рынке. Во-первых, общая заинтересованность, скажем, заинтересованность в тех доходах, которые фирмы распределяют между всеми акционерами в соответствии с количеством принадлежащих им акций. Во-вторых, особые, частные выгоды владельцев стратегического пакета акций. Если на обычных финансовых рынках (портфельные вложения) доминируют соображения, связанные с общими доходами, то рынки корпоративного контроля управляются, прежде всего, частными выгодами.

В отличие от стандартной модели эффективного финансового рынка (Fama 1970; 1991) на рынке контроля трудно предположить чрезвычайно высокую эластичность спроса по цене. Если цена акции сильно отрывается от фундаментальных характеристик компании, это может (при прочих равных условиях) свидетельствовать о наличии значительных частных выгод, которые эти акции могут обеспечить некоторым покупателям, и тем меньше, следовательно, можно найти субституты для данных ценных бумаг. Ещё более существенно, по-видимому, следующее обстоятельство: рынок корпоративного контроля отличается наличием многочисленных барьеров на пути действия рыночных сил, здесь гораздо меньше «прозрачность» рынка и значительно большую роль играют закрытые двусторонние сделки.

Рынок, на котором осуществляется покупка крупных партий акций, с самого начала формировался как рынок корпоративного контроля. Так, в США на рубеже XIX и XX веков рынок акций не столько обеспечивал финансирование крупных реальных капиталовложений, сколько предоставлял ресурсы для массивных слияний и поглощений. Впоследствии в развитых странах купля-продажа особо крупных пакетов акций и операции по перехвату контроля переместились за пределы фондовых бирж, но об указанной закономерности вновь напомнили первые шаги в развитии финансовых рынков в переходных экономиках.

О существовании немалых частных выгод даже в развитой экономике могут свидетельствовать соотношения цен, наблюдаемые на финансовых рынках. Так, продажи крупной партии одинаковых ценных бумаг, вообще говоря, должны были бы осуществляться по пониженным ценам (оптовая сделка плюс принятие на себя дополнительных рисков, связанных с тем, что приобретаемый портфель не диверсифицирован). Между тем продажа крупной партии акций на рынке корпоративного контроля неизменно осу-

ществляется по ценам, существенно превосходящим обычные рыночные цены; значительный размер «премии, уплачиваемой за возможности контроля» (см. ниже) может косвенно свидетельствовать о масштабах частных выгод.

В рамках теоретических моделей (Shleifer, Vishny 1986; Holmström, Nalebuff 1992; Hirshleifer 1998) выводится ряд любопытных соображений, иллюстрирующих зависимость рыночной цены, по которой продаются крупные пакеты акций, то есть такие пакеты, которые по существу предполагают контроль над компанией, от степени исходной концентрации собственности. Из указанных моделей, в частности, следует: чем больше удельный вес акционерной собственности, принадлежавшей потенциальному покупателю еще до объявления тендера, тем дешевле (при прочих равных условиях) ему могут достаться «недостающие» акции. Вместе с тем определенные зависимости – вероятно, нелинейные (см. Stulz 1988) – связывают цену акционерной собственности с исходной долей акций, принадлежащих менеджерам рассматриваемой компании.

Исходя из интуитивных соображений, эти выводы в целом представляются основательными. Результаты ряда эмпирических исследований (Walkling, Edmister 1985; Morck, Shleifer, Vishny 1988; Hubbard, Palia 1995; Zingales 1995), по-видимому, неплохо согласуются с приведенными характеристиками рынка корпоративного контроля.

Частные выгоды в большинстве случаев связаны не просто с владением значительным числом акций, а с контролем над существующей корпорацией. Этим, в частности, может объясняться и прослеживаемая во многих странах закономерность: в корпорациях, где значительный пакет обеспечивает корпоративный контроль, довольно редко встречаются другие владельцы большого числа акций (см. La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer 1999).

Отметим при этом и явную условность некоторых предпосылок, используемых в указанных теоретических моделях. В них редко учитывается влияние факторов неопределенности – факторов, которые в реальной действительности играют столь важную роль на рынках корпоративного контроля. Так, в моделях Grossman, Hart (1988), Shleifer-Vishny (1986), Hirshleifer, Titman (1990) и др. предполагается, что все участники операций, совершаемых на рынке контроля, обладают «совершенным предвидением»

и точно представляют последствия той реорганизации фирмы, которую предпримет новый собственник<sup>9</sup>.

Кроме того, в указанных теоретических построениях обычно предполагается, что частные выгоды всегда реализуют акционеры, эффективно осуществляющие корпоративный контроль. Между тем в реальной жизни некоторая, иногда весьма существенная, доля частных выгод достается высшему управленческому персоналу. В соответствии с некоторыми расчётами, частные выгоды, получаемые высшими менеджерами американских компаний в 80-х годах двадцатого столетия, составляли величину порядка 4% стоимости соответствующих компаний (см. напр., Barclay, Holderness 1989; Barclay, Holderness, Pontiff 1993).

Существование частных выгод может значительно ограничивать эффективное рыночное перераспределение акционерной собственности. Действительно, предположим для начала, что частная выгода для нынешних владельцев корпорации, и для потенциальных покупателей отсутствует. Будем считать также, что новый собственник сможет обеспечить рост стоимости фирмы, и после перехода компании к «эффективному» владельцу и реорганизации фирмы цена акции  $w_1$  будет превышать прежнюю цену  $w_0$ . В таком случае потенциальный покупатель сочтет целесообразной покупку стратегического пакета акций рассматриваемой компании по повышенной цене, если надбавка к прежней цене акции окажется меньше чем  $(w_1 - w_0)$ . Заметим, что при этом выигрывают и продавцы акций, реализующие соответствующий курсовой доход.

Таким образом, при высокой степени развития финансовых рынков (в нашем примере отсутствовали какие-либо препятствия для конкуренции, все финансовые операции фирмы и покупателей оставались совершенно «прозрачными», а транзакционные издержки для простоты предполагались

---

<sup>9</sup> Один из эффектов, который возникает при этом в теоретико – игровых моделях, связан с исходной ситуацией, характеризующейся сильным распылением акционерной собственности. Дело в том, что эффективный контроль над корпорацией представляет собой общественный товар; в «атомистической» корпорации концентрации собственности и установлению более тесных связей между собственностью и корпоративным контролем может препятствовать free-rider's effect («эффект безбилетника»). Но, как показали М. Баньоли и Б. Липман, в играх с конечным числом участников обычно существует (единственное) равновесие Нэша, поскольку рациональный участник, продавец некоторого числа акций, не может полагать, что исход борьбы за перехват контроля не зависит от его решений (Bagnoli, Lipman 1988, см. также Teall 1996).

пренебрежимо малыми) и отсутствии частных выгод сам рыночный механизм перераспределения акционерной собственности должен был бы более менее регулярно обеспечивать благоприятное (с точки зрения владельцев фирмы) распределение собственности и эффективное КУ. Однако ситуация значительно усложняется с введением в рассмотрение частных выгод, в том числе выгод, извлекаемых прежними менеджерами, которые обладают значительным количеством акций или могут влиять на поведение владельцев акций<sup>10</sup>.

Наиболее серьезные препятствия для перехода к более эффективному КУ возникают в том случае, когда прежний владелец прав контроля извлекает из своего положения такие частные выгоды (обозначим их через  $V_0$ ), которые значительно превосходят выгоды потенциального покупателя  $V_1$ . Тогда, даже в тех случаях, когда смена собственника привела бы к повышению стоимости фирмы ( $w_1 < w_0$ ), сегодняшние владельцы стратегического пакета во многих случаях откажутся продавать акции (и/или менеджеры приведут в действие средства давления на мелких акционеров с тем, чтобы не допустить таких продаж) на таких условиях, которые могли бы стать привлекательными для потенциальных покупателей.

Пусть общее число голосующих акций равно  $N$ ; будем полагать, что для гарантированного контроля над корпорацией требуется  $(0,5N + 1)$  акция. Для простоты будем считать, что приобретение контроля над данной корпорацией не приносит покупателям сколько-нибудь существенных частных выгод. Иначе говоря, по определению  $V_1 = 0$ , тогда как  $V_0 > 0$ . В таком случае переход контроля над корпорацией к более эффективному частному собственнику не может состояться при  $(w_1 - w_0) < V_0 / (0,5N + 1)$ . Другими словами, рынок капитала не обеспечивает переход к более эффективным (по критерию максимизации стоимости фирмы) структурам КУ в тех случаях, когда частные выгоды, извлекаемые нынешними владельцами стратегического пакета и/или менеджерами, обладающими средствами воздействия на акционеров, в расчете на одну из  $(0,5N + 1)$  акций превосходят рост стоимо-

---

<sup>10</sup> В таком контексте предположение об абсолютной прозрачности рынка представляется еще менее реалистичным. Ведь оценки частных выгод покупателя, играющие столь важную роль в функционировании рынка корпоративного контроля, серьезно затруднены неизбежной асимметрией информации и целенаправленными усилиями управленческого аппарата; между тем на рынке корпоративного контроля указанные оценки играют несравненно большую роль, чем на рынках стандартных финансовых инструментов, скажем, государственных облигаций.

сти акций, обеспечиваемый переходом контроля «эффективному» собственнику<sup>11</sup>.

Вместе с тем быстрое увеличение числа слияний и поглощений на протяжении 70-х – 80-х годов (подробней об этом см. Jensen 1988) и новая волна активности в этой области, наметившаяся в последнее время, говорят об интенсивном функционировании рынка корпоративного контроля (хотя, разумеется, не все слияния и поглощения представляют собой просто средство поддержания необходимой «рыночной дисциплины»).

Частные выгоды, обеспечиваемые таким контролем, могут, как отмечалось, исчисляться, по-видимому, весьма значительными суммами; об этом могут свидетельствовать, например, масштабы переплат при покупке крупных пакетов<sup>12</sup> акций. Примечательно, что размеры переплат обнаруживали устойчивую положительную корреляцию с ликвидными средствами (наличные деньги плюс наиболее ликвидные финансовые инструменты), принадлежащих «жертве» поглощения, и отрицательную корреляцию с дисперсией курсов акций поглощаемой фирмы (Barclays, Holderness 1989; 1992). Довольно внушительными оказываются и размеры описанной выше (см. стр. 12) дополнительной премии, получаемой продавцом за продажу крупной партии акций: в США такие премии составляли в среднем около 20% цены, по которой продавались пакеты акций (Barclay, Holderness 1989). Особенно большими (до 50—70%) оказывались переплаты в случае поглощения банков (Meeker, Joy 1980). Указанные зависимости могут дать некоторое представление о целях фирм, осуществлявших соответствующие поглощения, и масштабах реализуемых ими частных выгод.

Не менее показательны и различия в рыночной цене акций при существовании условий, обеспечивающих для некоторых классов обычных акций более одного голоса (так называемые многоголосые акции). В таких случаях удается подсчитать денежные суммы, характеризующие рыночную «цену голоса» — см., например, расчеты, приводимые в Lease, McConnel,

---

<sup>11</sup> Вновь отметим, что для элементарных моделей такого типа характерно предположение о «совершенном предвидении», тогда как в реальной ситуации перспективы извлечения частных выгод во многих случаях недостаточно «прозрачны» и устойчивы; кроме того сопряжены с существенными дополнительными рисками.

<sup>12</sup> В соответствии со стандартами Нью-йоркской фондовой бирже крупный пакет включает не менее ста полных лотов (10.000 акций).

Mikkelsen 1983; 1984 и De Angelo, De Angelo 1995<sup>13</sup>. Рекапитализация, предполагавшая выпуск многоголосых акций, активно использовалась менеджментом в качестве одного из средств защиты от агрессивных поглощений (Jarrel, Poulsen 1988).

Заслуживает внимания, по-видимому, также следующее обстоятельство: в тех корпорациях, где наметился серьезный конфликт между частью акционеров («диссидентов») и сторонниками существующей системы управления, «цена голоса» оказывается значительно выше, чем в других компаниях (Zingales 1995). «Цена голоса» неизменно возрастает в ситуации, когда права владельцев акций оказываются недостаточно прочно защищенными (см. Modigliani, Perotti 1998).

Ясно, что сосредоточение многоголосых акций в распоряжении тех, кто фактически реализует права контроля, существенно затрудняет рыночный переход корпорации к более эффективному собственнику. Как показали С. Гроссман и О. Харт, для бесперебойного функционирования рыночных механизмов, регулирующих переход акционерного контроля к более «эффективному» владельцу, особенно важным представляется поддержание соответствия между мерой участия в коллективном принятии решений и мерой присвоения остаточных доходов, иначе говоря, соблюдение принципа: «одна акция – один голос» (Grossman, Hart 1988).

Указанный принцип и на практике постепенно получает все большее распространение. Так, в США к середине 90-х гг. Нью-Йоркская и Американская фондовые биржи, а также торговая система NASDAQ включили в процедуру листинга требование «одна акция – один голос»<sup>14</sup>.

Для той же цели могут использоваться и пирамидальные (многоярусные) структуры акционерной собственности. Исследование Гарвардского университета, возглавлявшееся А. Шлайфером, выделяло 20 крупнейших корпораций в 27 странах (преимущественно развитые страны с рыночной экономикой). В соответствии с результатами расчетов, для того, чтобы владеть 20% всех голосов акционерам в среднем во всех странах требуется 18,6% капитала, тогда как в странах, в которых господствует англосаксонская модель акционерного законодательства (Англия, США, Канада, Ав-

---

<sup>13</sup> Указанные переплаты не являются просто премиями, возникающими в ходе агрессивного тендера: ни одна из корпораций, изучавшихся Лизом, Макконелом и Миккелсоном, не подвергалась угрозе поглощения.

<sup>14</sup> При этом, правда, на биржах допускается возможность выпуска «в порядке исключения» различных классов акций – см. Lang 1995.

стралия, Япония, Ирландия, Н. Зеландия и др.), для этого нужно обладать 19,7% капитала (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 1999).

Особенно большое внимание в последнее время уделяется вопросу о влиянии форм собственности и КУ на экономическую эффективность фирмы. Ответ на этот вопрос оказывается особенно сложным в ситуациях, когда к указанному влиянию, наряду с прочими факторами, добавляется воздействие различных механизмов хозяйственного регулирования (плановые или рыночные), а в условиях рыночной экономики — неодинаковые структуры рынка (конкурентная или олигополистическая).

Кроме того существенную роль при анализе указанных проблем может играть решение о выборе эндогенных переменных. В описанной выше логике рассуждений тип собственности выступает в качестве экзогенного фактора, тогда как эффективность компании трактуется как зависимая, эндогенная переменная. Однако определенный смысл, по-видимому, имеет противоположный подход (см., напр., Demsetz, Lehn 1985), при котором равновесные структуры собственности складываются под влиянием ряда факторов, включающих специфические характеристики отрасли, в которой функционирует фирма, эффективность её операций и т.д. Так, вложения институциональных инвесторов в акции, как будет показано ниже, в большой мере зависят от положения компании, её размеров, эффективности её функционирования и т.д. Высшие менеджеры, обладающие наиболее полной информацией о состоянии дел в фирме, могут предпочесть в качестве своего вознаграждения акционерные опционы лишь в тех случаях, когда они ожидают увеличения реальной стоимости фирмы.

В дальнейшем изложении мы будем, однако, исходить из предположения о том, что сложившаяся к настоящему времени структура собственности задана экзогенно. Тогда для того, чтобы особо выделить влияние конкуренции, можно сопоставить между собой микроэкономические характеристики эффективности государственных и частных предприятий, функционирующих в конкурентных и олигополистических (монополистических) отраслях. Проведенные расчеты привели ряд авторов к выводу о том, что частные фирмы, как правило, оказываются эффективней государственных как на олигополистических, так и на конкурентных рынках (см., напр., Boardman, Vining 1989). Из приводимого в статье обширного обзора явствует, что авторы большинства аналогичных исследований также обна-



ружили сравнительно более высокую эффективность функционирования частных фирм<sup>15</sup>.

Таким образом, среди условий, обеспечивающих эффективное КУ, а вместе с тем оптимальное распределение ресурсов, ключевую роль, по-видимому, играют действенное обеспечение прав частной собственности, включающее реализацию «жесткого бюджетного ограничения» (с неизбежными и четко определенными процедурами банкротства для «нарушителей»), а также активное функционирование рыночной конкуренции. В некоторых случаях этому способствуют операции, осуществляемые на рынке корпоративного контроля.

Современные концепции приватизации (см., например, Shapiro, Willig 1990) чаще всего исходят из существования во всех случаях некой «среды», в действительности присущей лишь развитой рыночной экономике. В основу закладывается, по-видимому, вполне справедливый тезис, согласно которому руководство государственными предприятиями, исходя из различных (преимущественно неэкономических) соображений, выплачивает зарплату и всевозможные премии большему – по сравнению с «идеальной» конкурентоспособной компанией того же типа – числу работников. Из этого делается элементарный вывод об экономическом эффекте, который может обеспечить приватизация (см., например, Boycko, Shleifer, Vishny 1996): так, переход к частной собственности позволил бы владельцам потребовать от руководителей компании более полного доступа к информации о деятельности фирмы, а от государства – платежей, компенсирующих упущенную выгоду. Нетрудно видеть, что подобная логика рассуждений, к сожалению, как бы оставляет «за кадром» проблемы формирования экономико-правовой инфраструктуры рыночных отношений, обеспечивающей возможности эффективного функционирования частной собственности и КУ.

---

<sup>15</sup> В подавляющем большинстве упомянутых исследований рассматривались американские, английские и австралийские компании, т.е. страны, в которых на протяжении длительного исторического периода сформировалась развитая институциональная инфраструктура рыночных отношений, обеспечивающая эффективное функционирование частной собственности, и современного КУ. Приватизация предприятий в условиях постсоциалистической экономики должна, как отмечается ниже, решать более сложные задачи.

### 1.3. Механизмы противостояния и сотрудничества

Необходимость в КУ возникает в связи с ограниченными возможностями использования рыночных методов (конкурентный торг и последующее соглашение купли-продажи) при установлении связей между требующимися действиями менеджера и их оплатой. Соглашение, заключаемое участниками, не может, как отмечалось в разд. 1.1, предусмотреть всех ситуаций, которые могут возникнуть, а, кроме того, каждое из управленческих решений само по себе не может выступать в качестве непосредственного объекта рыночного торга и не может стать поводом для осуществления специальных платежей (side payments). Иными словами, в сфере КУ отсутствуют условия для полной реализации рыночных процессов, предусматриваемых теоремой Коуза (Coase 1960; Mas-Colell, Whinston, Green 1995, Chapter 11); структура акционерного контроля и управления, складывающаяся в современной корпорации, характеризует *альтернативный* способ организации экономических и правовых отношений.

Особую сложность порождает следующее обстоятельство — мониторинг за действиями управляющих и выработка решений в сфере КУ по существу представляют собой общественные товары (public goods); многие участники, заинтересованные в совершенствовании управления стремятся минимизировать при этом свои усилия и реализовать эффект «дарового проезда» (free-riding effect). Если учесть к тому же, что реальное участие в делах фирмы неизбежно сопряжено с существенными издержками, станет ясно, что и среди тех акционеров, которые могли бы оказать влияние на принятие решений в сфере КУ, отнюдь не все окажутся реально вовлечёнными в указанный процесс. Как и в предложении других общественных товаров совокупные затрачиваемые усилия при отсутствии специальных административных механизмов скорее всего могут оказаться меньше оптимальных.

Сложившиеся (или складывающиеся) на протяжении нынешнего столетия в развитых странах особые механизмы КУ, как правило, представляют собой сложную иерархическую систему сдержек и противовесов. В центре этой сложной системы оказываются отношения между собственниками (стратегического пакета) акций и управленческим персоналом. В системе КУ используются многообразные системы материального стимулирования менеджеров и формы контроля; при этом механизмы контроля за результатами управления акционерной компанией часто подразделяют на внутренние и внешние.

### 1.3.1. Механизмы внутреннего контроля

К числу таких механизмов<sup>16</sup> теория КУ относит прежде всего мониторинг, осуществляемый обычно советом директоров (Fama, Jensen 1983). Однако число директоров в компании может быть достаточно большим. Часть директоров (особенно не относящихся к числу «исполнительных») первоначально назначается высшими управляющими (CEO, chief executive officer) и поэтому может быть достаточно тесно сращена со старым управленческим персоналом и привержена инерции прежней стратегии управления.

Принято полагать, что подлинной независимостью, необходимой для того, чтобы защищать интересы акционеров, в большей степени обладают «внешние» директора, поскольку они меньше связаны личными отношениями с действующим управленческим персоналом. В многонациональных компаниях США и Англии среди внешних директоров в последнее время увеличилось число иностранных предпринимателей (Charkham 1995).

Результаты эмпирических исследований чаще всего согласуются с этой гипотезой. Получили известность исследования, выявившие существенную отрицательную корреляцию между движением рыночных курсов акций и частотой последующего смещения высших менеджеров (см. Coughlan, Schmidt 1985; Warner, Watts, Wruck 1988; Barro, Barro 1990). Особенно показательны результаты расчетов М. Уайзбека, показавшего, что в фирмах, где в руководстве преобладали внешние директора (их доля составляла не менее 60%), в случае падения рыночного курса акций вероятность отстранения от дел на протяжении будущего года CEO оказывалась втрое больше, чем у остальных компаний (Weisbach 1988)<sup>17</sup>. С этой точки зрения представляют интерес и результаты обследований, проведенных Дж. Бэрдом и К. Хикменом: при прочих равных условиях финансовые рынки выше оценивают новые акции тех корпораций, в совете директоров которых присут-

---

<sup>16</sup> В данном разделе речь будет идти главным образом о формах КУ, получивших особенно широкое распространение в США, Англии, Ирландии, Канаде, Австралии, Новой Зеландии, т.е. в странах, в которых господствует англосаксонская модель акционерного законодательства.

<sup>17</sup> "Другой край" указанного спектра может характеризовать не менее часто наблюдавшаяся закономерность: в компаниях, акции которых не имеют широкого распространения (closely held companies) и особенно в "семейных" фирмах гораздо хуже прослеживаются связи между сменой высшего управленческого персонала и предшествующим падением рентабельности (ростом финансовых затруднений) фирмы (см., напр., Allen, Punian 1982; Furtado, Karan 1990).

ствуют не просто внешние, но, насколько можно судить, независимые внешние директора (см. Byrd, Hickman 1994).

В большинстве указанных исследований фиксируется наблюдаемый факт — обновление внешнего руководства в случае серьёзного ухудшения финансового положения компании. Ясно, что это не всегда может служить достаточным свидетельством перехода к более эффективному КУ, и все же факты могут свидетельствовать о том, что приход нового управленческого персонала часто сопровождается не только реорганизацией производства и сбыта, но и перестройкой прежней системы учёта и отчетности (см., напр., Roucian 1993). Особенно важно, по-видимому, следующее обстоятельство: финансовые рынки обычно воспринимают такое обновление в качестве *сигнала*, укрепляющего надежды на повышение рентабельности компании, и отвечают на них последующим повышением курса соответствующих акций.

Рассматривая функционирование механизмов внутреннего контроля и обновление управленческого персонала, мы неизменно сталкиваемся со следующим обстоятельством: указанные процессы чрезвычайно тесно переплетены с действием «внешних» (по отношению к корпорации) рыночных сил: так, чем острее конкуренция на рынке труда и, в частности, на рынке профессиональных управленческих кадров, тем больше руководителям высшего эшелона (а, следовательно, и остальным менеджерам) приходится заботиться об интересах владельцев стратегического пакета акций.

Вместе с тем совет директоров часто обнаруживает тенденцию к бюрократическому разбуханию. В теоретических моделях оптимального управления фирмой<sup>18</sup> показаны возможные источники снижения эффективности, по мере того как разрастается «представительский» состав совета директоров. Исследование этого вопроса на выборке американских корпораций демонстрирует значительную и устойчивую отрицательную корреляцию между частотой увольнения CEO (высших руководителей) и численностью совета директоров; отрицательная зависимость существует и между темпами роста рыночной стоимости фирмы и общим числом директоров (Yermack 1997).

Другой механизм внутреннего контроля связан с формированием «оппозиции», выступающей против курса, осуществляемого руководством корпорации; в своем противостоянии принятой стратегии развития «дисси-

---

<sup>18</sup> Обзор таких моделей приведен в Tirole 1999; Brickley, Smith, Zimmerman 1997; Holmstrom, Tirole 1989.

денты» стремятся заручиться поддержкой других акционеров (проху contests). Но для большинства акционеров совершенствование системы КУ представляет собой, как отмечалось выше, общественный товар, поэтому инициативы некоторых из них могут наталкиваться на выжидательную позицию остальных участников (см. Ickenberry, Lakonishok 1993).

Хотя акционерам–«диссидентам» не часто удается достичь непосредственного успеха и увлечь за собой большинство акционеров<sup>19</sup>, тем не менее они могут оказывать существенное воздействие на поведение менеджмента. Отметим лишь один из возможных каналов: утечка информации, обычно имеющая место в таких случаях, не только побуждает к активным действиям совет директоров, но и пробуждает интерес крупных покупателей на рынке контроля («рейдеров»)<sup>20</sup>.

Проблемы координации действий и формирования коалиций в корпорациях, характеризующихся атомистической структурой, формулируются с помощью разработанных в последние десятилетия теоретико-игровых моделей (см. Grossman, Hart 1980; Vagnoli, Lipman 1988; Teall 1996 и др.). Один из полученных выводов представляется достаточно естественным: концентрация акционерной собственности при прочих равных условиях способствует более тщательному отбору управленческого персонала. Результаты конкретных исследований чаще всего согласуются с указанным выводом (см., например, McConnel, Servaes 1990; Denis, Serano 1996).

Сложившаяся в корпорации структура акционерной собственности (а также прочие факторы, влияющие на формирование различных коалиций и их устойчивость) определяют и характер складывающегося на этой основе корпоративного контроля. Используя вероятностную модель голосования (подробно описана в Cubbins, Leech 1983), Д. Лич и Дж. Лихи, проанализи-

---

<sup>19</sup> По данным некоторых выборочных обследований американских компаний (1962-1978 гг.) этого удавалось добиться в среднем лишь в каждом пятом случае (Dodd, Warner 1983).

<sup>20</sup> В США на протяжении 60 дней, предшествовавших публикации сведений о намечающихся «сражениях» в «Wall Street Journal», дополнительные доходы по акциям соответствующих фирм повышались в среднем почти на 12%. Далее из всех обследованных фирм было выделено 39 корпораций, в которых «оппозиционеры» потерпели поражение. На протяжении трех лет после появления первых известий об инициативе акционеров, выступающих против стратегии руководства, в 20 из указанных 39 фирм последовало около сорока отставок CEO, президентов или председателей правления соответствующих корпораций (что намного превышало средние показатели по всей выборке) – см. De Angelo, De Angelo 1988.

ровавшие данные по 470 английским компаниям, которые котировали свои акции на бирже, пришли к следующему выводу: чем более жесткий тип контроля удастся установить акционерам, тем выше оказываются характеристики рентабельности (доля прибыли в цене) у соответствующей компании (Leech, Leahy 1991).

*Внешние собственники акций: увеличение роли институциональных инвесторов.* Специфические особенности внутреннего КУ в немалой степени зависят от того, кем оказываются владельцы стратегического пакета акций и какие цели они преследуют. В первой половине двадцатого столетия преобладающая часть акций в США находилась в собственности индивидуальных лиц; к настоящему времени распоряжение огромным числом акций хотя бы частично контролируется компаниями, а среди них, прежде всего финансовыми посредниками. На протяжении длительного периода формировались финансово-промышленные группы, в рамках которых банки и другие финансовые посредники могут выступать в роли владельца крупного пакета акций и стратегического инвестора или института, в той или иной степени контролирующего распоряжение этими акциями. Наибольшую роль мониторинг и контроль финансовых учреждений играют в Германии, Японии и некоторых переходных экономиках.

С появлением институтов, сосредотачивающих контроль над крупными пакетами акций ряда компаний, неизбежно возник вопрос о роли «внешних» собственников. Широкое распространение в теоретической литературе получила гипотеза, согласно которой сравнительно лучшая информированность менеджеров, влияние непрерывных колебаний рыночных курсов акций и угроза частой смены внешних владельцев неизбежно приводят к преобладанию в стратегии фирмы краткосрочных целей («short-termism» effect).

Так, утверждается, что, сталкиваясь с угрозой агрессивного перехвата контроля, менеджеры подвержены моральному риску (moral hazard): они склонны к принятию неоптимальных решений, подчинённых задаче краткосрочного повышения рыночного курса акций своей компании (Stein 1988; 1989; см. также von Thadden 1995). Указанная тенденция особенно усиливается в связи с тем, что финансовые посредники, выступающие в качестве (со)владельцев корпорации, склонны в сравнительно короткие сроки менять

состав своего портфеля<sup>21</sup>, и потому они часто заинтересованы в краткосрочном повышении рыночного курса акций.

Приведенные соображения могут фиксировать некоторые важные тенденции в развитии КУ, но развитие указанных тенденций неизбежно наталкивается на объективные границы, порождаемые самими рыночными силами. Ограничимся лишь следующим соображением. Предположение, согласно которому рассматриваемые финансовые рынки обладают большей или меньшей информационной эффективностью, означает, что цены акций отражают практически всю наличную информацию о реальных возможностях долгосрочного развития компании и «конъюнктурные» действия, нацеливаемые руководством фирмы лишь на краткосрочный эффект и наносящий ущерб интересам длительного хозяйственного роста, вряд ли могли бы систематически смещать рыночные оценки фундаментальных характеристик этой компании (что, разумеется, не исключает краткосрочных манипуляций с рыночной ценой акций, к которым может прибегать руководство корпорации, заинтересованное в краткосрочных эффектах).

Эмпирическая проверка подобных гипотез представляется весьма сложной<sup>22</sup>. Однако некоторые расчеты все же, по-видимому, могут косвенно свидетельствовать об отсутствии четко выраженной закономерности (тенденции), согласно которой на фондовом рынке недооценёнными оказывались бы те компании, которые предполагают особенно крупные долго-

---

<sup>21</sup> Обследования показали, что в Великобритании финансовые учреждения, владеющие акциями, хранят их в среднем на протяжении примерно семи лет (см. The New Palgrave, vol.3, p. 450).

<sup>22</sup> Не все величины, фигурирующие в гипотезах "шорт-термизма", в принципе могут быть наблюдаемы, поэтому характеристика данного эффекта подчас носит почти мистический характер. Так, один из наиболее активных сторонников указанной концепции Дж. Стайн пишет, что в отличие от некоторых других форм защиты от поглощений, близорукая стратегия менеджеров "практически невидима". Она может иметь место "за кулисами" в большом числе тех фирм, которые никогда не выступали в качестве объекта поглощения; чрезвычайно трудной может оказаться попытка наблюдать её в чистом виде, а ещё труднее доказать в суде с помощью документов наличие указанной тенденции" (Stein 1988, p. 75).

Сам автор ссылается (p. 77) на наблюдение Макконелла и Маскарелла (McConell, Muscarella 1985), согласно которому рыночные курсы акций американских компаний положительно реагируют на объявление об увеличении их капиталовложений. Нетрудно показать, однако, что подобная реакция фондового рынка может быть вполне совместима не только с гипотезой близорукости, но и с гипотезой нормальной оценки - а при определенных предпосылках - и дальнорукости рынка.

срочные вложения (см., напр., статью Chan, Martin, Kensinger 1990, исследующую движение американских ценных бумаг, а также исследование английского фондового рынка Miles 1993).

Вместе с тем, с точки зрения теории КУ, можно, по-видимому, утверждать: чем больше концентрированы собственность и контроль в рамках корпорации и, что представляется особенно существенным, чем более стабильны эти структуры контроля, тем большие возможности открываются для осуществления долгосрочной инвестиционной политики.

Особую проблему представляет длительная тенденция к постепенному сосредоточению акционерной собственности у *институциональных инвесторов* (ИИ) — у пенсионных фондов, фондов социального обеспечения и страхования и др.<sup>23</sup>. В соответствии с описанной выше логикой, сосредоточение акционерного контроля у крупнейших инвесторов само по себе обеспечивает лучшие *возможности* для совершенствования КУ.

Однако сам специфический характер инвестирования, осуществляемого пенсионными и страховыми фондами, не всегда хорошо сочетается с осуществлением функций эффективного собственника, особенно в тех случаях, когда деятельность рассматриваемой корпорации сопряжена со значительным риском. Предпочтения ИИ, которые связаны жесткими формальными (а также имплицитно подразумеваемыми) регламентациями, предполагающими безусловную выплату в срок пенсий, пособий и страховых сумм, могут вступать в конфликт со стремлением других владельцев акций к максимизации стоимости фирмы. К тому же сами ИИ неизменно оказываются крупными организациями и характеризуются сложной организацией и системой управления; тем самым неизбежно снижается эффективность мониторинга и воздействия на решения, принимаемые менеджерами контролируемых корпораций. Обследования, проводимые в странах Западной Европы, также свидетельствуют о том, что крупные ИИ лишь в редких случаях занимаются активным мониторингом (Renneboog 2000).

Портфель акций, принадлежащий ИИ, как правило, сильно диверсифицирован (так, в США пенсионный фонд CALPERS владеет акциями более 2 тыс. фирм — Prowse 1994). Это также сужает возможности тщательного контроля за качеством управления в каждой из корпораций. Да и менеджеры пенсионных фондов во многих случаях не имеют особых стимулов серьёзно изучать состояние дел в подконтрольных компаниях и активно вмеша-

---

<sup>23</sup> В США к началу 80-х - 90-х гг. различные ИИ контролировали до половины всей акционерной собственности (Smith 1996).



ваться в управление (см. Murphy, van Nuys 1993). Все это усиливает тенденцию к «бесплатному проезду» (free-riding) у ряда ИИ; таким образом, не только множество мелких акционеров, но и некоторые владельцы довольно крупных пакетов ценных бумаг нередко оказываются в роли некой «пассивной периферии» в системе акционерного контроля.

Пенсионные и страховые фонды всемерно стремятся избежать значительного падения цены акций соответствующей фирмы. Для того чтобы избавиться от убытков, связанных с таким движением цен, ИИ во многих случаях просто прибегает к продаже акций соответствующей фирмы<sup>24</sup>. Тем самым существенно ограничиваются (или даже исключаются) долгосрочные ориентировки в управлении компаниями, акции которых размещены в указанных фондах. При этом само управление портфелем акций, как отмечалось выше, подчинено специфическим функциональным задачам и поэтому не всегда отвечает рыночным критериям. Исследования финансовых инвестиций крупных пенсионных фондов США показывают, что рентабельность принадлежащего им портфеля рыночных бумаг на протяжении 70-х — 80-х годов, как правило, существенно уступала средней доходности рыночного портфеля (см. Lakonishok, Shleifer, Vishny 1992).

К тому же инвестиционная политика ИИ обычно оказывается весьма избирательной. Эконометрические расчеты могут свидетельствовать о том, что вероятность вложения ИИ в акции той или иной фирмы увеличивается вместе с ростом размеров компании, а также с её принадлежностью к числу наиболее известных корпораций, скажем, с включенностью компании в список «Standard and Poors. 500» — см., напр., Duggal, Millar 1999. Иными словами, ИИ чаще всего выбирают объектами своих инвестиций крупнейшие компании со значительной долей инсайдерской собственности и более или менее налаженной системой КУ.

И все же в последнее время некоторые ИИ стали проводить более активную политику в рамках частично контролируемой корпорации (в Англии и США этим нередко занимаются крупные банки, управляющие по доверенности средствами фондов — см. Davies 1997): они пытаются, например, координировать усилия акционеров, недовольных действиями

---

<sup>24</sup>Традиционное "правило Уолл-стрита", считавшееся до 80-х годов непосредственным руководством к действию: если ИИ находит действия менеджера в частично контролируемой компании неудовлетворительными, он не будет использовать свои акции для голосования, а скорей попытается просто с наименьшими потерями избавиться от них (Herman 1981, p. 146).

руководства своей компании<sup>25</sup>. Кроме того они все чаще выступают против усилий менеджеров любой ценой предотвратить поглощение компании: так, в 1990 г. 90% государственных и 83% частных пенсионных фондов США выступило против угроз встречной покупки акций (greenmailing)<sup>26</sup> — см. Karpoff, Malatesta, Walkling 1996, p. 386. Обнаруживающаяся в 90-е годы активность ИИ может способствовать переходу к более эффективному КУ; однако, и при наиболее благоприятном исходе (скажем, при смене корпоративного руководства) будет сохраняться тенденция к «отсечению» более рискованных инвестиционных проектов, привлекающих остальных акционеров.

### 1.3.2. Внешние механизмы

Внешние регуляторы КУ непосредственно отражают действие конкурентных сил рынка. Так, серьезное ослабление позиций фирмы на товарных рынках может активизировать внутренние механизмы контроля (более энергичные действия совета директоров, обострение конфликтов на собраниях акционеров и т.п.). Роль регулирования, осуществляемого товарными рынками, особенно велика, по-видимому, в развивающихся странах и переходных экономиках, где до настоящего времени не сложилась система высокоразвитых финансовых рынков и того сегмента конкурентного рынка труда, который представлен высококвалифицированными управленческими кадрами.

Существенную роль может играть и рынок банковских ссуд. Контроль, осуществляемый банками, до известной степени ограничивает «немаксимизирующие» действия менеджмента: так, выбирая менее рентабельный проект, фирма реже может рассчитывать не только на банковские ссуды, но и на помощь банков в размещении ее ценных бумаг. В случае предоставления крупных ссуд существенную роль в системе КУ может играть мониторинг, непосредственно осуществляемый кредиторами (прежде всего крупными банками).

---

<sup>25</sup> Отмечая тенденцию к некоторому росту активности ИИ, С. Уэкл, специально посвятивший эмпирическое исследование данному вопросу, приходит к выводу о том, что эффективность их усилий в сфере КУ до настоящего времени остается, по-видимому, невысокой; результаты внедрения их предложений по совершенствованию КУ не получили отражения в рыночной цене акций контролируемых компаний (Wahal 1996, p. 20).

<sup>26</sup> Стратегия менеджеров, направленная на предотвращение операций по перехвату акционерного контроля, более подробно рассматривается ниже.

В некоторых теоретических моделях (см., например, Dewatripont, Tirole 1994; Hart, Moore 1995) особо выделяется следующее обстоятельство: контракт, оформляющий предоставление банковской ссуды (или эмиссию частных облигаций), предусматривает первоочередное право кредитора на имущество корпорации в случаях, когда последняя оказывается неплатежеспособной; это может удерживать менеджеров от выбора нерентабельных проектов. В случае резкого ухудшения финансового положения корпорации особенно жестким становится контроль со стороны кредиторов, представивших фирме краткосрочные ссуды (Berglöf, von Thadden 1994)<sup>27</sup>.

В качестве рычага долгосрочного контроля может выступать облигационная задолженность корпораций. Так, ссылаясь на опыт неэффективного КУ в нефтяных корпорациях США, М. Дженсен (Jensen 1986) отмечал, что необходимость регулярной выплаты процентов по корпоративным облигациям неизбежно ограничила бы свободу действий высшего управленческого персонала и соответственно – размах расточительных проектов нефтеразработки в США в 80-ые годы. Подобная логика предполагает, что при отлаженной системе инфорсmenta прав кредитора менеджеры – по крайней мере на ранних этапах развития рынка капиталов – явно отдадут предпочтение другим источникам финансирования капиталовложений.

Общие выводы, сделанные на основе ряда эконометрических исследований, могут убедительно свидетельствовать о том, что структура капитала корпорации оказывает весьма существенное значение на рентабельность её операций (см., напр., Ofek 1993). Ещё в начале 70-х годов в работе У. Баумоля, П. Хелма, Б. Малкиела и Р. Квандта было показано, что капиталовложения, осуществлявшиеся с привлечением внешних источников финансирования, обеспечивали более высокие доходы (Baumol, Helm, Malkiel, Quandt 1970). И рынок ценных бумаг при прочих равных условиях выше оценивает те компании, у которых в пассивах сравнительно большую роль играют заёмные средства (см. Maloney, McCormick, Mitchell 1993). Результаты другого исследования могут свидетельствовать о том, что значительная доля заёмных средств в балансе акционерной компании, предполагающая мониторинг кредитора, наряду с участием менеджеров во владении

---

<sup>27</sup> Усилению регулирующей роли крупных кредиторов может способствовать также распространение контрактов, предусматривающих пересмотр условий ссуды в случае ухудшения финансового положения фирмы, см. - модель Гортон-Кана (Gorton, Kahn 1993).

фирмой, способствуют существенному повышению доходов, получаемых владельцами акций (см. Denis, Denis 1993).

Заметим, однако, что и это соображение должно вписываться в более общие схемы организации КУ. Можно показать, что избыточная облигационная задолженность фирмы может оказывать «ухудшающее» воздействие не только на неэффективные, но и на весьма перспективные проекты (см., напр., Stulz 1990).

К тому же внутренние и внешние механизмы КУ не всегда характеризуются совершенной согласованностью; конфликт может возникать не только между интересами акционеров и менеджеров, но также между указанными группами, с одной стороны, и «внешними» кредиторами — владельцами корпоративных облигаций, с другой. Так, введение в некоторых корпорациях планов стимулирования служащих с помощью акционерных опционов способствовало улучшению фундаментальных финансовых характеристик компании и росту курса акций, но в то же время сопровождалась заметным падением рыночного курса соответствующих корпоративных облигаций (de Fusco, Johnson, Zorn 1990).

Специфика контроля, осуществляемого рынком долговых обязательств, связана с тем, что в ситуации значительного ослабления позиций корпорации наибольшую опасность могут представлять не столько требования крупнейшего банка (с которым можно пытаться договориться об «особом» соглашении), сколько напор множества не столь крупных кредиторов, ведущих дело к судебной процедуре банкротства. Зависимость роли, которую играют долговые обязательства в КУ от числа кредиторов особенно наглядно выявлена в теоретических моделях П. Болтона и Р. Шарфштейна (Bolton, Sharfstein 1990; 1996). В Японии, Германии и некоторых других развитых странах в подобных ситуациях особенно отчетливо выявляется конфликт владельцев и/или центров КУ с банками и другими кредитными институтами, оказавшимися в положении основных кредиторов.

Предположение теории, согласно которому вероятность неэффективного КУ при прочих равных условиях оказывается тем меньше, чем больше «плечо» финансового рычага, согласуется с результатами немногих проводившихся в этой области эмпирических исследований (Gilson 1990; Lang, Ofek, Stulz 1996). Некоторые дополнительные аргументы в пользу указанной гипотезы можно почерпнуть и из сравнения КУ в компаниях со сравни-

тельно меньшим уровнем концентрации акционерной собственности и КУ, в большей степени опирающегося на банковский контроль<sup>28</sup>.

Регулирующая роль рыночных механизмов увеличивается в условиях развитого рынка ценных бумаг. Теоретические модели Холмстрёма-Тиrole (см. Holmström, Tirole 1993; 1997) помогают выявить особую роль ликвидных трейдеров (noise traders): их операции в конечном счете усиливают информационные функции цены акций и придают больший экономический смысл затратам участников рынка на сбор и обработку информации. В случае ликвидного рынка акций снижаются издержки «пассивного» (косвенного) мониторинга, осуществляемого самими инвесторами, а вместе с тем усиливается зависимость решений, принимаемых в сфере КУ, от реакции финансовых рынков (Tirole 1999, Sec. 2.4).

Особенно важное воздействие на систему КУ оказывает функционирование рынка контроля. Здесь отметим лишь следующий момент: все действия менеджмента, «не одобряемые» рынком капитала, ведут к снижению цены акций рассматриваемой компании, а в условиях, когда значительная часть ее акций непосредственно является (или легко может оказаться) объектом рыночного оборота, это существенно повышает вероятность последующего (агрессивного) поглощения — см. Jensen, Ruback 1983; Mitchell, Lehn 1990; Hirshleifer 1998.

Однако простого изменения рыночных цен, как правило, недостаточно для радикальных изменений в системе КУ. Обширный опыт двадцатого столетия может свидетельствовать о том, что почти всякой более или менее решительной реорганизации дел в частной компании неизменно предшествовали кризисные ситуации, выявлявшиеся на рынке капитала и/или на товарных рынках<sup>29</sup>. Поэтому при разработке новых систем управления крупнейшие компании стремятся к формированию гибких структур, способных более оперативно приспосабливаться к меняющимся требованиям рынка.

В действии внутренних и внешних механизмов, через которые осуществляется дисциплинирующее воздействие рынка, можно проследить и

---

<sup>28</sup> Более подробно эти различия рассматриваются в следующем разделе; обширный фактический материал, характеризующий влияние банков и других кредитных учреждений на эффективность КУ, можно найти в OECD 1995a.

<sup>29</sup> Ограничимся лишь одним примером. Одна из крупнейших промышленных компаний мира - "Дженерал моторз" в 1990 - 1991 гг. столкнулась с гигантскими убытками (в общей сложности не менее 6,5 млрд.долл.) и лишь в 1992 г. уволила прежнего высшего менеджера и приступила к серьезной реорганизации своих операций.

некоторые черты «специализации». Так, исследование Р. Морка, А. Шлайфера, Р. Вишны выявило любопытную закономерность. В тех случаях, когда корпорация демонстрировала заметное отставание от других фирм в рамках данной отрасли, чаще всего можно было наблюдать осуществлявшееся «внутренними методами» радикальное обновление руководства в такой компании. Но если сама отрасль, к которой принадлежала основная деятельность фирмы, сталкивалась с серьезными трудностями (связанными, например, с неблагоприятной фазой жизненного цикла), рассматриваемая фирма чаще становилась объектом агрессивных поглощений (Morck, Shleifer, Vishny 1989). В последнем случае особенно наглядно проявились возможные рамки действия внутренних механизмов КУ — рамки, которые определяются ограниченностью информации (и компетенции) директоров и других руководителей, контролирующих решения относительно общей стратегии развития компании.

В какой мере современный рынок может обеспечивать эффективное КУ? Этот вопрос находится в центре теоретических дискуссий. Часть экономистов полагает, что распределение собственности складывается на основе действия рыночных сил как эндогенный результат «конкурентного отбора», сохраняющего лишь наиболее эффективные организационные структуры (см., например, Demsetz 1983, p. 384). Иными словами, в ходе эволюционного процесса действие конкурентных сил обеспечивает переход к «наилучшим» структурам собственности и КУ.

Не отрицая важной роли таких механизмов, другие авторы (см., например, Jensen 1986; Shleifer, Vishny 1997) указывают на многочисленные свидетельства более или менее систематического нарушения рыночной дисциплины даже в странах с высокоразвитой рыночной экономикой и на чрезвычайно высокий (явно «неоптимальный») уровень издержек делегирования полномочий, наблюдаемый у множества крупных корпораций в этих странах.

Указанные взгляды до известной степени могут согласоваться между собой: дело в том, что многие случаи неэффективного КУ нетрудно связать с «несовершенством» товарных рынков, а особенно рынков труда и финансовых рынков, с барьерами, воздвигаемыми на пути действия конкурентных сил. Но, как отмечалось выше, структура КУ по существу характеризует *альтернативу* чисто рыночным отношениям купли-продажи; рассматриваемые проблемы, по-видимому, невозможно свести без остатка лишь к несовершенству тех или иных рынков.

До сих пор шла речь прежде всего о тех корпорациях, акции которых обладают ликвидностью и могут служить объектом рыночного воздействия (регулирования). В США существуют, однако, миллионы корпораций, у которых голосующие акции принадлежат небольшому числу акционеров. Такие ценные бумаги, разумеется, не прошли процедуру листинга, они не только не котируются на биржах или во внебиржевом обороте, но и вообще весьма редко могут служить объектом каких-либо торговых сделок. Подобные компании обычно называют *closely held corporations*<sup>30</sup>. В этих случаях действие механизмов, присущих рынку капитала, неизбежно оказывается более ограниченным.

Выше уже отмечалось, что существование частных выгод обеспечивает мощные стимулы, побуждающие (крупных) акционеров стремиться к сосредоточению в своих руках контроля над компанией. Однако участники разворачивающихся при этом коалиционных игр во многих случаях могут воспользоваться недостаточной защитой инвесторов, а это, в свою очередь, приводит к экспроприации активов и другим контрпродуктивным результатам (см. Bennedsen, Wolfenzon 2000).

В *closely held* компаниях могут складываться ситуации, кажущиеся несколько парадоксальными: уменьшение доли одного из крупнейших инвесторов в результате «разводнения» капитала и/или привлечения новых инвесторов в контролируемую коалицию могут сдерживать процессы экспроприации, подрывающие само существование компании. Когда количество акций, сосредоточенных у каждого из крупных владельцев, оказывается недостаточным для осуществления контроля, в моделях коалиционных игр обнаруживается множество равновесий, и функционирование рынка капитала в гораздо меньшей степени может обеспечивать переход системы к «хорошему» равновесию (скажем, равновесию, предотвращающему экспроприацию компании).

### **1.3.3. Рынок капитала и роль «окопавшегося менеджмента»**

Классическим проявлением недостаточно эффективного КУ служит феномен так называемого окопавшегося менеджмента — ОМ (Jensen, Ruback 1983). Средства, с помощью которых высший управленческий персонал стремится укрепить свои позиции, весьма многообразны.

---

<sup>30</sup> При этом критерии причисления акционеров к замкнутому кругу "внутренних" владельцев (а, следовательно, и корпорации к числу *closely held*) в отдельных случаях могут существенно различаться между собой.

Заметим при этом, что сама разграничительная линия между акционерами и топ-менеджерами носит довольно условный характер: ведь последние нередко владеют некоторой частью акций корпорации. Данные, относящиеся к различным историческим периодам, не вполне сопоставимы между собой, и все же, по-видимому, можно полагать, что доля акций, принадлежащих менеджерам, в американских корпорациях с торгуемыми акциями (publicly traded corporations) с 30-х годов возросла и достигла к настоящему времени весьма существенных размеров: по данным одного из исследований, она повысилась с 13% в 1935 г. до 21% в 1995 г.<sup>31</sup> При этом особенно значительный рост инсайдерской доли в распределении голосующих акций был зафиксирован в таких секторах экономики как связь и телекоммуникации, транспорт, а также сфера услуг.

В какой степени владение акциями сближает стратегию менеджеров с интересами остальных акционеров? Со времени публикации теоретической модели Р. Сталза (Stulz 1988) чаще всего полагают, что при сравнительно малой доле акций, принадлежащих высшим управляющим, последние (как и менеджеры-неакционеры) непосредственно ощущают свою зависимость от владельцев стратегического пакета акций<sup>32</sup>.

Р. Морк, А. Шлайфер и Р. Вишны (далее по тексту — МШВ) детально исследовали стратегическую зависимость между характеристикам функционирования крупнейших американских корпораций (371 фирма из числа Fortune 500) и размерами инсайдерской собственности. Результаты исследований хорошо согласовались с теоретической гипотезой Р. Сталза о нелинейном характере указанной зависимости. При доле менеджеров, не превышающей 5% акционерной собственности, наблюдалась статистически значимая положительная корреляция между эффективностью фирмы, измеряемый коэффициентом Тобина  $q$ <sup>33</sup>, и инсайдерской долей, тогда как для

---

<sup>31</sup> Примечательно, что медианная стоимость акций, принадлежащих управляющим (в долларах США) увеличилась за этот период в 5 1/2 раз, тогда как их медианные реальные доходы увеличились менее, чем в 2 раза (Holderness, Krozner, Sheehan 1999).

<sup>32</sup> Непосредственно высшим управляющим принадлежит лишь очень небольшая доля акций: в выборке, включающей тысячу крупнейших компаний, медианная доля акций, принадлежавших высшим управляющим соответствующих корпораций, составляла 0,2% (см. Murphy 1992).

<sup>33</sup> Величина  $q$  определена как отношение текущей стоимости фирмы, определяемой рынком ценных бумаг, к восстановительной стоимости принадлежащего фирме реального капитала.



интервала от 5% до 25% зафиксирована существенная отрицательная зависимость (Morck, Shleifer, Vishny 1988).

В ряде исследований, проведенных в последующий период, Дж. Макконнел и Г. Сервес (далее — МС) получили (также на основе американских данных) несколько иные результаты. Отрицательное воздействие, оказываемое «окапыванием» менеджмента, обнаруживается, согласно их расчетам, лишь в ситуациях, когда управляющему персоналу принадлежит не менее 50-60% всех акций корпорации (см. McConnell, Servaes 1990; 1995). Результаты МШВ авторам не удалось воспроизвести, даже прибегнув к специальным эконометрическим методам («кусочная», *piecewise*, регрессия), использовавшимися МШВ. К выводам, сходным с результатами МС, приходят и Х. Шорт, К. Кизи, исследовавшие влияние акционерной собственности менеджеров на эффективность функционирования английских компаний (Short, Keasey 1999).

Одну из важнейших причин расхождения результатов МШВ и МС отметил С. Коул (Kole 1995). Дело в том, что МШВ использовали выборку, включавшую, как отмечалось выше, лишь наиболее крупные фирмы, тогда как статистическая выборка, которой пользовались МС, насчитывала свыше тысячи фирм, в том числе немало «средних» и не самых крупных фирм. А в фирмах, не относящихся к числу крупных, у Коула, как и у МС, положительную корреляцию между коэффициентом Тобина и долей акционерной собственности, принадлежащей менеджерам, можно наблюдать на более широком, чем у МШВ, диапазоне значений. Содержательно это могло бы интерпретироваться, например, следующим образом: в самых крупных корпорациях, в которых можно наблюдать наибольшую степень рассредоточения акционерной собственности, существенно ниже оказывается и тот «порог», за которым менеджер может, как владелец акций, реализовать механизмы акционерного контроля.

К числу проблем, в которых обнаруживается конфликт между акционерными собственниками и менеджерами, обычно относят выбор степени диверсификации хозяйственной деятельности фирмы. Предполагается, что высший управленческий персонал, как правило, заинтересован в неуклонной диверсификации, поскольку последняя увеличивает влияние и престиж менеджеров (Stulz 1990), и делает их в большей степени «незаменимыми» в управлении компанией (Shleifer, Vishny 1989). Между тем «избыточная» диверсификация операций крупных американских компаний, наблюдавшаяся в 80-х – 90-х годах двадцатого столетия, приносила на практике немалые убытки соответствующим фирмам – см., напр., Berger, Ofek 1995; Servaes

1996)<sup>34</sup>. Весьма показательны результаты эконометрических расчётов, согласно которым существует статистически значимая и устойчивая отрицательная корреляция между степенью диверсификации фирмы и долей внешних собственников в её акционерном капитале (см., напр., Denis, Denis, Sarin 1997).

В развитии данного конфликта вновь проявилась особая роль «внешних» конкурентных механизмов в функционировании системы КУ. Обнаружившаяся со второй половины 80-х годов тенденция к ограничению чрезмерной диверсификации, к «фокусировке» хозяйственных операций отдельных фирм чаще всего диктовалась, как свидетельствуют многие расчёты, действием рыночных сил — серьезным ухудшением финансового положения компании, скупкой крупного пакета акций и попытками их поглощения. В поглощенных компаниях развертывались радикальное обновление высшего управленческого персонала и оперативная реорганизация, ограничивающая сферу деятельности корпорации (или её более или менее самостоятельного подразделения) лишь теми областями, в которых она обладает неоспоримыми конкурентными преимуществами.

Рассматривая средства «окапывания» менеджмента, мы будем иметь в виду, разумеется, руководителей корпораций, не обладающих стратегическим пакетом акций. Основу подобной стратегии часто представляют особые инвестиции (нередко осуществляемые за счет корпорации) — *managerspecific investments*. Если корпорация постепенно сосредоточивает свою деятельность, скажем, в тех областях, в которых топ-менеджеры обладают особой компетенцией, опытом, связями (в том числе политическими), то для успешного функционирования она все больше нуждается в услугах таких руководителей<sup>35</sup>.

Важным средством закрепления позиций ОМ могут стать также «имплицитные контракты» (Shleifer, Vishny 1989; Franks, Mayer, Renneboog

---

<sup>34</sup> Из сказанного, разумеется, не следует, что политика проводимая менеджерами была единственной причиной чрезмерной диверсификации.

<sup>35</sup> С этим же может быть связано и хорошо известное стремление давно работающих руководителей к поддержке технологий, которые в предшествующий период им удалось успешно освоить или особый упор на сохранение того круга клиентов, которых они смогли привлечь, иначе говоря, некоторая инерционность, присущая стратегии ОМ. Асимметричность отношений, при которой управляющие располагают гораздо большим доступом к информации о тенденциях развития рынка и к данным об издержках и размерах продаж, лишь способствует развитию указанной тенденции.

1995), завоевание особой репутации, упрочение связей с директорами фирмы и т.п. На практике подобные методы оказываются особенно эффективными в тех случаях, когда переплетаются с «окапыванием» в сфере контроля: не обладая половиной всех акций, они используют такие методы как многоярусная «пирамида», перекрестные владения, акции, обладающие сравнительно большим количеством голосов и т.п.

Самую серьезную опасность для руководства крупнейших фирм представляют, как отмечалось выше, агрессивные поглощения. И наиболее очевидные формы «окапывания» представлены разнообразными средствами защиты от поглощений. Это и «отравленные пилюли»<sup>36</sup>, «отравленные» опционы (на продажу), рекапитализация, опирающаяся на заемные средства (LCO), «золотые парашюты», угроза встречной покупки акций (greenmailing) и т.п.; подробный обзор указанных методов приведен в Weston et al 1990, Chapter 20.

В условиях асимметричной информации ОМ может прибегать не только к сокрытию сведений о некоторых операциях, но и к «сигнальным» действиям, сообщающим рейдеру об уменьшении стоимости активов, принадлежащих потенциальному объекту поглощения («crown jewels»)<sup>37</sup> или об открытом переходе к выкупу части собственных акций (Ofer, Thakor 1987, Vagnoli a.o. 1989)

Эмпирические исследования могут свидетельствовать о том, что подобные оборонительные меры существенно ограничивали возможности успешных поглощений (Walkling 1985; Pound 1988). Вместе с усилением агрессивного напора рейдеров расширялось и разнообразие приемов защиты. Исследование данных показало: спектр «оборонительных» мероприятий оказывался особенно широким в тех случаях, когда менеджеры не владели значительным количеством акций своей корпорации и не были обеспечены «золотыми парашютами» (Walkling, Long 1984).

Об экономических последствиях, которые влечет за собой «укоренение» менеджмента, можно судить, в частности, по реакции финансовых рынков. Результаты многих эмпирических работ могут свидетельствовать о том, что почти все меры защиты от агрессивных поглощений при прочих

---

<sup>36</sup> К началу 90-х гг. свыше 700 крупных корпораций США использовали "отравленные пилюли" (Roe 1993), в том числе более половины компаний, входивших в список "Standart and Poors 500" (Danielson, Karpoff, Marr 1995).

<sup>37</sup> Теоретические модели, иллюстрирующие связи между снижением стоимости активов, принадлежащих фирме, и уменьшением вероятности её выбора в качестве объекта поглощения, описаны в Horshleifer 1998, Section 3.

равных условиях влекут за собой снижение рыночного курса акций соответствующей фирмы. Сошлемся лишь на одно из наиболее детальных исследований — работу Л. Гордон и Дж. Паунда, охватывающую более 600 корпораций. Прделанные авторами расчеты показывают: к сравнительно большому числу различных мер защиты от поглощений, как правило, прибегали наиболее вероятные потенциальные «жертвы», cash cows — корпорации с особенно крупным текущим притоком денежных средств; при этом во всех рассматривавшихся случаях меры защиты неизменно влекли за собой снижение рыночной стоимости фирмы (Gordon, Pound 1993).

Выше отмечалось, что наиболее активными сторонниками защитных действий выступает ОМ — управляющие, не обладающие достаточным числом акций «своей» корпорации. Между тем руководители, владеющие крупным пакетом акций, значительно менее охотно идут на то, чтобы таким образом уменьшить стоимость своего богатства: в одном из исследований выявлена отчетливая и статистически значимая отрицательная корреляция между принятием «защитных» поправок к уставу компании и долей инсайдеров в акционерном капитале (McWilliams 1990).

Об оценке финансовым рынком экономических последствий деятельности ОМ могут свидетельствовать и результаты исследования, рассматривавшего возможное воздействие известий о внезапной (неожиданной) смерти топ-менеджеров на движение курса акций. За появлением этой информации чаще всего немедленно следовало повышение (нередко весьма значительное) рыночной цены акций соответствующей корпорации (Johnson, Magee, Nagarajan, Newman 1985).

Особая приверженность ОМ к ранее принятому курсу развития корпораций («persistence», в терминологии О. Уильямсона — см. Williamson 1964) может объясняться не только успехами, которые данная стратегия одержала в предшествующий период, но и отмечавшейся выше меньшей склонностью менеджеров к риску. В теоретических моделях КУ с окопавшимся менеджментом обычно предполагается, что неблагоприятные последствия, связанные с серьезным ослаблением платежеспособности фирмы, сказываются на положении управляющих сильнее, чем на положении акционеров (и, соответственно, стратегия управляющих характеризуется сравнительно более сильной несклонностью к риску). Отсюда может следовать и меньшая заинтересованность ОМ в радикальной перестройке операций фирмы, и их особое стремление к наращиванию притока наличных средств и увеличению ликвидных резервов. Особенно популярной оказывается стратегия

формирования «хозяйственных империй» путем присоединения («cash cows») коммерческих центров, в которые стекаются денежные потоки.

Пропорция распределения чистых доходов между распределяемыми дивидендами и нераспределенной прибылью в таких теоретических моделях чаще всего оказывается смещенной в пользу последней. Дополнительные резервы ОМ может, по крайней мере частично, использовать для дальнейшего «окапывания» или для последующего перехвата контроля (management buyout, МВО)<sup>38</sup>. Возведение барьеров на пути действия дисциплинирующих рыночных механизмов, создает тем самым специфические условия для извлечения ренты «укоренившейся» командой менеджеров.

И все же несколько схематичными и односторонними представляются концепции, в которых роль управленческого персонала просто сводится к отрицательному влиянию ОМ, демонстрирующего рентоориентированное поведение. Достаточно часто встречаются ситуации, когда сами владельцы акций не решаются идти на риск, связанный, например, с радикальной перестройкой операций фирмы или длительным сроком окупаемости инвестиционных проектов. Рыночное регулирование может обнаруживаться и в этих случаях: особое положение высшего управленческого персонала, обеспечивающее ему возможности распоряжения материальными ресурсами и денежными потоками, может, как отмечалось выше, облегчать перехват контроля у владельцев стратегического пакета акций (например, с помощью МВО).

От позиций, которые высший менеджмент занимает в иерархии КУ, существенно зависит и структура финансовых активов корпорации. В рамках упоминавшихся предположений об отношении к риску акционеров и управляющих нетрудно показать, что ОМ при прочих равных условиях будет использовать меньше заемного капитала, чем, скажем, фирма, полностью открытая для действия дисциплинирующих сил рынка. Одна из причин подобного «недоиспользования» заемных средств довольно очевидна: стремясь избежать дополнительного контроля со стороны кредиторов, ОМ может ограничивать долговые обязательства фирмы и тем самым расширять плацдарм для независимого принятия решений<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Анализ ряда МВО показывает: перехват контроля, осуществляемый руководителями фирмы, во многих случаях оказывается как бы упреждающей реакцией команды менеджеров на угрозу агрессивного поглощения (Shleifer, Vishny 1988 b).

<sup>39</sup> Обзор теоретических моделей формирования структуры капитала корпорации при разных способах КУ содержится в работе Harris, Raviv 1991.

Проведенные эмпирические исследования (Stulz 1990, Jung, Kim, Stulz 1996) неплохо согласуются с гипотезой, согласно которой корпорации с ОМ в меньших масштабах прибегают к использованию заемных средств. Во многих случаях такие фирмы предпочитают дополнительную эмиссию акций, хотя выпуск долговых обязательств мог бы оказаться более выгодным для акционеров (во многих случаях выпуск новых облигаций, а не акций, по-видимому, прямо диктовался требованиями увеличения стоимости фирмы). Отказ от эмиссии облигаций, по мнению исследователей, определялся прежде всего интересами ОМ.

Но как только над корпорацией нависает угроза со стороны рейдера, ее руководство, стремящееся сохранить свои позиции, оказывается вынужденным прибегнуть к рынку заемных средств: размеры финансового рычага в подобных ситуациях быстро увеличиваются. В последнее время предложен ряд теоретических моделей, в которых фирма с ОМ прибегает к увеличению своей задолженности не потому, что это может принести дополнительные выгоды акционерам, а лишь для того, чтобы предотвратить агрессивное поглощение (см., напр., Zweibel 1996; Novaes, Zingales 1995). Примечательны и результаты эмпирических исследований: в выборке корпораций, изучавшейся Ф. Бергером, Э. Оуфеком и Д. Ермаком, дополнительный спрос на заемные средства, обнаруживавшийся при появлении угрозы со стороны рейдера, достигал в среднем 13% совокупной суммы пассивов (Berger, Ofek, Yermack 1997). Средства, полученные займы от финансовых учреждений, или — гораздо чаще — вырученные от продажи облигаций, обычно используются для выкупа части акций или для рекапитализации, проводимой на базе привлеченных заемных средств<sup>40</sup>.

С другой стороны, рекапитализация и другие меры защиты, основывающиеся на привлечении заемных средств, расширяют возможности мониторинга, осуществляемого крупными кредиторами. Тем самым усиливается давление со стороны тех групп, которые заинтересованы в более эффектив-

---

<sup>40</sup> Связь между мерами, с помощью которых ОМ пытается предотвратить агрессивное поглощение, и увеличением финансового рычага особенно наглядно выявлена в работе Дж. Гарви и Г. Хэнка. Они показали, что принятие так называемого второго поколения законов, ограничивающих возможности агрессивных поглощений, (1987-1990гг.) позволило американским менеджерам немедленно приступить к серии мероприятий, направленных на уменьшение используемого фирмой финансового рычага. При этом особенно значительное сокращение доли заемных средств наблюдалось у тех корпораций, в которых инсайдеры контролировали менее 5% акционерного капитала (Garvey, Hanka 1999).

ных методах хозяйствования. Выше уже отмечалось, что проведенные эмпирические исследования подтверждают тезис, согласно которому вероятность неэффективного КУ оказывается при прочих равных условиях тем меньше, чем больше «плечо» финансового рычага. Анализ статистических данных может свидетельствовать: значительное увеличение финансового рычага — как после рекапитализации, основанной на использовании заемных средств (Denis, Denis 1993), так и после неудавшихся попыток агрессивных поглощений (Safieddine, Titman 1999) — сопровождалось заметным улучшением основных характеристик хозяйственной деятельности соответствующих корпораций.

Завершая рассмотрение указанного вопроса, отметим и другую сторону проблемы. Концепция ОМ исходит из того, что владельцы крупного пакета акций направляют действия работников и управленческого персонала на увеличение стоимости фирмы; чем более детальный характер носят процедуры мониторинга, тем более эффективными (с точки зрения акционеров) должны оказывать усилия менеджмента. Между тем существует немало ситуаций, в которых «плотный» контроль со стороны крупного собственника контрпродуктивен — он может сковывать инициативы менеджеров.

Указанный момент приобретает особое значение, если учесть неполноту контрактов, заключаемых с менеджерами; в предусматриваемой шкале оплаты невозможно принять во внимание все обстоятельства, которые будут влиять на конечные результаты их деятельности<sup>41</sup>. В такой ситуации чрезмерно детализированные процедуры мониторинга, а также дополнительные вознаграждения и вычеты могут отрицательно сказываться на инициативе управленческого персонала и ослаблять стимулы, побуждающие менеджеров к специализированным инвестициям.

Речь идет не только (и, может быть, не столько) о чрезмерном вторжении владельца крупного пакета акций в сферу тех решений, которые могут и должны принимать профессиональные управляющие. Современная экономическая теория (см., напр., Cremer 1995; Burkart, Gromb, Panunzi 1997) делает больший акцент на том, что само введение дополнительных «правил игры» (помимо очерченных рамками контракта) может косвенно поощрять «оппортунистические» действия или инертность управленческого персонала.

---

<sup>41</sup> Влияние непредвиденных обстоятельств отражает случайная переменная  $\tilde{\varepsilon}$  в приведенной в разд. 1 модели О.Харта.

Ограничимся следующим примером. Используя теоретико-игровую модель, К. Шмидт показал: руководители государственного предприятия, сравнительно реже сталкивающиеся с угрозой увольнения в случае неэффективного управления, будут затрачивать (при прочих равных условиях) меньше усилий, чем на частном предприятии (Schmidt 1996). Но из той же логики следует, что эти руководители не будут прилагать максимальных усилий и на частном предприятии, на котором ответственность за управленческие решения должен нести собственник, предельно «плотно» опекающий менеджеров. В качестве корректирующих здесь могут выступить (в последующий период) лишь механизмы рыночного регулирования.

При строгой трактовке менеджеров как просто наёмных служащих наиболее естественными представляются ссылки на дисциплину, устанавливаемую рынком труда. Ю. Фама особо выделяет влияние конкуренции между менеджерами и роль репутаций, устанавливающихся на рынке управленческих услуг (см. Fama 1980). Существование «внешних» рынков труда, как свидетельствуют исследования практики принятия решений в американских корпорациях, оказывает дисциплинирующее воздействие даже на поведение членов совета директоров (см. Gilson 1990; Kaplan, Reishus 1990).

На практике система приоритетов, которой руководствуются корпорации, приглашающие на работу высших менеджеров, чаще всего поощряет управляющего, заботящегося о своей карьере (career concerns). Между тем менеджер, ориентирующийся на быстрое продвижение по службе, отнюдь не всегда согласует свои действия с принципами максимизации прибыли — см., напр., Holmstrom, Ricart i Costa 1986. Подавляющее большинство исследователей указанной проблемы сходятся в том, что в реальной жизни эффект репутации лишь в редких случаях позволяет существенно снизить издержки делегирования полномочий (agency costs).

Особое место в теории КУ занимают вопросы разработки схемы оптимального стимулирования управленческого персонала<sup>42</sup>. Здесь неизбежно возникает ряд сложных проблем. Начать с того, что элементарная модель «принципал-агент» не включает «промежуточные звенья», роль которых может оказаться чрезвычайно существенной.

---

<sup>42</sup> Заметим, что теоретические схемы подобного стимулирования исходят из более или менее реалистических предпосылок, предполагающих несовершенное функционирование рынков: ведь если бы не существовало никаких барьеров на пути действия рыночных сил, любые "дискреционные" действия, обеспечивающие дополнительное стимулирование менеджеров, по-видимому, утратили бы смысл.



Дело в том, что дистанция между решениями, которые ежедневно принимают менеджеры, и изменениями стоимости фирмы чрезвычайно велика, при этом информация об усилиях менеджеров и их решениях чаще всего носит технический характер и не может быть объектом повседневного внимания владельцев акций. Поэтому критерии и схемы материального стимулирования чаще всего разрабатываются внутри фирмы менеджерами более высокого уровня, и вся проблема тем самым просто как бы смещается на один уровень, причем по мере продвижения «вверх» неизбежно расширяются возможности самостоятельных действий, которые просто не могут быть предусмотрены неполными контрактами<sup>43</sup>.

Более того, при разработке системы поощрительного стимулирования менеджеров различного уровня вновь возникают проблемы асимметричной информации и несклонности менеджеров к риску. Даже при наиболее благоприятном предположении (все представители управленческого персонала нейтральны по отношению к риску) остается вопрос об оценке усилий менеджеров низших уровней. Можно показать (см. Demski, Sappington 1992, цит. по Garvey, Swan 1994), что во многих случаях для менеджеров высшего уровня (а только они и располагают релевантной информацией) выгоднее всего приуменьшать усилия своих подчиненных, увеличивая тем самым собственное вознаграждение.

Вместе с тем существует ряд социальных и политических, а также организационных факторов, препятствующих прямой и открытой выплате наиболее удачливым менеджерам крупных сумм и особенно – осуществлению крупных вычетов из жалования наименее эффективных представителей управленческого персонала. Расчёты (см., напр., Murphy 1985) показывают, что оплата высших менеджеров в гораздо большей степени зависит от размеров фирмы, чем от изменений рыночной стоимости их акций. Эта оплата заметно меняется также в зависимости от отрасли и степени внимания, уделяемого средствами массовой информации рассматриваемой фирме.

Что же касается зависимости оплаты от стоимости фирмы она до настоящего времени остается, по-видимому, довольно слабой. Широкую известность приобрели расчёты М. Дженсена и К. Мэрфи, согласно которым разме-

---

<sup>43</sup> Существенную роль при таком анализе может играть и само определение "неполноты" контракта. Ведь если предполагается, что все стороны, участвующие в заключении контракта действуют рационально, обычно можно договориться о некоторых "правилах игры", вступающих в силу при появлении непредусмотренных обстоятельств. Более подробно этот вопрос обсуждается в Maskin, Tirole 1998; Hart, Moore 1998.

ры стимулирующего вознаграждения в американских корпорациях сравнительно невелики: при увеличении рыночной стоимости акций на тысячу долларов высший менеджер соответствующей компании должен был дополнительно получить в среднем менее 5 центов (Jensen, Murphy 1990)<sup>44</sup>.

Таким образом, системы организации труда и оплаты, ориентирующиеся на заинтересованность менеджеров в доходах фирмы, должны, во-первых, предоставлять работникам право на некоторую часть остаточного дохода (и обеспечивать ощутимую материальную ответственность в случае убытков), и, во-вторых, оставлять им достаточную свободу инициатив и самостоятельных действий. В качестве средства, сдерживающего «близоручие» стратегии менеджеров, предлагаются различные формы оптимизации контрактов (например, при благоприятном движении курсов акций в текущий период значительно увеличивается дисперсия вознаграждений в последующие периоды) и широкое использование колл-опционов со сравнительно продолжительными сроками исполнения. «Наделение» менеджеров колл-опционами может оказаться действенным средством совершенствования КУ лишь при достаточно высокой ликвидности рынка акций и рынков вторичных финансовых инструментов.

Рамки данной работы не позволяют более подробно рассмотреть реальные тенденции в изменении систем оплаты управленческого персонала в развитых странах; отметим лишь, что связи между доходами, которые получают менеджеры, и эффективностью функционирования частных компаний на протяжении второй половины двадцатого столетия значительно усилились. Расчёты Ч. Хэдлока и Дж. Лумера могут свидетельствовать о том, что эластичность увеличения доходов управленческого персонала в зависимости от рентабельности частных промышленных компаний в 80-х — 90-х годах была существенно выше, чем в 30-х годах двадцатого столетия (Hadlock, Lumer 1996; см. также Murphy 1985).

До сих пор речь шла главным образом о той роли, которую в КУ играют система акционерного контроля и основывающиеся на них формы организа-

---

<sup>44</sup> Из сказанного, разумеется, не следует, что оптимальная система стимулирования должна предусматривать полное "замыкание" вознаграждения менеджеров на рыночную стоимость акций. Скорей напротив: наблюдаемые слабые связи могут свидетельствовать об осознании серьезных проблем, неизбежно возникающих в ситуации, когда жалование служащих регулируется главным образом изменением рыночной стоимости акций. Серьезный теоретический анализ подобных систем стимулирования, выявляющий присущие им внутренние ограничения, можно найти в статье Paul 1992.

ции труда менеджеров. Между тем в теории фирмы дополнительно выявляется роль других «субъектов», принимающих участие в функционировании компании, – владельцев облигаций, банков, предоставляющих кредиты фирме и/или размещающих её ценные бумаги, профсоюзов и других представителей рабочих и служащих, фирм-поставщиков, фирм-покупателей и т.д. Список таких участников можно считать достаточно пространным. Кроме того, определенное влияние на структуру КУ оказывают и политические факторы. Так, один из известных экспертов в данной области М. Роу полагает, что в США мощное демократическое давление, популистская идеология и антитрестовские расследования ограничивают возможности воздействия на стратегию управления со стороны крупных собственников. Заголовок книги, изданной им в 1994 году, гласит: «Strong Managers, Weak Owners» (Roe 1994). Ясно, что роль указанных факторов в системе КУ может существенно меняться в зависимости от конкретных условий — таких как традиции хозяйственного развития страны, место отрасли в системе экономических связей, особенности социального законодательства и др.

## **Раздел 2.**

### **Основные тенденции и особенности корпоративного управления в России**

#### **2.1. Предварительные замечания**

“Прозрачная” и сбалансированная модель корпоративного управления, где права всех типов инвесторов (акционеров, кредиторов) в равной степени гарантированы *de jure* и *de facto*, является одним из ключевых условий привлечения инвестиций. На макроуровне модель корпоративного управления является одной из основных институциональных составляющих экономического роста.

Вместе с тем проблема корпоративного управления стала актуальной в России лишь во второй половине 90-х гг. Внешними побудительными мотивами для этого стали общемировые процессы, в частности возросший интерес к корпоративному управлению в США в 80-е гг. (как реакция на волну враждебных захватов контрольных пакетов акций при одновременном усилении институциональных инвесторов), мировой финансовый кризис 1997-1998 гг. и проблемы корпораций стран с развивающимися рынками. Подписание в 1999 году Принципов корпоративного управления ОЭСР стало обобщением опыта государств-членов ОЭСР в этой области, а сами Принципы – потенциальным модельным сводом стандартов и руководств, в том числе для стран с переходной экономикой (ОЭСР, 1999).

Важным мотивом стала ревизия постулатов «Вашингтонского консенсуса» в конце 90-х гг. Усиление внимания к корпоративному управлению происходит в контексте информационных проблем, институциональной и правовой инфраструктуры. (Stiglitz, 1999). Помимо ортодоксальных либерализации и приватизации, находят, наконец, свое признание политические, социальные, налоговые ограничения реформ, а также проблемы собственности и управления. Форма собственности, наряду с интенсивностью конкуренции, приводит к межстрановым различиям в реформах на уровне самих предприятий. Качество инвестиционного климата и преобладание мягких бюджетных ограничений определяют различия на страновом уровне (EBRD, 1999, p.9).

В 2000-2002 гг. корпоративное управление стало одной из самых модных тем и в России. Крупнейшие корпорации, еще 1-2 года назад фигури-

ровавшие как злостные нарушители прав акционеров, срочно принимают «кодексы корпоративного управления», создают «отделы по работе с акционерами» и вводят в советы директоров «независимых директоров». ФКЦБ подготовила проект «Кодекса корпоративного управления» (смысл и статус которого при наличии Закона «Об акционерных обществах» пока неясен). Несколько частных организаций в 2000 году предложили рынку свои конкурирующие «рейтинги корпоративного управления». Чиновники научились оперировать термином, и постепенно превращают его в очередной спасительный фетиш. На волне этой конъюнктуры существует осязаемая опасность выхолащивания смысла и превращения понятия «корпоративное управление» лишь в лозунг для очередной кампании.

Именно поэтому в основе любых предложений по совершенствованию корпоративного управления в России должно лежать понимание реальных социально-экономических процессов. В значительной степени модель корпоративного управления формируется за рамками права. При этом в России в настоящее время формально присутствуют компоненты всех традиционных моделей: относительно распыленная собственность (но неликвидный рынок и слабые институциональные инвесторы), явная и устойчивая тенденция к концентрации собственности и контроля (но при отсутствии адекватного финансирования и эффективного мониторинга), элементы перекрестных владений и формирование сложных корпоративных структур разного типа (но при отсутствии тяготения к какому-либо типу). Прежде чем что-либо менять, следуют достаточно четко осознавать, кого, от кого, зачем и в какой мере необходимо защищать в рамках национальной модели корпоративного управления.

В России среди ключевых особенностей развития национальной модели корпоративного управления 90-х гг. необходимо выделить:

- перманентный процесс перераспределения собственности в корпорациях;
- специфические мотивации многих инсайдеров (менеджеров и крупных акционеров), связанные с контролем финансовых потоков и «выводом» активов корпорации;
- слабая или нетипичная роль традиционных «внешних» механизмов корпоративного управления (рынок ценных бумаг, банкротства, рынок корпоративного контроля);
- значительная доля государства в акционерном капитале и вытекающие проблемы управления и контроля;

- федеративное устройство и активная роль региональных властей как самостоятельного субъекта корпоративных отношений (причем субъекта, действующего в рамках конфликта интересов - как собственник, как регулятор через административные рычаги воздействия, как коммерческий/хозяйствующий агент);
- неэффективный и/или выборочный (политизированный) государственный инфорсмент (при сравнительно развитом законодательстве в области защиты прав акционеров).

## 2.2. Корпоративный сектор и тенденции перераспределения собственности

В количественном плане корпоративный сектор в промышленности России наиболее интенсивно формировался в процессе приватизации первой половины 90-х гг. (таблица 2.1). К концу 90-х гг. совокупная доля предприятий частной и смешанной собственности составила около 80% объема промышленного производства России (таблица 2.2).

ТАБЛИЦА 2.1

### Акционерные общества в РФ: некоторые характеристики\*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Общее число учтенных предприятий и организаций (ЕГРПО), тыс. ед.	1245	1946	2250	2505	2727	2901	3086	3273
В промышленности, тыс. ед. и (% от общего)	212 (17)	289 (14,8)	310 (13,7)	324 (12,9)	339 (12,4)	352 (12,1)	369 (12)	379 (11,8)
** Хозяйственные общества и товарищества, тыс. ед.	Н.д.	748	895	1329	1480	1623	1819	1985
в т.ч. акционерные общества***	Н.д.	43130	51148	Н.д.	Н.д.	Н.д.	Н.д.	427000
Приватизировано (изменена форма собственности) предприятий, в год****	42924	21905	10152	4997	2743	2129	1536	590
Число приватизированных промышленных предприятий, в год	12052	5895	2087	864	365	229	140	Н.д.
АО, созданные в процессе приватизации, в год	13547	9814	2816	1123	496	360	258	Н.д.
АО, пакет акций которых закреплен в государственной и муниципальной собственности, в год	439	1496	698	190	84	142	101	Н.д.
АО с «золотой акцией», в год	204	792	429	132	58	28	42	Н.д.

\* Данные по 2000 году - на 1 сентября 2000 года, другие годы - на 1 января следующего года. ЕГРПО – Единый государственный регистр предприятий и организаций всех форм собственности.

\*\* До 1996 г. – «Акционерные общества и товарищества»

\*\*\* Для 1994-1995 гг. указаны только ОАО, для 2000 года – АО всех видов.

\*\*\*\* По различным оценкам, в 1991 г. в России имелось около 242 000 государственных предприятий, включая 30 000 средних и крупных. Всего в 1992-1999 гг. приватизировано (сменили форму собственности) 133 201 предприятие, в том числе создано около 32 000 акционерных обществ.

Источник: Госкомстат РФ

ТАБЛИЦА 2.2

**Распределение промышленных предприятий РФ по формам собственности, % от числа предприятий и (% от общего объема производства)**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Государственная и муниципальная собственность	19,4 (44,9)	8,9 (21,5)	7,7 (11)	4,4 (10,4)	4,4 (10,2)	5,1 (11,4)	5,2 (9,4)
Частная собственность	61,3 (9,3)	72,1 (15)	72,3 (18,9)	87,1 (25,2)	88,1 (25,8)	88,1 (27,0)	88,4 (29,6)
Смешанная российская собственность	17,3 (43,7)	16,5 (60,9)	16,9 (66,9)	6,0 (60,8)	5,5 (58,8)	5,6 (52,4)	5,1 (51,0)

\* Государственная собственность – имущество, принадлежащее на праве собственности РФ (федеральная собственность) и субъектам РФ (собственность субъектов РФ). Муниципальная собственность – имущество, принадлежащее на праве собственности городским и сельским поселениям и иным муниципальным образованиям. Частная собственность – любое имущество граждан и юридических лиц, за исключением отдельных видов имущества, которые не могут им принадлежать в соответствии с законом. Остаток (до 100%) – собственность с иностранным участием, общественных организаций и др.

В целом для современного процесса перераспределения собственности характерны две параллельные базовые тенденции: укрепление менеджеров (как акционеров или же субъектов, реально контролирующих предприятие) и растущее “вторжение” внешних акционеров. При этом общим фоном такого перераспределения является дальнейшая концентрация собственности. Базовым конфликтом всех этих лет был конфликт между старыми менеджерами, ожесточенно отстаивающими свои позиции, и потенциальными “захватчиками” контроля. Это касалось большинства российских предприя-

тий, хотя и по разным причинам (финансовые потоки и прибыль, поглощение и перепродажа, ведение счетов, экспортная ориентация, земельный участок и иная недвижимость, сегмент рынка или отраслевая специализация, представляющие интерес для зарубежной компании аналогичного профиля и др.)<sup>45</sup>.

Концентрация распыленных акций приватизированных предприятий (как и во многих других странах с переходной экономикой) стала наиболее общим процессом. Она происходила в самых разных формах: скупка акций на вторичном рынке (у работников, инвестиционных институтов, брокеров, банков), лоббирование конкретных сделок с пакетами акций, остающихся у федеральных и региональных властей (остаточная приватизация, доверительное управление и др.), добровольное или административно-принудительное вовлечение в холдинги или финансово-промышленные группы, легализованное размывание государственных долей, конвертация долгов в ценные бумаги, продажа дебиторской задолженности, залоговые и доверительные схемы, скупка векселей, манипулирование дивидендами по привилегированным акциям и др.

Для периода 1993-1996 гг. нарушения корпоративного законодательства как следствие борьбы за контроль приобрели наиболее “дикие” формы: вычеркивание неугодного акционера из реестра, голосование на общем собрании акционеров поднятием рук, а не по принципу “одна акция - один голос”, решение конфликтов с помощью силовых структур (в том числе государственных) и др.

С 1996 г. — со вступлением в силу Закона «Об акционерных обществах», появлением целого ряда других нормативно-правовых документов — начинается постепенный переход от наиболее диких к квази-легальным процедурным технологиям корпоративного контроля и перераспределения акционерного капитала: манипуляции с процедурами созыва и проведения общих собраний акционеров, консервация состава и закрытость советов директоров, нарушение правил прозрачности, различные манипуляции при размещении ценных бумаг и др.

---

<sup>45</sup> Тем не менее следует указать на ставшую особенно актуальной в последние годы проблему **тысяч** «мертвых» приватизированных предприятий, которые не представляют интереса ни для менеджеров, ни для потенциальных внешних акционеров. Банкротство также не происходит, ибо этот механизм чаще всего связан в России с целями захвата (сохранения) контроля.



ТАБЛИЦА 2.3

**Основные риски корпоративного управления в России**

Риск	Значимость риска («+++»-максимальный)	Уникальность риска для России	Наличие в других странах с развивающимися рынками
«Размывание» уставного капитала	+++	Нет (но более явно и агрессивно)	Корея
«Вывод» активов и трансфертные цены	+++	Нет (но более широко распространено)	Индонезия, Малайзия, Корея, Мексика
Раскрытие информации	++	Да (существенно хуже, чем в других странах)	-
Слияния и реорганизация	++	Нет (но условия часто произвольны и непрозрачны)	Малайзия, Корея, Индонезия
Банкротство	++	Нет (но часто используется как способ поглощения или «вывода» активов)	Практически повсюду
Отношение (поведение) менеджеров	++	Нет (но для многих компаний характерно плохое представление о корпоративном управлении)	Множество примеров во всех странах
Ограничения на владение акциями и распоряжение правом голоса	+	Нет (ограничения в России относительно редки)	Корея, Мексика, Таиланд
Регистратор	+	Нет (случаи редки)	Индия (частично)

Источник: Brunswick Warburg.

Хотя во второй половине 90-х гг. законодательная база корпоративного управления постоянно развивалась, основные риски корпоративного управления в значительной степени актуальны и в настоящее время (таблица 2.3.). В этой связи важно отметить, что Россия не стала исключением: многие из этих рисков характерны для других стран переходной экономики и для развивающихся рынков.

В целом ряде крупнейших компаний стадия консолидации контроля затянулась в силу особенностей приватизации (например, «двойная» приватизация в нефтяной отрасли) и продолжавшегося противостояния заинтересованных сторон (федеральные и региональные власти, естественные мо-

нополии, крупнейшие банки и промышленные предприятия), интенсивного лоббирования, а также сохранения в государственной собственности крупных пакетов акций. Практическим воплощением этого процесса стали залоговые аукционы 1995 г. и выкуп заложенных пакетов в 1997-1998 гг., войны «олигархов» 1997 г. и др. Катализаторами данных процессов выступали как президентские выборы 1996 г., так и более долгосрочные финансово-экономические интересы соперничающих группировок.

В ряде случаев последовательность создания и приватизации многих крупнейших холдинговых структур, в первую очередь вертикально-интегрированных, оказалась самостоятельным источником конфликтов между акционерами. Так, в нефтяной отрасли процесс институциональных преобразований начался с создания отдельных добывающих корпораций и их приватизации в 1992—1993 гг. Затем государственные пакеты акций объединили в соответствующих холдингах (аналогичные тенденции в ряде отраслей характерны и для 1999-2000 гг. – см. ниже) и провели новую приватизацию созданных структур в 1995-1997 гг. Покупатели «второй волны», получившие мажоритарный контроль в холдингах, неизбежно вступали в конфликт с миноритарными держателями акций — покупателями «первой волны». По оценкам, в нефтяной отрасли создание «эффективных собственников» было задержано в связи с этим минимум на 3 года. Некоторым исключением, видимо, стала НК «ЛУКОЙЛ», перешедшая на единую акцию еще в 1995 г. Этот конфликт «двух приватизаций» стал одним из символов корпоративных войн в России в 1997-1999 гг. и постоянным источником дестабилизации прав собственности.

Широко известный конфликт между менеджментом и мелкими иностранными акционерами РАО «ЕЭС России» в 2000 г. также имеет в своей основе объективно сложившуюся еще в середине 90-х гг. структуру собственности. Как известно, в РАО присутствуют государство как владелец контрольного пакета акций (долгосрочные стратегические интересы с сильным социальным фактором, но вместе с тем осознание необходимости радикальной технико-технологической реконструкции), миноритарные акционеры (краткосрочные интересы, связанные с динамикой курса акций), акционеры – представители трудового коллектива (специфические интересы сохранения рабочих мест и заработной платы). Конфликты, связанные с

последней группой, имеют самостоятельную перспективу<sup>46</sup>, но также касаются взаимоотношений РАО с региональными властями (социальные интересы и контроль региональных энергетических структур). Хотя генератором потенциальных конфликтов здесь выступает неоптимизированная структура собственности, определенный компромисс интересов может быть найден именно посредством выработки пока отсутствующих принципов корпоративного управления.

Наиболее широко используемым способом избавления от «чужих» акционеров стало размывание их доли - как в совете директоров, так и в уставном капитале эмитента - в пользу крупнейших акционеров (холдинга). Для этого могут применяться и производные механизмы: объявленные акции, конвертируемые облигации, дробление или консолидация акций, переход на единую акцию и др. В холдингах в случае наличия у внешнего акционера права вето (свыше 25% голосующих акций) на дополнительную эмиссию применяются т.н. трансфертные цены и перераспределение активов между материнской и дочерними компаниями без учета интересов мелких акционеров.

К нарушениям прав акционеров можно отнести и широко распространенные действия менеджеров по бесконтрольной «перекачке» активов АО в свои личные компании и на свои счета в России и за рубежом, а в лучшем случае - установление себе за пределами высоких окладов (при ежемесячных невыплатах заработной платы рядовым работникам-акционерам и/или невыплате дивидендов)<sup>47</sup>. Причиной такой активности является прежде всего неустойчивая ситуация в области корпоративного контроля, которая и стимулирует менеджмент к подготовке «золотых парашютов».

Несмотря на указанные проблемы, для второй половины 90-х гг. стала характерной определенная стабилизация (упорядочивание структуры) прав собственности: от аморфной и дисперсной структуры к появлению явных (формальных, основанных на праве собственности) или скрытых (неформальных, основанных на реальной власти в корпорации) полюсов корпора-

---

<sup>46</sup> В качестве аналогичного примера можно привести забастовку работников ОАО «АвтоВАЗ» в ответ на объявленный план реструктуризации и преобразования в холдинг в 2000 году.

<sup>47</sup> Как показывает практика, информация о вознаграждениях высших должностных лиц компаний является одной из самых закрытых. Невыплата (отсрочка выплаты) дивидендов является вполне типичной. Выплата дивидендов (обычно минимальных) по привилегированным акциям служит лишь для предотвращения конвертации привилегированных акций в обыкновенные голосующие.

тивного контроля. По оценкам ФКЦБ (хотя их условность очевидна), в 1996 г. борьба за контроль завершилась в 25% российских корпораций, в начале 1998 г. - в 50%. Финансовый кризис 1998 г. существенно изменил ситуацию.

### **2.3. Финансовый кризис 1998 года: качественные сдвиги и новая дестабилизация**

Финансовый кризис 1997-1998 гг. заметно активизировал процесс не только перераспределения, но и консолидации акционерной собственности<sup>48</sup>. Можно выделить несколько наиболее общих тенденций.

(1) Кризис приватизационного процесса (с точки зрения бюджетных доходов). Потеря ценовой ориентации в условиях падения капитализации рынка обусловила дальнейший процесс спонтанного массового «сброса» мелких неликвидных пакетов и переход к модели «штучных» прямых продаж. Доход бюджета от приватизации обеспечивался 1-2 крупными сделками. Незаинтересованность государства и низкая стоимость остаточных пакетов создали благоприятные условия для консолидации контроля со стороны менеджеров и крупных акционеров.

(2) Кризис фондового рынка. Резкое падение цен на вторичном рынке позволило в ряде отраслей с минимальными затратами завершить процесс консолидации корпоративного контроля. Если на стадии быстрого роста рынка в 1996-1997 гг. многие держатели пакетов акций были вынуждены ограничиваться только портфельным вложением или в лучшем случае блокирующим пакетом, то в условиях кризиса логичной становится дальнейшая концентрация акционерного капитала. Этому способствовало как массовое «бегство» иностранных инвесторов, так и стремление некоторых держателей (особенно финансовых институтов) улучшить финансовое положение за счет сброса акций. В некоторых отраслях (с благоприятной ценовой конъюнктурой на товарных рынках, особенно после девальвации

---

<sup>48</sup> Безусловно, перераспределение собственности (в частности, рынок корпоративного контроля) является нормальным и эффективным механизмом корпоративного управления и контроля за менеджерами в рамках легальных цивилизованных процедур, если следствием является рост эффективности компании. В условиях России (и большинства стран с переходной экономикой) наличие данного следствия отнюдь не очевидно.

рубля) наиболее характерным стало укрепление менеджеров и вытеснение иностранных инвесторов<sup>49</sup>.

(3) Кризис финансово-промышленных групп (прежде всего банковского происхождения). Финансовый кризис 1998 г. показал как несостоятельность сложившейся во второй половине 90-х гг. модели ФПГ, так и иллюзорность утверждений о целесообразности использования банков (по крайней мере в существовавшем на момент кризиса виде) как ядра корпоративного контроля в реальном секторе. Вынужденная продажа акций предприятий, попытки избавиться от неликвидных и неприбыльных активов, добровольный расчет акциями промышленных компаний по своим долгам, проблемы расчетов по кредитам под залог акций, арест пакетов акций за долги или продажа отдельных пакетов акций в рамках официальных процедур банкротства стали типичными в посткризисный период.

На фоне кризиса многих крупнейших банков и финансовых групп вполне закономерным стало усиление федеральных естественных монополий и тех “автономных империй”, которые возникли вокруг крупных корпораций, изначально ориентировались на “самодостаточность” и не столь заметно пострадали в ходе финансового кризиса. Естественно, что это уси-

---

<sup>49</sup> По имеющимся оценкам, в 1999 г. среднегодовая рыночная цена нефти составляла 19 долларов за баррель, тогда как по статистике ГТК среднегодовая отпускная цена экспортной нефти составила лишь 13 долларов. Совокупная годовая утечка капитала в нефтяном секторе оценивается в сумму порядка 7,5-8 млрд. долларов. Капитализация нефтяной отрасли (по состоянию на октябрь 1999 г.) оценивалась примерно в 4-5 млрд. долларов. Одновременно зимой-весной 1999 г. вновь резко ускорился отток иностранных инвесторов. В совокупности это означало не что иное, как новую модификацию структуры собственности в отрасли (при том, что вывезенных капиталов в определенный момент оказывается достаточно для приобретения всей отрасли).

Аналогичный процесс был характерен и для металлургии (где передел собственности в 1999-2000 гг. также резко обострился). Если в нефтяном секторе мобилизация ресурсов для консолидации контроля стала возможна благодаря росту цен с марта 1999 г., то в металлургии источники ресурсов для консолидации (перераспределения) собственности связаны с резким падением издержек в долларовом выражении после августа 1998 г. при сохранении стабильных цен. Для этого процесса стали характерны, таким образом, следующие черты: выдавливание иностранцев, скупка по очень низким ценам (что было невозможно в 1996-1997 гг.), активная роль инсайдеров (менеджеров и совладельцев-партнеров), активное использование инструментария банкротств и долговых схем.

ление может происходить в значительной степени за счет активов и влияния прежних соперников.

(4) «Регионализация» перераспределения собственности. В посткризисных условиях стали более заметными и успешными попытки региональных властей взять под контроль основные предприятия своего региона. В частности, заметно активизировались процессы формирования региональных холдинговых структур под эгидой местных властей, попытки пересмотра тех приватизационных сделок, где победителем стали представители центра (общефедеральных групп), других регионов или иностранные инвесторы, отзыв переданных в доверительное управление пакетов акций региональных предприятий, попытки аннулирования новых эмиссий акций, которые изменили структуру собственности корпораций региона в пользу «чужих».

Одновременно с конца 1997 года начинается новая волна конфликтов, связанных с нарушениями прав акционеров. Кризис активизировал использование дополнительных эмиссий акций и производных бумаг, долговых схем (секьюритизации долгов), инструментария банкротства (со вступлением в силу нового закона с 1 марта 1998 г.) в целях передела собственности. Проблема состоит в том, что документы, необходимые для регистрации выпусков акций и облигаций, часто балансируют на грани соблюдения законодательства и полного его игнорирования. В силу имеющихся недостатков российского корпоративного и приватизационного законодательства часто этот, по сути неправомерный прием, осуществлялся в легальных формах. Распространенными в 1998—1999 гг. стали также нарушения прав акционеров, связанные с проведением реорганизации акционерных обществ. Прежде всего это попытки вытеснения отдельных акционеров в новые компании с неблагоприятным финансовым состоянием.

По данным ФКЦБ, наиболее характерны следующие нарушения со стороны эмитентов:

- нарушение порядка ведения реестра акционеров (в случае ведения реестра эмитентом);
- нарушение требований о внесении в учредительные документы поправок, связанных с изменением нарицательной стоимости российских денежных знаков и масштаба цен;
- нарушение порядка приобретения размещаемых эмитентом акций;
- отсутствие ежегодных публикаций в СМИ годового отчета, бухгалтерского баланса, счета прибылей и убытков, списков аффилированных лиц;

- нарушения при выплате дивидендов;
- выпуск и обращение незарегистрированных в установленном порядке ценных бумаг эмитентов.

О вновь начавшемся в 1998–1999 гг. масштабном перераспределении собственности в корпоративном секторе говорят данные регистраторов: во-первых, осенью 1998 – 1999 гг. общий объем перерегистрации сделок с акциями у регистраторов не уменьшился, во-вторых, в 1999 г. практически до нуля (против 20 в 1998 г.) сократилось количество регистраторов, которые обслуживали более 500 000 владельцев именных ценных бумаг. Можно еще добавить, что по итогам 1999 г. в Российской Федерации зарегистрировано около 19 000 выпусков ценных бумаг (в 1998 г. – 20 000), но при этом количество случаев закрытой подписки увеличилось в 2 раза, открытой – снизилось в 7 раз (по сравнению с 1998 г.).

Имеющиеся данные за 2000 год свидетельствуют и о существенном изменении в структуре акционерного капитала российских предприятий (таблица 2.4)<sup>50</sup>. Качественным переломным моментом является именно 1998 год. Резкое снижение доли инсайдеров (работников) и рост доли внешних акционеров отражают, во-первых, посткризисные процессы концентрации собственности (в том числе связанные с резким падением стоимости акций), во-вторых – снижение официально зарегистрированной доли менеджеров от в среднем 12-16% в 1996 г. до 7-8% в настоящее время<sup>51</sup>. Последнее связано либо с прямым переходом акций внешним акционерам (продажа или изъятие за долги), либо с расширением практики неформального контроля со стороны менеджеров (перевод имеющихся или оформленные скупленных акций на аффилированные структуры).

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

---

<sup>50</sup> Структура владения акциями в крупнейших российских АО, безусловно, отличается от “типовой”. Для них характерны: высокие доли участия холдингов (включая государственные), существенно меньшая доля занятых всех типов, относительно высокая доля нерезидентов различных типов.

<sup>51</sup> См.: Радыгин, Энтов, 1999, с.65-66.

ТАБЛИЦА 2.4

**Изменения в структуре собственности средних и крупных российских АО, 1994-2000, % уставного капитала\***

	1994	1996	1998	2000
Инсайдеры	60-65	55-60	50-55	30-35
Внешние акционеры	15-25	30-35	35-40	50-55
Государство	15-20	9-10	5-10	10-12

\* Данные таблицы подготовлены только для иллюстрации наиболее значимых качественных тенденций (на основе опросов ИЭПП и других организаций) и не могут использоваться для строгих эмпирических оценок. В таблице не учтены крупнейшие АО (холдинги), предприятия стратегического значения (с закрепленными в собственности государства пакетами), отраслевые различия. Реальная доля инсайдеров (менеджеров) обычно выше с учетом относимых к внешним акционерам аффилированных структур.

В этой связи вопросы представительства в органах управления АО внешних акционеров приобретают важное значение. В российских АО имеется значительный слой акционеров, которые, участвуя в капитале, не присутствуют ни в каких органах управления. В наибольшей степени это относится к акционерам-работникам АО и внешним акционерам-физическим лицам, в наименьшей — к коммерческим банкам и промышленным предприятиям (поставщикам и смежникам). Последнее не удивительно, ибо обе указанные группы в наибольшей степени могут настоять на своих правах акционеров, пользуясь финансовыми и торгово-экономическими рычагами или просто выступая в качестве дружественных менеджерам акционеров.

Данные о типичном совете директоров в 1995-1996 гг. также позволяют сделать вывод о том, что доля внешних акционеров в этом органе управления была далека от контролирующей (2 места из в среднем 7 мест при кворуме 5). Общее количество мест в советах директоров исследованных АО, занимаемых внешними акционерами, составляло в 1995-1996 гг. 31% от общего числа мест в советах директоров. Кумулятивное голосование при выборах в советы директоров применялось только на 39% обследованных АО в 1996 г. Ситуация безусловно лучше в тех АО, где установлен совместный мажоритарный контроль несколькими относительно крупными акционерами: в таких АО 4-5 крупных держателей (каждый в среднем владеет 16% акций, все вместе в среднем 65% акций) имеют в среднем 50% мест в совете директоров. В 25% АО с установленным мажоритарным контролем совокупная доля крупных держателей ниже 50% от количества мест



в совете директоров. Кумулятивное голосование при выборах в советы директоров применялось на 43% таких АО в 1996 г.<sup>52</sup>

К концу 90-х гг. проблема представительства внешних акционеров в советах директоров не стала менее острой. И в 1999-2000 гг. известны случаи, когда участие в этом органе управления было невозможно для владельцев контрольного пакета акций. По данным выборки Бюро экономического анализа 1999 года, совокупная доля инсайдеров в структуре советов директоров превышала 57%, тогда как в структуре собственности их доля была менее 50 % (таблица 2.5).

ТАБЛИЦА 2.5

**Усредненная структура совета директоров АО в 1999 году \***

Представители	В % к числу членов совета директоров	Коэффициент представительства	
		Среднее значение	Количество АО
Трудового коллектива и администрации	57,4**	1,92	254
Федеральных органов власти	3,2	0,97	48
Региональных и муниципальных органов	5,7	1,75	44
Иностранных инвесторов	2,1	0,55	43
Российских банков	2,1	2,06	32
Инвестиционных компаний и фондов	9,1	0,74	124
Промышленных предприятий	15,0	1,47	117
Крупных акционеров - физических лиц	5,4	0,25	207

\* Среднее число членов совета директоров составляет 7-9 человек. Среднее значение коэффициента представительства рассчитано путем деления доли группы акционеров в совете директоров на ее долю в акционерном капитале по АО, где последняя превышала 0,5%.

\*\* Из них 38% - представители администрации, 19,4% - трудового коллектива.

Источник: БЭА, 2000, с.11-12.

В условиях российских реалий проблема эффективности деятельности советов директоров носит двоякий характер. С одной стороны, в условиях неликвидного рынка корпоративных ценных бумаг этот орган АО приобретает особое значение в системе представительства (координации, согласования) интересов акционеров и мониторинга управляющих. С другой стороны, на практике роль этого органа пока далека от оптимальной: в подавляющем большинстве компаний совет директоров имеет формальные

<sup>52</sup> См.: Афанасьев, Кузнецов, Фоминых, 1997; Blasi, Kroumova, Kruse, 1997.

функции, несопоставимые с ролью генерального директора. Очевидно, что в системе отношений («контролирующий акционер» = «большинство в совете директоров» = «генеральный директор») мало что можно сделать в интересах прочих акционеров. Основным направлением повышения эффективности советов директоров является, видимо, расширение их контрольных полномочий и повышение уровня прозрачности их деятельности.

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

Доля государства в акционерном капитале большинства предприятий (за исключением стратегических отраслей и ряда крупнейших АО) фактически не играет ключевой роли. Если дирекция и часть внешних крупных акционеров могут быть отнесены к «активным» группам акционеров, то к наиболее «пассивным» группам акционеров относятся именно государство и рядовые работники предприятий. Фактическая неизменность доли государства (в среднем 9-10% в 1996 г.) четко отражает застой в приватизационном процессе второй половины 90-х гг. При этом некоторый рост государственной доли может быть связан с активно используемой в регионах в 1998-2000 гг. практикой банкротства частных предприятий за долги по обязательным платежам и их перехода в государственную собственность. Эти тенденции, видимо, имеют среднесрочный характер и будут актуальны в ближайшие годы.

Общепризнано, что именно разделение функций собственника и управляющего характерно для крупных акционерных компаний (как фундаментальная тенденция) и вызывает к жизни проблему корпоративного управления<sup>53</sup>. В России же, за исключением крупнейших холдингов со значительным участием государства, ситуация пока более сложная и противоречивая.

---

<sup>53</sup> Уже в 1924 году Т.Веблен констатировал переход контроля от собственников к менеджерам-инженерам (Veblen, 1924). В 1926 году Дж. М. Кейнс отмечал, что в процессе роста крупного института наступает момент, когда собственники капитала (т.е. акционеры) почти полностью отделяются от менеджмента (Keynes, 1963). А.Берли и Г.Минз дали классическое описание проблем разделения (распыления) собственности и перехода контроля к менеджерам (Berle, Means, 1932). В 60-90-х гг. агентские проблемы подробно анализировались в работах О. Williamson, W. Baumol, E. Fama, M. Jensen, W. Meckling, S. Grossman, O. Hart, A. Shleifer и др. См. также раздел 1 настоящей работы.

Действительно, массовая приватизация привела к распылению собственности, и прежние (еще советские) менеджеры фактически господствовали в корпорациях в первой половине 90-х гг. Но в то же время стандарты корпоративного управления (как регулирование агентских проблем) по разным причинам не стали элементом программы корпоративизации и приватизации.

Первые корпоративные конфликты середины 90-х гг. стали отражением растущей концентрации акционерной собственности. Менеджеры, активно проводившие стратегию «окапывания» и скупавшие акции своих предприятий, сражались с действительно внешними акционерами за право контроля, пользуясь всем арсеналом доступных им законных и незаконных средств. В этот период борьба шла действительно между новыми акционерами и старыми «окопавшимися» менеджерами. По данным опроса ИЭПП 2000 года, в 1992-1999 годах генеральные директора сменились в 71% исследованных средних и крупных предприятий.

В ближайшие годы борьба между менеджерами и новыми внешними акционерами (значимость классической агентской проблемы взаимоотношений собственника и управляющего) не утратит своей актуальности и остроты. Тем не менее для второй половины 90-х гг. и современного периода более характерен специфический процесс слияния функций менеджеров и контролирующих (внешних) акционеров во многих российских корпорациях. Менеджеры постепенно становятся и акционерами в корпорации, внешние акционеры по мере консолидации контроля начинают функционировать в качестве менеджеров. Во многих средних и крупных корпорациях России происходит фактическое отождествление фигур «менеджера» и «контролирующего акционера» (доверенного представителя группы акционеров, связанного с ними не окладом/формальным контрактом, а целым комплексом экономических и внеэкономических интересов). Очевидно, что это вынужденная ситуация, связанная с двумя обстоятельствами:

- в силу продолжающегося процесса перераспределения собственности ни в одной компании не завершено строительство системы надежного корпоративного контроля;
- наличие «теневых» корпоративных финансов («серые» и «черные» денежные расчеты, уход от налогов, вывод активов и др.).

Соответственно, существующие собственники (контролирующие акционеры) не могут самоустраниться от оперативного контроля ситуации и передать его только наемным управляющим, рискуя утратить как титулы собственности, так и контроль над финансовыми потоками. Хотя цепочка

агентских отношений (и соответствующие затраты) при слиянии этих функций сокращается, такая ситуация приводит к заметному усложнению проблемы корпоративного управления с точки зрения объектов защиты (таблица 2.6). Большинство конфликтов переходит в плоскость отношений:

- «менеджеры как акционеры – все прочие акционеры»;
- «контролирующие акционеры (в том числе как менеджеры) – все прочие акционеры»;
- «контролирующие акционеры (в том числе как менеджеры) – новые претенденты на контроль».

ТАБЛИЦА 2.6

**Модели корпоративного контроля и потенциальные объекты защиты**

Контроль находится у: <sup>54</sup>	Тип собственности	Основной объект защиты	Основная проблема корпоративного управления
(1) Наемных менеджеров, не имеющих доли в АО (или небольшую долю)	Распыленная, или несколько примерно равных несвязанных акционеров	Все акционеры	- мониторинг и ответственность менеджеров - пассивность и права всех групп акционеров
(2) Менеджеров, ставших акционерами (с КПА) и сохранивших свои управленческие функции	Концентрированная (прямо и через аффилированные структуры)	Все прочие типы акционеров	- ответственность менеджеров - ответственность (прозрачность) контролирующих акционеров - ограничение возможностей «шантажа» со стороны прочих акционеров - защита прав мелких акционеров
(3) Внешнего акционера (альянса акционеров с КПА): (а) сменившего менеджеров (б) сохранившего менеджеров (в) выполняющего функции менеджера	Концентрированная (прямо и через аффилированные структуры)	Мелкие собственники-акционеры	Ответственность (прозрачность) контролирующих акционеров, а также: - обеспечение мониторинга менеджеров - предотвращение риска оппортунистического поведения менеджеров - защита прав прочих акционеров, но одновременно ограничение их возможностей «шантажа»
(4) Основного кредитора (группы кредиторов)	Любая	Все акционеры Часть кредиторов	Использование института банкротства только для перехвата контроля (вывод активов в ущерб акционерам и др.)

<sup>54</sup> См. также: Долгопятова, 2000.

## 2.4. Государственная политика 2001-2002 гг. и необходимые улучшения

Нельзя отрицать того факта, что на протяжении всех 90-х гг. происходило движение России к рыночной экономике и демократическим ценностям. В то же время, помимо обвальных финансовых кризисов, инвестиционного голода и регулярных имущественных скандалов, имманентными чертами этого движения стали хроническая незавершенность институциональных реформ, система мягких бюджетных ограничений и иерархические торги государства и крупных корпораций, переходящие один в другой этапы перераспределения собственности, неэффективность существующей практики защиты прав собственности, неэффективность и коррумпированность сложившейся системы государственного управления, государственный инфорсмент как мера селективного воздействия, частный инфорсмент как разновидность криминального выяснения отношений<sup>55</sup>.

Как уже отмечалось выше, с появлением корпоративного законодательства второй половины 90-х гг. можно говорить о некоторой стабилизации в сфере прав собственности – борьба переместилась уже в правовое поле. Хотя фактор коррумпированности судов и государственных институтов вносит свои “поправки” в результаты этой борьбы, в значительной степени используются квази-правовые - на грани законности - методы (или “дыры” в законодательстве).

---

<sup>55</sup> Традиционно публикуемый американским Фондом наследия “индекс экономической свободы” для 2000 г. оценивает инвестиционный климат в 161 стране мира. Россия занимает 121-е место, относясь к группе “по большей части несвободных стран” (сюда же отнесены, хотя и с лучшим результатом, практически все страны Восточной Европы и СНГ). В 2000 г. этот индекс для России составляет 3,7 (1999 – 3,5, 1998 – 3,35), т.е. отмечено ухудшение ситуации. При определении индекса права собственности и наличие препятствий для свободного движения капитала играют существенную роль. На оценку 2000 г. повлияли, в частности, введенные квоты для иностранцев в уставном капитале РАО «ЕЭС России» (25%), Газпрома (20%), компаний авиакосмической отрасли (25%), ограничения для иностранных страховщиков, законодательные и судебные аспекты защиты прав собственности (включая независимое разрешение коммерческих споров), налогообложение, коррупция. При этом Китай занимает 100-е место. Это позволяет (по крайней мере на уровне неожиданных идеологических выводов) интерпретировать данное исследование в том смысле, что крепкая правовая система более важна для экономического роста, чем тип политической системы.

Имевшее место продвижение в отдельных важных областях (прогрессивное корпоративное законодательство с 1996 г., потенциально эффективный механизм банкротства с 1998 г. и др.) лимитировалось описанными выше ограничениями, и эти механизмы не могли полноценно выполнять свои функции.

#### **2.4.1. Правовые новации**

Длительный процесс обсуждения и блокирования новых поправок в Закон “Об акционерных обществах” завершился. Федеральный закон № 120-ФЗ от 7 августа 2001 года «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» вступает в силу с 1 января 2002 года<sup>56</sup>. Среди наиболее значимых новаций в сфере защиты прав акционеров необходимо выделить следующие:

- особо зафиксировано право акционеров отчуждать принадлежащие им акции без согласия других акционеров и общества (ст. 2);
- установлена возможность ограничения проведения закрытой подписки в ОАО (в уставе или правовых актах РФ);
- закрытая подписка (ст. 39) может осуществляться только решением общего собрания акционеров при кворуме  $\frac{3}{4}$  голосов (при возможности введения большего числа голосов для принятия такого решения);
- размещение обыкновенных акций через открытую подписку (если размещается более 25% ранее размещенных обыкновенных акций) требует аналогичного порядка;
- введена норма о преимущественном праве приобретения акционерами акций, размещаемых через открытую подписку (ранее – при наличии этой нормы в уставе АО);
- введена норма о преимущественном праве на приобретение акций, размещаемых через закрытую подписку, для тех акционеров, которые голосовали против или не участвовали в голосовании;
- акционеры, реализующие преимущественное право (в течение 45 дней с момента уведомления), вправе оплатить размещаемые дополнительные акции деньгами, даже если решение о размещении предусматривает оплату неденежными средствами;

---

<sup>56</sup> Статьи 48 и 49 – с даты официального опубликования 9 августа 2001 года. Полный текст закона с изменениями и дополнениями см.: Журнал для акционеров, 2001, № 9, с. 2-3, 9-40, а также: Гуляева, 2001.

- установлен запрет на конвертацию обыкновенных акций в привилегированные акции, облигации и иные ценные бумаги.

Таким образом, впервые после эпохи корпоратизации и массовой приватизации первой половины 90-х гг. законодательно введены механизмы, противодействующие самому известному способу ущемления прав акционеров 90-х гг. - размыванию долей аутсайдеров посредством новых эмиссий. В этой связи стоит вспомнить историю обсуждения данных поправок. Фактически указанные меры разрабатывались еще с 1997 года. Первый вариант был принят в третьем чтении Государственной Думой 2 июня 2000 г. и заблокирован при дальнейшем прохождении по инициативе нескольких крупнейших компаний. Новая редакция поправок, принятая Государственной Думой в конце 2000 года, также не прошла. Что изменилось?

Ответ, видимо, лежит в экономической плоскости. В большинстве крупнейших компаний в 2001-2002 гг. завершается процесс консолидации собственности (переход на единую акцию, увеличение своих долей в дочерних компаниях до почти 100-процентных, юридическое оформление холдингов как ЗАО и ООО и др.). В этой ситуации такой инструмент, как размывание, становится уже неактуальным. В итоге миноритарные акционеры получают законодательное средство защиты своих интересов тогда, когда поле для его применения все более сужается. При этом остается немало технических способов обхода данной новации. В целом акцент новой версии закона на формальную защиту миноритарных акционеров усиливает ощущение, что данные поправки несколько опоздали.

Тем не менее отсрочка введения в действие данного закона до 1 января 2002 года крайне выгодна многим компаниям, не успевшим реализовать различные схемы, запрещенные новым законом. Так, «Сибнефть» и ТНК завершили свой конфликт по поводу прав на «ОНАКО», выпустив дополнительную эмиссию акций компании и отказав мелким акционерам в праве на преимущественное приобретение размещаемых акций (т.е. инициировав размывание долей мелких акционеров). Реорганизация холдинга «ТНК» в декабре 2001 года через консолидацию акций дочерних добывающих компаний (а не присоединение посредством единой акции) ведет к обязательному выкупу появившихся дробных акций и к сокращению доли мелких держателей акций, по оценке ТНК, в реорганизованной компании ниже 10%. НК «ЮКОС» в сентябре 2001 года инициировала решение совета директоров Ангарского нефте-химического комбината (АНХК) о консолидации акций (номинал увеличивается в 1000000 раз), а также использовал этот инструмент в отношении других дочерних компаний (ОАО «Брянск-

нефтепродукт», «Новокуйбышевский НПЗ», «Воронежнефтепродукт», «Орелнефтепродукт»). Хотя политика «ЮКОС» в АНХК вызывает многие нарекания мелких акционеров (прежде всего традиционные вывод активов, наращивание кредиторской задолженности и трансфертные цены), неликвидность акций АНХК и возможность их обмена на акции «ЮКОС» (курс которых заметно вырос в последнее время), видимо, исключают иные разумные альтернативы для портфельных инвесторов. В целом следует заметить, что финансовые условия обмена (выкупа), предлагаемые мелким акционерам, в большинстве случаев не носят дискриминационный характер (если абстрагироваться от факта принуждения к обмену). Это можно рассматривать и как прогресс в области защиты прав мелких акционеров, достигнутый в 2000-2001 годах.

Крайне осторожным оказался подход закона к проблеме прозрачности, решение которой в новой версии закона аналогично описанной выше ситуации с решением проблемы размывания долей (ст. 91). Право доступа к бухгалтерским документам АО и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа АО получили акционеры, имеющие в совокупности не менее 25% голосующих акций (ранее – 10%). Предусмотрено также обязательное ведение реестра АО специализированным регистратором при числе акционеров свыше 50.

Одним из наиболее часто используемых каналов «вывода» аутсайдеров в 1998-2001 гг. стала реорганизация. Новая версия закона предусматривает:

- акционеры реорганизуемых в форме разделения или выделения АО, которые были против реорганизации или не участвовали в голосовании, имеют право на получение акций каждого созданного общества пропорционально числу принадлежащих им акций;
- АО может быть преобразовано как в ООО и производственный кооператив, так и в некоммерческое партнерство (при единогласном решении акционеров).

Позитивное значение первой новации очень высоко. Видимо, целесообразно также внесение изменений в Гражданский кодекс РФ и/или разработка федерального закона «О реорганизации хозяйственных обществ». Вторая новация не менее актуальна, что связано с объективным процессом трансформации принудительно созданных в ходе массовой приватизации ОАО в иные организационно-правовые формы, более приемлемые для конкретных предприятий с точки зрения их размера, отраслевой специфики, функций и т.д. В перспективе необходима более развернутая правовая ре-



гламентация возможных опций, с учетом защиты интересов всех субъектов корпоративных отношений.

Определение крупных сделок и правил их осуществления не менее важно, чем упорядочение правил реорганизации. Ст. 78 впервые относит к крупным сделкам заем, кредит, залог и поручительство. При этом общее собрание и совет директоров принимают решение об одобрении крупной сделки, а не ее совершении.

В отношении уставного капитала предусмотрено, что его увеличение путем размещения дополнительных акций могут происходить за счет имущества АО (т.е. капитализация). При этом увеличение уставного капитала путем увеличения номинальной стоимости акций может осуществляться только за счет имущества АО (ст. 28).

Еще одна проблема в сфере уставного капитала - проблема дробных акций, ставших (вместе с консолидацией акций) новым инструментом вытеснения аутсайдеров в 2000-2001 гг. - не решена окончательно. Напротив, ее актуальность возросла с принятием решения о преимущественном праве акционера выкупать размещаемые обществом дополнительные акции. Новая версия закона определила, что дробная акция предоставляет права в объеме, соответствующем части целой акции, которую она составляет. Если такой подход вполне приемлем для выплаты дивидендов, то при голосовании по принципу «одна акция – один голос» трудности очевидны (хотя возможно суммирование дробных акций).

Сохраняется и дуализм в области дивидендной политики АО. Решение о выплате дивидендов может приниматься только 1 раз в год (а не ежеквартально, как раньше). Тем не менее по-прежнему общее собрание не вправе превысить размер дивидендов, рекомендованных советом директоров. Соответственно, решение общего собрания о выплате дивидендов носит чисто формальный характер.

Одной из важных задач корпоративного права (как и иных отраслей) является создание препятствий образованию АО – «однодневок», «дугтых» капиталов обществ, для обеспечения реальной основы для возмещения убытков кредиторов общества, положившихся на размер уставного капитала общества. Тем самым защита интересов кредиторов как финансовых инвесторов АО повышается. Новая версия закона, видимо, делает шаг назад, поскольку с 1 января 2002 года 50% акций общества, распределенных при учреждении, должно быть оплачено в течение 3 месяцев с момента государственной регистрации (а не к моменту регистрации, как ранее).

Соответственно, уже сейчас очевидна целесообразность внесения ряда дополнений в закон на будущее:

- запретить акционерным обществам до полной оплаты их уставного капитала учредителями совершать какие-либо сделки, не связанные с учреждением;
- ужесточить порядок оплаты акций - они должны быть полностью оплачены в течение трех месяцев после государственной регистрации общества, дополнительные акции при размещении должны быть оплачены полностью;
- ввести обязательность привлечения независимого оценщика во всех случаях оплаты акций неденежными средствами и установить ответственность учредителей, членов совета директоров и независимого оценщика за завышение стоимости имущества, вносимого в оплату акций.

Целый ряд новаций касается органов управления АО:

- введен четкий порядок приостановления полномочий генерального директора (ст.69);
- совет директоров приобрел право в ряде случаев вносить изменения и дополнения в устав АО, а также утверждать регистратора;
- право совета директоров на принятие решения об увеличении уставного капитала через размещение дополнительных акций может быть предусмотрено только уставом (причем решение должно быть единогласным);
- из компетенции совета директоров исключено право принятия решений об участии в других организациях;
- членом совета директоров может быть только физическое лицо (ст. 66), причем передача права голоса запрещена в принципе;
- «исключительная компетенция общего собрания» (ст. 48) отменена в пользу правила, согласно которому вопросы компетенции собрания не могут быть переданы совету директоров и исполнительному органу, а собрание более не ограничено запретом рассмотрения вопросов, не отнесенных к его компетенции;
- к компетенции общего собрания отнесено утверждение внутренних регламентирующих документов;
- исключена возможность смешанной формы собрания, так как закон установил два альтернативных варианта: собрание и заочное голосование.

С точки зрения защиты интересов крупных акционеров (интересы которых представлены в совете директоров) определенное значение имеет новация, касающаяся возможности временного отстранения исполнительных директоров советом директоров без проведения внеочередного собрания акционеров (ст. 69). Эта норма действует в том случае, если образование исполнительного органа осуществляется общим собранием акционеров. Если в уставе образование исполнительного органа передано в функции совета директоров, то досрочное прекращение полномочий исполнительного органа возможно по решению совета директоров в любой момент. В новой версии закона сделана также попытка урегулировать противоречия, возникающие в связи с действием устаревшего Кзот (и, как следствие, с решениями судов общей юрисдикции, ориентирующимися на него). В частности, установлено, что на отношения между АО и исполнительным органом (генеральным директором и др.) действие законодательства РФ о труде распространяется лишь в части, не противоречащей закону об АО.

Тем не менее проблема защиты интересов крупных акционеров в гораздо большей степени связана с процессуальными аспектами права.

#### ***2.4.2. Защита эмитента и крупных акционеров от корпоративного шантажа***

В новой версии закона существует ряд ограничений для возможностей корпоративного шантажа, однако анализ законодательных возможностей защиты не выявил эффективных методов защиты<sup>57</sup>. Это не значит, тем не менее, что необходимы специальные поправки в закон. Такая защита должна опираться прежде всего на судебное разбирательство.

Одной из новаций 2000-2001 гг. стало применение ст. 49 Закона «Об акционерных обществах», позволяющей акционеру (в т.ч. владельцу одной акции) обжаловать в суде решения общего собрания акционеров, нанесшие акционеру потенциальный ущерб. Чаще всего это делается в целях запрета проведения следующего собрания акционеров (где должны быть приняты существенные для АО решения или происходит смена руководства) на основании нелигитимности созывающего собрания совета директоров. Очевидно, что такой конфликт инициируется не формальным истцом, владеющим 1 акцией, а конкурентами или одной из реальных сторон

---

<sup>57</sup> Установлен сокращенный срок исковой давности для обжалования решений общего собрания – 6 месяцев, и др.

внутрикорпоративного конфликта. При этом владелец одной или нескольких акций, формально имеющий право подать иск, вряд ли может объективно понести реальный ущерб.

Среди многочисленных примеров такого рода – иски к ОАО «Кристалл» (вопрос о смене генерального директора), к РАО «Норильский никель» (по форме проведения голосования на собрании по вопросам, связанным с реструктуризацией РАО), к ОАО «Полимерстройматериалы» (попытка проигнорировать решение суда только усложнила конфликт), к РАО «Газпром», запрет ОАО «Мосэнерго» проводить внеочередное собрание (смена генерального директора), обеспечительный арест пакета акций ОАО «Северсталь», запрет ОАО «Транснефть» экспортировать нефть НК «ЛУКОЙЛ» и т.д.

В сентябре 2001 года президент РСПП А.Вольский направил в Верховный суд РФ письмо с просьбой, во-первых, ограничить возможность акционеров-физических лиц подавать иски в суды общей юрисдикции по месту жительства, перенеся разбирательство в арбитражные суды по месту регистрации АО, во-вторых, запретить судам общей юрисдикции накладывать обеспечительные аресты на активы компаний.

Формально таким образом должна быть устранена юридическая коллизия, когда арбитражный суд и суд общей юрисдикции (последний - по иску физического лица) могут принять противоположные решения. Пока происходит дальнейшее судебное разбирательство, акции находятся под арестом в обеспечение иска. С экономической точки зрения речь идет о тривиальном захвате собственности. Итогом становится неопределенность в хозяйственной деятельности АО, дестабилизация и перераспределение прав собственности. Острота проблемы очевидна, поэтому в качестве временной компромиссной меры (до введения в действие новых Арбитражного процессуального кодекса РФ и Гражданского процессуального кодекса РФ) пленум Верховного суда РФ «не рекомендовал» судам общей юрисдикции принимать решение о запрете проведения собраний акционеров по искам акционеров - физических лиц об обеспечении их требований<sup>58</sup>.

---

<sup>58</sup> Проект нового Арбитражного процессуального кодекса РФ содержит норму, в которой исчерпывающе указаны подведомственные арбитражным судам дела с участием граждан, не являющихся индивидуальными предпринимателями. В том числе это дела о спорах между акционером и акционерным обществом, вытекающих из деятельности данного хозяйственного общества (кроме трудовых споров). Подробно см.: Грось, 2001, с. 54-68.

В то же время возможность фактической модификации федерального законодательства решением пленумом Верховного суда РФ по письму РСПП (как прецедент) ставит под сомнение необходимость нового АПК (принят в первом чтении весной 2001 г.) в принципе. Другая проблема тесно связана с системной коррупцией, в данном случае – простой переориентацией заинтересованных сторон в арбитражные суды с прежними целями<sup>59</sup>.

#### **2.4.3. Кодекс корпоративного управления**

На фоне описанных новаций 2001 года и имеющегося потенциала их развития популярная идея принятия российского Кодекса корпоративного поведения (управления) не выглядит приоритетной<sup>60</sup>. Существующие Принципы корпоративного управления ОЭСР, обобщающие наилучшую практику корпоративного поведения, достаточны как некий эталон для корпораций в современных условиях России.

Формальным преимуществом для компаний, которые намерены следовать рекомендациям Кодекса, станет формирование позитивного имиджа для зарубежного инвестиционного сообщества. В этом смысле национальный Кодекс является неким привычным, хотя и формальным, сигналом для потенциальных инвесторов о ситуации в стране. По данным опроса компанией McKinsey 200 крупнейших мировых инвесторов (в совокупном управлении – активы на сумму 3,25 трлн. долл.), 75% инвесторов ставят качество корпоративного управления на один уровень с финансово-экономическими результатами, а в условиях стран переходной экономики отдают фактору корпоративного управления приоритет. С точки зрения стоимости акций 80% инвесторов согласны на «надбавку» за качество корпоративного управления, а вызванная последним капитализационная премия находится в пределах от 20% (страны с развитой корпоративной культурой) до 50% и более (развивающиеся рынки)<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> При этом отказ от обеспечительных мер ведет к очевидной опасности «размывания» капитала ответчиком в процессе судебного разбирательства. Вполне конструктивной является такая мера, как подача ответчиками встречных исков в обеспечение возможных убытков в случае, если суд принимает решение о применении обеспечительных мер (см.: Финансовая Россия, 2001, № 37, с.3).

<sup>60</sup> Кодекс корпоративного поведения. Материалы для общественной дискуссии. М., ФКЦБ, 2001

<sup>61</sup> Сайт компании McKinsey ([www.mckinsey.com/features/investor\\_opinion/index.html](http://www.mckinsey.com/features/investor_opinion/index.html)).

Многие крупнейшие российские компании в 2000-2001 гг. уже приняли собственные кодексы именно с этой целью, и принципиальных отличий, видимо, не будет. Более того, даже заимствование отдельных норм унифицированного Кодекса российскими корпорациями будет происходить лишь постольку, поскольку последние, во-первых, сами заинтересованы в них по целому комплексу самых разных причин, во-вторых, по мере консолидации корпоративного контроля. Как показывает опыт 2000-2001 гг. именно по мере консолидации контроля в целом и, в частности активов дочерних компаний, возрастала формальная прозрачность и открытость ряда компаний по отношению к мелким акционерам. Первичной здесь, безусловно, является консолидация. «Вымывание» мелких акционеров становится, таким образом, условием улучшения качества их защиты.

Единственно возможная форма такого Кодекса – рекомендательная, однако соблюдение не только рекомендательных, но и законодательных норм в компаниях, где актуальны корпоративные конфликты или сохраняется угроза враждебного поглощения, не представляется возможным. Это означает в принципе спонтанный характер процесса формирования корпоративной культуры по мере преодоления объективных издержек передела собственности в России. Данный тезис прямо связан с общей проблемой защиты прав акционеров.

С другой стороны, попытки обязательного использования норм Кодекса в качестве внешнего механизма корпоративного управления (в данном случае через рынок ценных бумаг) не станут эффективными в обозримом будущем. Например, требование допуска к листингу на фондовых биржах только при соблюдении норм Кодекса несостоятельно – как массовый, стандартный инструмент - по причине неликвидного и крайне узкого (штучного) рынка. Во-первых, явная тенденция к концентрации акционерного капитала, во-вторых, процесс «закрывания» созданных в процессе приватизации открытых АО являются для этого объективной базой.

Таким образом, очевидны объективные границы действия данного Кодекса. Можно согласиться с оценкой, согласно которой кодекс только на 5-10% будет определять судьбу российского рынка ценных бумаг и приход на него долгосрочных инвестиций (Миркин, Лосев, 2000). Образовательное значение Кодекса, тем не менее, может оказаться полезным уже на текущей стадии, а его действенность будет зависеть от соблюдения следующих принципов:

- строго рекомендательный характер при отсутствии каких-либо санкций за невыполнение норм (в законодательстве и ведомственных актах);
- отказ от дублирования корпоративного и сопряженного законодательства;
- отбор жизнеспособных (в российских реалиях) норм Кодекса по мере накопления позитивной практики и их внесение в законодательство.

#### *2.4.4. Государство как фактор неопределенности*

Достаточно определенно можно говорить о появлении после президентских выборов 2000 года столь важного общего фактора снижения рисков корпоративного управления в России, как политическая стабильность. Вместе с тем сохраняются прежние и возникают новые проблемы негативного воздействия государства на корпоративный сектор.

Во-первых, сохраняется практика использования государства (государственных органов власти) в качестве инструмента борьбы за контроль над компанией и/или давления на конкурентов. Неопределенность в данных вопросах остается весомым фактором для сохранения высоких рисков корпоративного управления в России.

Во-вторых, процесс становления и укрепления новой власти означает и появление новых дестабилизирующих моментов, связанных с модификацией реальных полюсов контроля в экономике. Жесткая политическая борьба вокруг реорганизации крупнейших естественных монополий (РАО «Газпром», РАО «ЕЭС России», МПС) в значительной мере отражает именно эти процессы.

Государственная политика «равноудаленности» крупного капитала от власти (даже если рассматривать лишь верхний – наиболее демонстративный - ее слой) оказывает прямое воздействие на описанные процессы.

Во-первых, пока нет никаких оснований полагать, что декларируемый принцип «равноудаленности» не перестанет действовать и тогда, когда будет завершена консолидация (возврат) активов и переориентация финансовых потоков крупнейших естественных монополий и государственных холдингов, а их менеджмент, назначенный уже действующим Президентом, вполне вероятно, получит карт-бланш на экспансию в частный сектор и строительство собственных групп. Вероятность такого сценария (по сути «государственного капитализма» с благоприятствованием для узкого круга

лично лояльных лиц) требует определенных защитных действий со стороны частных групп.

При этом вызывает определенные сомнения тот инструментарий, который стал достаточно широко применяться в 2000-2001 году для воздействия на корпорации. Акции государственных органов (ФСНП против НК «ЛУКОЙЛ», Счетная палата РФ против ТНК, Генеральная прокуратура РФ против «Сибнефти» и «Норильского никеля» и др.) с обысками и возбуждением уголовных дел в 2001 году закончились практически ничем – за «отсутствием состава преступления».

Если принять во внимание реальную организацию структуры собственности и финансовых потоков крупнейших компаний России<sup>62</sup>, разработка и доведение до конца дел, связанных с налоговыми преступлениями, является одним из немногих эффективных способов государственного воздействия на корпорации и их принципалов (бенефициаров). Возникают лишь три принципиальных комментария. Во-первых, необходимо радикальное решение проблем налоговой реформы (то есть снятие объективных экономических причин большинства налоговых преступлений, возможно массовая однократная реструктуризация задолженности как субститут налоговой амнистии). Во-вторых, юридическая чистота применявшихся правовых методов и достоверность фактов для открытия уголовных дел. В-третьих, и это ключевой вопрос, фактические конечные цели инициаторов селективных дел с учетом системности нарушений.

Продолжает действовать и хорошо апробированный принцип «собственность в обмен на свободу». Пример с арестом руководителей СИБУРа зимой 2002 года подходит в данном случае лишь по форме, ибо в содержательном плане вывод активов в пользу «группы лиц» является достаточно очевидным. Здесь возникает, видимо, иная проблема: противоречие между правовым полем (т.е. по сути легальные возможности вывода активов) и методами возврата (необходимость силового давления с использованием самых различных статей УК РФ в связи с отсутствием судебной перспективы по основному вопросу). Аналогичные метод (возбуждение уголовного дела) оказался необходим и для кадровых перестановок в МПС.

В более широкой постановке проблема состоит в неопределенности конечных целей: либо речь действительно идет о начале борьбы с коррупцией и эффективном пресечении вывода активов в различных формах, либо продолжается тривиальный передел собственности и давления на конкурен-

---

<sup>62</sup> См.: Радыгин, Сидоров, 2000.



тов (в пользу про-государственных групп и/или в рамках элементарного использования «административного ресурса» всеми субъектами, имеющими такую возможность).

Во-вторых, возникает очевидная встречная тенденция со стороны частного капитала – обеспечить «равноудаленность» на максимально безопасное расстояние, в том числе на основе легального оформления за рубежом собственности на свои консолидированные активы. Создание группой «Альфа» и «Реновой» компании «ТНК-Интернэшнл» и регистрация «группой Абрамовича» управляющей компании Millhouse Capital, видимо, являются первыми признаками стремления к «безопасной прозрачности».

Еще одной «линией обороны» крупных групп становится обеспечение абсолютного доступа к ресурсам региональной исполнительной власти (А.Хлопонин в Таймырском АО, Р.Абрамович на Чукотке, В.Штыров в Якутии, В.Лисин в Липецкой области (потенциально), А.Вавилов в Республике Алтай (неудачно) и др.)

В-третьих, переход от явной и прямой политики приватизации «административного ресурса» к подчеркнутой лояльности к федеральным властям и демонстрации «социальной ответственности» крупного бизнеса начали осуществлять пока немногие. Некоторые компании (например, СУ-АЛ-холдинг, второй в алюминиевой отрасли России) заключают с региональными властями соглашения о социальном партнерстве, другие инициируют увеличение государственной доли или передают под контроль государства определенные активы (например, группа «Интеррос» в процессе реорганизации «Пермских моторов» в контролируемый государством «Пермский центр двигателестроения»).

Целый ряд крупных компаний оказался вовлечен в судебные процессы, формально относящиеся к хозяйственным спорам, но имеющие явный политический резонанс, наносящий прямой ущерб репутации компании-истца («Газпром» – «НТВ», «ЛУКОЙЛ» – «ТВ-6»).

В свою очередь, само государство в лице исполнительной власти все в большей степени - и вне зависимости от мотивов – расширяет свою хозяйственную экспансию. Этот процесс осуществляется по шести основным взаимосвязанным направлениям:

- кадровые изменения в крупнейших естественных монополиях и стратегических компаниях с долей государства («Газпром», МПС, ВПК (ОПК), Минатом, дочерние компании «Росспиртпром», Государственная инвестиционная корпорация и др.);

- реорганизация (прежде всего слияние) существующих и создание новых холдинговых компаний в стратегических отраслях (консолидация региональных монополистов связи в 7 межрегиональных компаний холдинга «Связьинвест» в рамках 7 федеральных округов, 5 интегрированных структур в Авиапроме, ОАО «Промышленная компания Концерн Антей» и др.);
- возврат ранее выведенных (приватизированных, заложенных) активов (бывшие активы «Газпрома» – предприятия СИБУРа, группы «Итера» и др., заложенные пакеты акций ОАО «Новороссийское морское пароходство» и «Северо-Западное пароходство» и др.);
- «замыкание» на администрацию президента отдельных сегментов государственной собственности (создание еще в 2000 году ФГУП для управления зарубежной собственностью и др.);
- попытки пересмотра существующих с 1992 года норм о разграничении уровней собственности и долей РФ в капитале (АЛРОСА);
- установление контроля над основными финансовыми потоками и концентрация финансовых потоков в госбанках. В качестве субститута деприватизации промышленных активов используется огосударствление финансовых потоков. Сбербанк РФ и Внешторгбанк кредитуют крупнейшие российские компании, имея эксклюзивный доступ к самым обширным и дешевым финансовым ресурсам – соответственно сбережениям населения и средствам Банка России<sup>63</sup>. Дискуссия о приватизации Внешторгбанка в 2001-2002 гг. в этой связи является показательной.

Жесткая политическая борьба 2000-2001 гг. вокруг реорганизации крупнейших естественных монополий (РАО «Газпром», РАО «ЕЭС России», МПС) привела к сравнительно скромным результатам:

- вопросы дальнейшей приватизации федеральных естественных монополий переданы (в проекте нового закона о приватизации) Государственной Думе;
- для РАО «ЕЭС России» и МПС приняты концепции реорганизации;

---

<sup>63</sup> См.: Григорьев, 2002, с. 21. Интересна в этой связи косвенная аналогия – с обратным знаком и в новых условиях - с активно эксплуатируемой с начала 90-х гг. схемой приватизации финансовых потоков без приватизации самого предприятия.

- осуществлены кадровые изменения в РАО «Газпром» (отставка Р.Вяхирева в мае 2001 года, смена финансовых менеджеров, возбуждение уголовных дел о превышении служебных полномочий в январе 2002 г. и др.) и МПС (возбуждение против экс-министра Н.Аксененко уголовного дела о превышении служебных полномочий и его отставка в январе 2002 г.).

Последний результат, видимо, оказался вполне достаточным в рамках «реструктуризации» обеих отраслей. Реальный план реструктуризации «Газпрома», обсуждаемый уже более 2 лет и по своей идеологии близкий к схеме реорганизации РАО «ЕЭС России», пока отсутствует, и, по последним заявлениям А.Миллера (январь 2002 года), в реструктуризации в принципе нет необходимости. В августе 2001 года обсуждался лишь план либерализации рынка акций. Вопрос о реструктуризации как процессе создания нескольких конкурирующих газовых компаний (а не просто избавления от непрофильных активов), видимо, закрыт. Определенным аргументом в поддержку такого решения может быть необходимость предварительного возврата активов в РАО и урегулирование финансовых потоков (вне зависимости от внеэкономических задач нового менеджмента).

Программа реструктуризации МПС, одобренная правительством летом 2001 года, предполагает учреждение ОАО «Российские железные дороги» (такой проект существовал еще в 1993 году) и изъятие у МПС хозяйственных функций. На баланс ОАО должны быть переданы основные производственные мощности, включая инфраструктуру (ЛЭП, пути, насыпи и др., т.е. 90% балансовой стоимости отраслевых активов). Вместе с тем в январе 2002 года со своими возражения выступила ФСБ, рассматривающая инфраструктуру МПС как стратегический объект, который должен быть выделен в самостоятельное ФГУП. В январе 2002 года проект закона о приватизации железнодорожной отрасли был отозван из Государственной Думы.

Реорганизация РАО «ЕЭС России» началась на практике в 2002 году. Согласно одобренной программе, основной целью должно быть привлечение инвестиционных ресурсов в отрасль. В институциональном плане до 2010 года вся система должна быть разделена на «монопольную» (электросети, системы диспетчеризации электроэнергии) и «конкурентную» (генерация электроэнергии, сбыт, сервис) части. Предусматривается также создание оптового рынка электроэнергии и переход к рыночным механизмам тарификации тепла и электроэнергии<sup>64</sup>. В конце 2001 года (пока в порядке

---

<sup>64</sup> См. подробно: Рубченко, 2002, с. 32.

эксперимента) создан Администратор торговой системы (электрическая биржа для продаж по свободным ценам), на которую генерирующие компании должны поставлять до 15% электроэнергии. В 2002 году совет директоров РАО принял решение об учреждении Федеральной сетевой компании с уставным капиталом в 121 млрд. рублей. Должна быть создана также Федеральная компания системного оператора (диспетчера). Реформа генерирующих компаний (АО-энерго) прямо связана с проблемами корпоративного управления.

Во-первых, достижение элементарной управляемости 72 АО-энерго со стороны холдинга предполагает существенное перераспределение активов и укрупнение генерирующих структур в отрасли. Реорганизация (слияние, поглощение или разделение конкретных АО-энерго) приведет к заметной интенсификации рынка корпоративного контроля и обострению корпоративных конфликтов в целом.

Помимо отсутствующих в настоящее время в российском законодательстве эффективных процедур защиты прав акционеров при поглощениях, возникает крайне запутанный и сложный комплекс проблем в рамках достижения общего баланса интересов – акционеров всех типов, менеджеров, региональных властей. В рамках реформы РАО возникает еще один субъект – управляющие компании (и, соответственно, широкий спектр неурегулированных проблем доверительного управления).

Во-вторых, существует очевидная – и уже действительно стратегическая – проблема. Следующим логическим шагом экспансии новых вертикально-интегрированных групп (с металлургическим «ядром») станет покупка именно энергетических мощностей. Выделение и возможная продажа генерирующих компаний в рамках реструктуризации РАО «ЕЭС России» со всей очевидностью приведет к их скупке именно металлургическими группами, влияние которых на экономику страны станет неограниченным. Важно также, что имущественный контроль из единого центра за всем комплексом «электроэнергетика – уголь – металлургия» позволяет эффективно замкнуть финансовые потоки из всех звеньев на экспорт и «оптимизировать» налоговую политику.

Как в отношении федеральных естественных монополий, так и реорганизации частных групп следует заметить, что на первый план выходят правовые новации в области реорганизации, слияний и поглощений компаний. По-прежнему актуально улучшение законодательства о несостоятельности.

Актуальным остается и вопрос о степени регулирования (контроля) «экономической концентрации» (в терминах антимонопольного законода-

тельства) и деятельности фактических контролирующих собственников (и их менеджеров), которая может осуществляться в ущерб иным группам акционеров (дивиденды, трансфертное ценообразование, занижение экспортных цен, вывод активов, налоги, вывоз капитала и др.)

Проявившаяся со стороны государственной власти в 2001-2002 году тенденция к имущественной экспансии, установлению контроля за основными финансовыми потоками российской экономики и – более широко – к обеспечению зависимости бизнеса от государственных институтов и строительству модели «государственного капитализма» (несмотря на решения по дерегулированию и планы дальнейшей приватизации) особенно остро ставит вопрос о защите прав собственности, судебной реформе и эффективном правоприменении.

В целом тенденции борьбы за контроль и перераспределения собственности (как в силу объективных процессов переходной экономики, так и с учетом многих субъективных факторов) сохранятся в ближайшие годы, что может усилить нестабильность прав собственности и потребует ужесточения политики защиты интересов инвесторов (акционеров). Соответственно, приоритетной задачей остается формирование четкого правового поля такого перераспределения. Сводная таблица с рядом конкретных рекомендаций представлена в Заключении.

В долгосрочном плане следует учитывать общемировую тенденцию к унификации моделей корпоративного управления (взаимное заимствование различных компонентов и механизмов). В определенном смысле это подтверждает точку зрения, что само по себе правовое оформление модели корпоративного управления (правовой инструментарий) вторично, и лишь основано на реальных экономических процессах, в том числе глобализационных.

В прикладном плане это означает - в данный момент времени - нецелесообразность (невозможность) такого правового оформления «национальной модели» корпоративного управления, которое бы соответствовало тому или иному классическому образцу (которые сами становятся все более размытыми). Фундаментальная задача с точки зрения государства – это рассмотрение корпоративного управления в контексте защиты и гарантий прав собственности (прав инвесторов, прав акционеров) и обеспечение баланса интересов (прав) всех участников корпоративных отношений. В этом контексте корпоративное управление рассматривается как важнейшее институциональное условие инвестиционного/экономического роста.

Формирование правового поля для цивилизованной смены собственников является бессмысленной затеей при отсутствии инфраструктуры и политической воли **исполнения законодательства (инфорсmenta)**. С учетом накопившегося комплекса экономических и институциональных проблем 90-х гг. интенсификация государственного регулирования (от деклараций о намерениях и развития норм права до прямого вмешательства в наиболее острые конфликты) становится неизбежной.

Неопределенность в данных вопросах остается весомым фактором для сохранения высоких рисков корпоративного управления и инвестирования в России. Соответственно, судебная реформа (идеалом которой должен быть независимый и прозрачный суд, в котором и только в котором обвинение в полемике с защитой должно доказать необходимость тех или иных процессуальных действий, санкционируемых только судом), исковая давность по приватизационным сделкам, ясное законодательство о национализации являются в настоящее время объективным индикатором истинных намерений государственной власти.

## **Раздел 3. Некоторые региональные особенности правового регулирования в корпоративном секторе**

### **3.1. Защита прав акционеров и инвесторов**

Следует отметить, что в любом региональном акте, за редчайшим исключением, содержится ссылка на соответствующие федеральные законы, указы Президента РФ и другие федеральные акты. Однако среди них, тем не менее, можно достаточно четко выделить группу документов, посвященных непосредственно федеральному законодательству (как правило, это различные разъяснения, информационные письма и т.п.) Ниже представлен краткий анализ документов, посвященных в первую очередь Федеральным законам «Об акционерных обществах», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», а также Указу Президента «О мерах по обеспечению прав акционеров».

После того, как в декабре 1995 года был принят Федеральный Закон «Об акционерных обществах», в большинстве регионов были выпущены нормативные акты по реализации положений этого закона.

Так, согласно Постановлению Главы Администрации Хабаровского края, уставы акционерных обществ должны соответствовать типовому Уставу акционерных обществ, определенному еще приложением к Указу Президента Российской Федерации от 1 июля 1992 г. N 721 "Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества" с учетом изменений и дополнений, внесенных Указом Президента Российской Федерации от 16 ноября 1992 года N 1392 "О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий"<sup>65</sup>.

---

<sup>65</sup> Постановление главы Администрации Хабаровского края от 10 июня 1996 г. N 269 «Об особенностях правового положения акционерных обществ, созданных в процессе приватизации на территории Хабаровского края, в связи с введением в действия Федерального Закона «Об акционерных обществах»

В Постановлении также давалось поручение финансовому управлению администрации края производить регистрацию эмиссии дополнительных акций акционерных обществ, имеющих государственный пакет акций, только при проведении экспертизы в Комитете по управлению госимуществом края. Регистрацию уставов акционерных обществ должны проводить главы городов и районов только по согласованию с Комитетом по управлению госимуществом Хабаровского края, если в уставном капитале обществ имеется доля государства. Принять соответствующие решения по определению порядка регистрации и внесения изменений и дополнений в уставы открытых акционерных обществ, образованных в процессе приватизации муниципальных предприятий<sup>66</sup>.

На территории г. Москвы нормативные акты, посвященные федеральным законам, издавались Государственной налоговой инспекцией по г. Москве. В частности, в одном из Писем ГНИ разъясняются некоторые положения Федерального закона «Об акционерных обществах», Гражданского Кодекса, и сообщается, что «при установлении фактов неприведения учредительных документов акционерных обществ в соответствии с требованиями Федерального закона "Об акционерных обществах" в установленный срок налоговые органы вправе требовать осуществления обществом соответствующих мероприятий по изменению учредительных документов, а в случаях неисполнения данных требований - привлекать должностных лиц акционерных обществ к административной ответственности»<sup>67</sup>.

ГНИ Вологодской области также выпустило Разъяснения, в которых информирует о принятии Федерального закона «Об акционерных обществах» и объясняет некоторые его положения<sup>68</sup>.

Кроме того, акционерным обществам, зарегистрированным на территории Москвы, о необходимости приведения учредительных документов в соответствие с федеральным законом «Об акционерных обществах» сообще-

---

<sup>66</sup> Там же

<sup>67</sup> Письмо Государственной Налоговой инспекции по г. Москве от 19 сентября 1997 г. N 13-06/23149 «О приведении учредительных документов акционерных обществ в соответствие с Федеральным законом «Об акционерных обществах»

<sup>68</sup> Разъяснения Государственной налоговой инспекции Вологодской области от 21 мая 1996 года «Об особенностях создания акционерных обществ»



ло Главное управление по г. Москве Центрального Банка Российской Федерации<sup>69</sup>.

В отдельных случаях нормативные акты посвящены акционерным обществам отдельных отраслей. Например, согласно Приказу комитета фармации Правительства Москвы соответствующим акционерным обществам, не приведшим свои документы в соответствии с требованиями федерального законодательства должны быть прекращены выдачи и продление сроков действия лицензий, а также аккредитационных сертификатов<sup>70</sup>.

В Кировской области акционерным обществам был назначен конкретный срок – 1 июля 1996 года – до которого они должны были привести свои учредительные документы в соответствии с действующим законодательством (т.е. законом «Об АО») и зарегистрировать их. Незарегистрированные до этого срока документы считаются недействительными. Содействие АО поручалось осуществлять государственным органам области, особенно выделялась роль Комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при администрации области, которая должна «организовать контроль за ведением реестров владельцев именных ценных бумаг акционерных обществ и за соблюдением прав акционеров»<sup>71</sup>. Такой же срок для приведения учредительных документов акционерных обществ был назначен и в некоторых других регионах России, в частности в Белгородской<sup>72</sup>, Липецкой<sup>73</sup> и Нижегородской областях<sup>74</sup>. Согласно Постановлению Администрации г. Ро-

---

<sup>69</sup> Письмо Главного управления по Г. Москве Центрального Банка Российской Федерации от 21 февраля 1996 г. N 28-1-7/150

<sup>70</sup> Приказ Комитета фармации Правительства Москвы от 21 июля 1997 г. N 97»О мерах по реализации Федерального закона «Об акционерных обществах»

<sup>71</sup> Распоряжение Администрации Кировской области от 15 апреля 1996 г. N 481 «О приведении учредительных документов акционерных обществ в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах»

<sup>72</sup> Постановление главы Администрации Белгородской области от 12 мая 1996 года N 272 « О мерах по приведению деятельности акционерных обществ на территории области в соответствие с Федеральным законом «Об акционерных обществах»

<sup>73</sup> Постановление Администрации Липецкой области от 26 апреля 1996 г. N 185 «О мерах по реализации Федерального закона Российской Федерации от 26.12.95 № 208-ФЗ "Об акционерных обществах»

<sup>74</sup> Распоряжение Главы Администрации Нижегородской области от 16 января 1996 г. N 53-р «О мерах по обеспечению реализации федерального закона «Об акционерных обществах»

стова-на-Дону, все акционерные общества обязаны провести собрания акционеров (очередные или внеочередные), посвященные этому вопросу<sup>75</sup>.

Проблема приведения в соответствие с законодательством уставов акционерных обществ вновь возникает с 1 января 2002 года, со вступлением в силу Федерального закона № 120-ФЗ от 7 августа 2001 года «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» вступает в силу с 1 января 2002 года<sup>76</sup>.

Некоторые нормативные акты, посвященные закону «Об АО», были изданы позже. Как правило, это муниципальные акты.

Так, глава Администрации г. Тюмени издал соответствующее Распоряжение только в мае 2000 г., отметив в нем необходимость «исполнения статьи 6 Федерального закона "О введении в действие части первой Гражданского кодекса РФ" и в соответствии со статьей 53 Устава города Тюмени». Всем предприятиям приказывается привести учредительные документы в соответствие с Гражданским Кодексом до 31.08.2000<sup>77</sup>.

Акты, посвященные федеральному законодательству, во многих случаях содержат описания нарушений законодательства России. Так, в распространенной пресс-центром прокуратуры Приморского края в 1997 году информации, по итогам проверки соблюдения законодательства о защите прав акционеров констатировалось, что «некоторые руководители, забывая, что владельцами обществ являются акционеры, не желают считаться с решениями общих собраний, чинят произвол, игнорируя правовые методы отстаивания своей позиции, создают конфликтные ситуации, наносящие вред производственным интересам». После этого перечисляется ряд конкретных случаев нарушения прав акционеров и сообщается, что «по итогам проверки прокуратурой края внесены представления в адрес руководителей АО об устранении допущенных нарушений и восстановлению нарушенных прав акционеров»<sup>78</sup>.

---

<sup>75</sup> Постановление Администрации г. Ростова-на-Дону от 27 февраля 1996 г. N 286 «О мерах по исполнению закона Российской Федерации «Об акционерных обществах»

<sup>76</sup> В настоящее время соответствующие региональные акты либо недоступны, либо отсутствуют.

<sup>77</sup> Распоряжение Главы Администрации г. Тюмени от 18 мая 2000 г. N 1878 «О приведении учредительных документов предприятий всех форм собственности в соответствии с действующим законодательством»

<sup>78</sup> Информация Прокуратуры Приморского края от 6 августа 1997 г. №40-2-97

В Белгородской области в Постановлении Главы Администрации области сообщалось, что «в деятельности ряда акционерных обществ допускаются серьезные недостатки, которые приводят к неустойчивой их работе. Продолжают поступать обращения на игнорирование законных прав акционеров, не соблюдение процедуры проведения собраний акционеров и другие вопросы деятельности акционерных обществ, затрагивающие интересы акционеров. Имеются случаи приобретения крупных пакетов акций в нарушение законодательства, без необходимого в таких случаях уведомления Министерства финансов Российской Федерации или требуемого разрешения (согласия) Государственного комитета Российской Федерации по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур и т.п.»<sup>79</sup>.

Согласно Постановлению Администрации Краснодарского края, выпущенного в августе 2001 года, «большинством акционерных обществ, зарегистрированных на территории Краснодарского края, не выполняются требования Федеральных законов "О рынке ценных бумаг" от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ, "Об акционерных обществах" от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ, "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" от 5 марта 1999 г. N 46-ФЗ, а также постановлений Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг... Имеются случаи несоответствия действующему законодательству учредительных документов акционерных обществ, грубых нарушений порядка ведения реестров владельцев именных ценных бумаг, отсутствия доступа акционеров к информации, обязательной к раскрытию»<sup>80</sup>.

Для повышения уровня владения ситуацией, сложившейся на рынке ценных бумаг, органами местного самоуправления и улучшения инвестиционной ситуации в крае, дается поручение Краевой комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку принять необходимые меры, в сжатые сроки разработать программу мероприятий по обеспечению соблюдения акционерными обществами законодательства о ценных бумагах, привлечь к проверкам комиссии представителей Прокуратуры ГУВД края, а также принять

---

<sup>79</sup> Постановление Главы Администрации Белгородской области от 12 мая 1996 года N 272 « О мерах по приведению деятельности акционерных обществ на территории области в соответствие с Федеральным законом «Об акционерных обществах»

<sup>80</sup> Постановление Администрации Краснодарского края от 30 августа 2001 г. N 812 «О мерах по усилению контроля за исполнением законодательства о рынке ценных бумаг акционерными обществами в Краснодарском крае»

меры к созданию единой информационной базы данных об участниках рынка ценных бумаг, действующих на территории края. Главы администраций городов и районов края обязаны принять меры к получению в установленном законном порядке информации об участниках рынка ценных бумаг, зарегистрированных на территории муниципальных образований и представить эту информацию в управление по ценным бумагам Краснодарского края, а также создать в структуре органов местного самоуправления подразделения для работы с субъектами фондового рынка на соответствующей территории. Также предлагается принять все меры для устранения нарушений законодательства о ценных бумагах, вплоть до «принудительной ликвидации акционерных обществ, не приведших учредительные документы в соответствие с нормами действующего законодательства в установленном законом порядке»<sup>81</sup>.

Согласно Постановлению Администрации г. Костромы, в целом регистрационная палата проводит успешную работу по приведению учредительных документов обществ в соответствие с Федеральным законом. Однако работа замедляется отсутствием взаимосвязи со структурами Государственной налоговой инспекции по выявлению прекративших хозяйственную деятельность ряда акционерных обществ и кооперативов. В результате чего, «более половины закрытых акционерных обществ не привели свои учредительные документы в соответствие с требованиями закона и не представили в палату для их перерегистрации»<sup>82</sup>.

Согласно Постановлению Главы Администрации г. Екатеринбурга, на 25.12.95 по г. Екатеринбургу было зарегистрировано 4415 акционерных обществ. Из них на 01.07.96 привели свои учредительные документы в соответствие с Федеральным законом РФ "Об акционерных обществах" только 807 акционерных обществ. Федеральным законом Российской Федерации № 65-ФЗ от 13.06.96 "О внесении изменений в ФЗ "Об акционерных обществах" срок приведения в соответствие учредительных документов акционерных обществ был продлен до 01.07.97. На 01.07.97 всего привели свои учредительные документы в соответствие с ФЗ "Об акционерных обществах" 1386 акционерных обществ. 3029 акционерных обществ учредительные документы в соответствие с упомянутым выше законом не приве-

---

<sup>81</sup> Там же

<sup>82</sup> Постановление Администрации г. Костромы от 8 апреля 1997 г. N 1112 «О ходе выполнения федеральных законов «Об акционерных обществах» и «О производственных кооперативах»

ли. Поэтому все не соответствующие учредительные документы признаются недействительными. Главам администраций районов, руководителям структурных подразделений администрации города и районов, руководителям муниципальных учреждений и предприятий после 01.07.97 запрещается заключать договоры, выдавать разрешения, совершать иные действия в пользу акционерных обществ, документы которых являются недействительными. Руководителям банков, иных негосударственных и государственных организаций при работе с акционерными обществами, зарегистрированными в г. Екатеринбурге до 01.01.97 рекомендовалось обращать внимание на наличие на уставах и свидетельствах о государственной регистрации отметки о их соответствии Федеральному закону "Об акционерных обществах"<sup>83</sup>.

В более позднем Постановлении главы города Екатеринбурга отмечается, что 1 июля 1999 г. «закончился срок приведения в соответствие с Законом "Об обществах с ограниченной ответственностью" учредительных документов обществ с ограниченной ответственностью (товариществ с ограниченной ответственностью)». При этом, «не привели учредительные документы в соответствие с Законом "Об обществах с ограниченной ответственностью" 21909 товариществ и обществ с ограниченной ответственностью (79,8% от должного)», а также «до сих пор не приведены в соответствие с Законом "Об акционерных обществах" учредительные документы 2495 акционерных обществ (59,1% от должного, срок приведения закончился 1 июля 1997 года)». Поэтому управлению государственной регистрации г. Екатеринбурга поручается «принять к перечисленным юридическим лицам меры, предусмотренные законом». С такими АО и ООО представителям администрации районов запрещается «заключать договоры, выдавать разрешения, совершать иные действия». А также снова рекомендуется «руководителям банков, иных негосударственных и государственных организаций при работе с указанными юридическими лицами, зарегистрированными в г. Екатеринбурге, обращать внимание на наличие на учредительных документах и свидетельствах о государственной регистрации обществ с ограниченной ответственностью и акционерных обществ отметки о их соответствии Федеральному закону, а также на соответствие организационно-

---

<sup>83</sup> Постановление Главы г. Екатеринбурга от 17 июля 1997 года N 519 «О результатах выполнения Федерального закона Российской Федерации N 208-ФЗ от 26.12.95 "Об акционерных обществах».

правовой формы иных юридических лиц Гражданскому кодексу Российской Федерации»<sup>84</sup>.

Таким образом, очевидно, что в регионах, несмотря на значительное количество принятых нормативных актов, посвященных федеральному законодательству, реально требования федеральных законов многими хозяйственными обществами и даже органами власти (которым, в частности, предписывается воздержаться от отношений с обществами, чьи уставные документы не соответствуют законодательно принятым нормативам) не выполняются.

В Постановлении Правительства Москвы отмечается, что одно из наиболее часто встречающихся правонарушений: отсутствие регистрации первичной либо дополнительной эмиссии акций. В связи с этим предлагается усилить контроль над деятельностью обществ. В частности, Московской регистрационной палате при регистрации изменений и дополнений к учредительным документам акционерных обществ предлагается требовать: при увеличении уставного капитала - решения о размещении акций и отчета об итогах их выпуска, зарегистрированные в Московском региональном отделении ФКЦБ России, при уменьшении уставного капитала - решения о размещении акций и отчета об итогах выпуска акций, зарегистрированные в Московском региональном отделении ФКЦБ России, либо уведомления об аннулировании акций (при уменьшении общего количества акций), выдаваемое Московским региональным отделением ФКЦБ России, при изменении номинальной стоимости акций и/или количества акций при сохранении величины уставного капитала - решение о размещении акций и отчет об итогах их выпуска, зарегистрированные в Московском региональном отделении ФКЦБ России. При этом, «Московской регистрационной палате и Московскому региональному отделению ФКЦБ России обеспечить ежемесячный обмен официальными сведениями и информацией на магнитных носителях»: Московской регистрационной палате - о регистрации акционерных обществ, внесении изменений в их учредительные документы, Московскому региональному отделению ФКЦБ России - о регистрации выпусков акций акционерных обществ<sup>85</sup>.

---

<sup>84</sup> Постановление Главы Г.Екатеринбурга от 30 июня 1999 года N 614 «Об итогах приведения учредительных документов в соответствие с законом».

<sup>85</sup> Постановление Правительства Москвы от 11 ноября 1997 г. N 791 «об изменении порядка регистрации акционерных обществ в г. Москве».

По Распоряжению Правительства Республики Якутия, Министерство юстиции должно предоставить Республиканской комиссии по рынку ценных бумаг информацию о всех зарегистрированных акционерных обществах в форме ОАО, ЗАО (АООТ, АОЗТ) на территории Республики Саха (Якутия), при этом Министерству финансов поручается «провести сверку зарегистрированных акционерных обществ с зарегистрированными выпусками акций акционерных обществ»<sup>86</sup>.

В качестве образца нормативного акта, описывающего процедуру регистрации на территории субъекта Федерации можно рассматривать Инструкцию, утвержденную председателем МОРП, подробно описывающую всю процедуру вплоть до внесения в Реестр, необходимые документы и требования к ним, сроки регистрации, причины отказа в ней и т.п. При этом предоставление гражданам и организациям информационных услуг осуществляется в следующем виде:

а) опубликование в "Регистрационной газете" сведений о зарегистрированном юридическом лице;

б) выдача сведений из Единого государственного реестра юридических лиц по Московской области в форме справки (выписки) или выдача справки об отсутствии сведений в Реестре о запрашиваемом юридическом лице;

в) изготовление учредителям (участникам) по их письменным заявлениям копий и дубликатов учредительных документов юридического лица, зарегистрированного в Регистрационной палате»<sup>87</sup>.

В Санкт–Петербурге утверждены примерные уставы для ЗАО с двухзвенной системой, а также для трехзвенных ЗАО и трехзвенных ОАО, которые рекомендуются обществам в качестве образца.

В середине 90-х годов в некоторых регионах были приняты нормативные акты по проведению в жизнь требований Указа Президента Российской Федерации «О мерах по обеспечению прав акционеров», подписанному в октябре 1993 г. Так, интересное Постановление в связи с этим было выпущено Государственным Собранием Республики Мордовия (РМ) в мае 1995 г. Оно явилось своеобразной реакцией на представленную Собранию информацию Фонда имущества РМ об итогах проведения годовых собраний

---

<sup>86</sup> Распоряжение Правительства Республики Саха (Якутия) от 15 октября 1997 г. N 1328-р «О защите прав инвесторов».

<sup>87</sup> Инструкция о порядке государственной регистрации юридических лиц, утвержденная приказом председателя Московской областной регистрационной палаты от 22 апреля 1999 г. N 19Пр.

акционеров и о соблюдении акционерными обществами действующего законодательства о защите прав акционеров. Было выявлено немало нарушений, связанных, в частности, с несвоевременным извещением акционеров о предстоящих собраниях и частыми случаями совмещения функций председателя совета директоров и генерального директора при формировании органов управления акционерных обществ. Среди прочего в Постановлении предлагалось «просить Прокуратуру Республики Мордовия принять меры прокурорского реагирования к акционерным обществам, имеющим более 1000 акционеров и не передававшим ведение реестра акционеров специализированному регистратору в нарушение требований Указа Президента РФ "О мерах по обеспечению прав акционеров" от 27 октября 1993 года N 1769»<sup>88</sup>.

Во многих регионах и городах были созданы фонды по защите прав инвесторов, вкладчиков и акционеров. В качестве примера рассмотрим Устав такого фонда, созданного в г.Обнинске. Единственным учредителем фонда выступает Администрация города.

Основными целями и задачами деятельности Фонда являются:

1. Установление местонахождения юридических лиц ликвидируемых или находящихся в затруднительном положении банков и финансовых компаний, и осуществления с ними взаимодействия на договорных отношениях по защите прав вкладчиков и акционеров города.
2. Осуществление взаимодействия с федеральными и областными Фондами по защите прав вкладчиков и акционеров.
3. Формирование, аккумулирование и приращение средств и имущества Фонда для осуществления компенсационных выплат физическим лицам, которым был причинен ущерб банками и финансовыми компаниями, работающими на территории города, за счет средств, направляемых в Фонд в соответствии с настоящим Уставом.
4. Формирование информационной базы данных и ведение реестра пострадавших вкладчиков и акционеров, чьи права были нарушены банками и финансовыми компаниями.

---

<sup>88</sup> Постановление Государственного Собрания Республики Мордовия от 19 мая 1995 г. № 156-1 «О мерах по соблюдению действующего законодательства об акционерных обществах».



5. Формирование информационной базы данных и ведение реестра юридических лиц и граждан - предпринимателей, нарушающих правовые акты, регулирующие деятельность на финансовом и фондовом рынке.
6. Хранение, управление и участие в реализации средств и имущества, обеспечение функций участия в контроле за соблюдением условий хранения и реализации средств и имущества, предназначенного для удовлетворения прав вкладчиков и акционеров, нарушенных в результате противоправных действий банков и финансовых компаний, а также обеспечение распределения средств, в соответствии с целями Фонда, полученных от реализации указанного имущества и иного переданного Фонду в установленном порядке имущества.
7. Оказание помощи ликвидационным комиссиям, банкам и финансовым компаниям в их деятельности по возврату долгов дебиторов, выявленного нарушения финансово-хозяйственной деятельности, причинивших ущерб вкладчикам и акционерам города.
8. Систематическая публикация материалов в городских средствах массовой информации о деятельности и выполнении уставных задач Фонда.
9. Осуществление контроля за реализацией и имущества и распределением денежных средств, арестованных в порядке исполнительного производства»<sup>89</sup>.

Ежегодно фонд обязан публиковать «отчет об использовании своего имущества или обеспечивать доступ для ознакомления с указанным отчетом». Фонд может иметь в собственности «земельные участки, здания, строения, сооружения, жилищный фонд, транспорт, оборудование, инвентарь, денежные средства в рублях и иностранной валюте, ценные бумаги и иное имущество, необходимое для материального обеспечения деятельности Фонда, указанной в уставе. В собственности Фонда могут также находиться издательства, средства массовой информации, создаваемые и приобретаемые за счет средств Фонда в соответствии с его уставными целями». Свои средства фонд использует на следующих принципах:

---

<sup>89</sup> Устав фонда по защите прав вкладчиков и акционеров, утвержденный Решением Обнинского городского Собрания от 27 сентября 1996 г. N 10-10.

1. Общие поступления денежных средств и имущества на всех пострадавших вкладчиков и акционеров, зарегистрированных в базе данных, распределяются пропорционально сумме задолженностей.

2. Правлением Фонда может быть принято решение о погашении в первоочередном порядке задолженности физическим лицам по вкладам, не превышающих начальную сумму по вкладу не более 3-х минимальных размеров оплаты труда, установленных в Российской Федерации, определенной категории физических лиц (участникам Великой Отечественной войны, инвалидам войны и труда I группы и пр.).

3. Разрешается использование средств не более 3% от суммы средств Фонда на обеспечения деятельности Фонда, содержание органов управления, развитие материально - технической базы, оплату транспортных услуг, других работ и услуг, связанных с деятельностью Фонда»<sup>90</sup>.

Однако стоит отметить, что в последнее время почти все эти фонды были либо реорганизованы, либо ликвидированы. Так, в Алтайской крае Краевой фонд по защите прав вкладчиков и акционеров в мае 2001 года был реорганизован в краевое государственное учреждение «Алтайский краевой фонд по защите прав вкладчиков и акционеров»<sup>91</sup>, а в Красноярском крае соответствующий фонд в августе 2001 года был ликвидирован в связи с недостаточностью имущества «для осуществления его целей»<sup>92</sup>.

Согласно Указу Главы Республики Мордовия о защите прав вкладчиков и акционеров, «в целях реализации Указа Президента Российской Федерации от 26 апреля 1995 г. N 416 "О мерах по обеспечению интересов инвесторов и приведению в соответствие с законодательством Российской Федерации предпринимательской деятельности юридических лиц, осуществляемой на финансовом и фондовом рынках без соответствующих лицензий" и Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров, утвержденной Указом Президента Российской Федерации от 21 марта 1996 г. N 408, создания системы защиты инвесторов от недобро-

---

<sup>90</sup> Там же

<sup>91</sup> Постановление Администрации Алтайского края от 21 мая 2001 г. N 316 «О реорганизации краевого фонда по защите прав вкладчиков и акционеров в краевое государственное учреждение «Алтайский краевой фонд по защите прав вкладчиков и акционеров».

<sup>92</sup> Постановление Администрации Красноярского края от 17 августа 2001 г. N 583-П «О ликвидации Красноярского регионального общественно-государственного фонда защиты прав вкладчиков и акционеров».

совестного предпринимательства на финансовом и фондовом рынках Республики Мордовия» постановляется образование Государственной комиссии по защите прав инвесторов на финансовом и фондовом рынках Республики Мордовия<sup>93</sup>.

По утвержденному этим актом Положению, комиссия имеет право «организовывать проверки соблюдения прав инвесторов в процессе деятельности юридических лиц на финансовом и фондовом рынках Республики Мордовия, заслушивать руководителей и иных должностных лиц органов исполнительной власти Республики Мордовия и органов местного самоуправления, а также юридических лиц по вопросу обеспечения прав инвесторов, вкладчиков и акционеров; запрашивать и получать необходимые документы от органов исполнительной власти Республики Мордовия и органов местного самоуправления; направлять информацию федеральным органам исполнительной власти, органам исполнительной власти Республики Мордовия и органам местного самоуправления для принятия решений о применении санкций в отношении нарушающих права инвесторов банков, иных кредитных организаций и финансовых компаний; направлять соответствующие материалы в правоохранительные органы при обнаружении нарушений законодательства Российской Федерации банками, иными кредитными организациями и финансовыми компаниями; вносить Главе Республики Мордовия представления о привлечении к ответственности руководителей органов исполнительной власти Республики Мордовия, не обеспечивающих надлежащее исполнение возложенных на них функций защиты прав инвесторов на финансовом и фондовом рынках Республики Мордовия»<sup>94</sup>.

В Ставропольском крае действует Распоряжение Губернатора, в котором предусмотрены меры по реализации Указа Президента Российской Федерации от 11 сентября 1997 N 1009 "О региональных и местных фондах по защите прав вкладчиков и акционеров" и Указа Президента Российской

---

<sup>93</sup> Указ Главы Республики Мордовия от 23 марта 1998 года N 66 «О некоторых мерах по защите прав инвесторов, вкладчиков и акционеров».

<sup>94</sup> Положение «О государственной комиссии по защите прав инвесторов на финансовом и фондовом рынках республики Мордовия», утвержденное Указом Главы Республики Мордовия от 23 марта 1998 г. N 66

Федерации от 18 ноября 1995 N 1157 "О некоторых мерах по защите прав вкладчиков и акционеров"<sup>95</sup>.

В Кемеровской области действует Распоряжение Администрации, в котором акционерным обществам, зарегистрированным в области, «с числом владельцев ценных бумаг более пятисот, не передавшим до официального опубликования настоящего распоряжения ведение и хранение реестра акционеров владельцев ценных бумаг специализированному регистратору, имеющему лицензию на деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг, выданную Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг, в месячный срок со дня опубликования настоящего распоряжения передать их ведение и хранение специализированным регистраторам». Остальным – без указания точного срока<sup>96</sup>.

В Пензенской области действует Постановление, в котором настаивается на соблюдении требований положений Федеральных законов "О рынке ценных бумаг", "Об акционерных обществах", постановлений Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, в частности своевременно регистрировать эмиссии ценных бумаг, предоставлять в органы контроля все необходимые отчеты и др.<sup>97</sup>

В Саратовской области также требуют передать ведение реестра лицензированным регистраторам, в обществах с количеством акционеров свыше 500 – в месячный срок и в обязательном порядке, с количеством акционеров меньше 500 – рекомендуется<sup>98</sup>.

Согласно Распоряжению Кабинета министров Адыгеи от 29 июня 1999 г. №229-р «О защите прав инвесторов и акционеров в Республике Адыгея», администрации городов и районов Республики Адыгея обязаны ежеквартально предоставлять в Мингосимущества Республики Адыгея сведения о зарегистрированных и ликвидированных АО. «При регистрации изменений

---

<sup>95</sup> Распоряжение Губернатора Ставропольского края от 23 апреля 1998 г. N 256-р «О мерах по защите прав вкладчиков и акционеров в Ставропольском крае»

<sup>96</sup> Распоряжение Администрации Кемеровской области от 1 августа 1997 г. N 666-р «О передаче процедуры ведения реестра владельцев ценных бумаг акционерными обществами специализированным регистраторам на территории области»

<sup>97</sup> Постановление Главы Администрации Пензенской области от 25 мая 1998 г. N 594 «О мерах по соблюдению законодательства, регулирующего выпуск ценных бумаг акционерными обществами»

<sup>98</sup> Постановление Губернатора Саратовской области от 18 сентября 1996 г. N 31 «О ведении реестров акционерных обществ».

устава акционерного общества, связанных с увеличением (уменьшением) уставного капитала, изменением номинальной стоимости и (или) количества акций при сохранении величины уставного капитала неизменной, должны быть предоставлены следующие документы: решение о выпуске ценных бумаг; отчет об итогах выпуска зарегистрированных в Ростовском региональном отделении Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации акций; уведомление об аннулировании акций (при уменьшении общего количества акций), выдаваемое Ростовским региональным отделением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации.

Нормативные акты, подобные вышеупомянутым были приняты практически во всех регионах России. Таким образом, можно сделать вывод, что региональные и муниципальные власти в принципе реагируют на принятие федеральных законов, хотя и не всегда оперативно. Но, тем не менее, региональные власти слабо контролируют выполнение федеральных и собственных нормативных актов. Об этом свидетельствует большое количество зафиксированных нарушений в деятельности акционерных обществ.

### **3.2. Антимонопольное регулирование**

Количество региональных и муниципальных нормативных актов, посвященных различным аспектам антимонопольного регулирования невелико, и большинство из них посвящено разъяснению положений соответствующих федеральных законов, либо содержит простые ссылки на их статьи.

В качестве характерного примера можно привести два документа, подготовленные Комиссией по ценным бумагам Республики Башкортостан. В Информационном сообщении разъясняются некоторые положения Постановления Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 30 сентября 1999 года N 7 "О порядке учета аффилированных лиц и предоставления информации об аффилированных лицах акционерных обществ"<sup>99</sup>. Этому же Постановлению ФКЦБ посвящено и более раннее Разъяснение<sup>100</sup>, в котором также изложено содержание понятия «аффилированное лицо» в соот-

---

<sup>99</sup> Информационное сообщение Комиссии Республики Башкортостан по рынку ценных бумаг от 06.02.2001.

<sup>100</sup> Разъяснение Комиссии Республики Башкортостан по рынку ценных бумаг от 10.03.2000 «О порядке учета аффилированных лиц и представления информации об аффилированных лицах акционерных обществ».

ветствии с текстом Закона РФ «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках».

Положения того же Постановления ФКЦБ, а также Федерального закона "Об акционерных обществах", Федерального закона "О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках", Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и Федерального закона "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" разъясняются и в Комментариях Регионального отделения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг в Республике Татарстан<sup>101</sup>.

Главное управление ЦБ Российской Федерации по г. Москве информировало, что «кредитные организации, действующие в форме акционерных обществ, осуществившие размещение эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки, обязаны ежеквартально в срок не позднее 30 дней после окончания отчетного квартала представлять список аффилированных лиц, составленный на дату окончания отчетного квартала. Иные кредитные организации, действующие в форме акционерных обществ, обязаны ежегодно в срок не позднее 30 дней после окончания отчетного года представлять в регистрирующий орган список аффилированных лиц, составленный на дату окончания отчетного года»<sup>102</sup>.

В Москве также действует Временное положение о регистрации прекращения деятельности юридических лиц, согласно которому «в случаях, установленных законом, при ликвидации юридического лица в регистрирующий орган представляются заключения антимонопольных органов»<sup>103</sup>, то же самое относится и к реорганизации юридического лица в форме присоединения и слияния.

---

<sup>101</sup> «Раскрытие информации в форме списка аффилированных лиц», Комментарий Регионального отделения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг в Республике Татарстан от 25 января 2001 года, зарегистрирован в Минюсте РТ 7 декабря 1999 г. N 46.

<sup>102</sup> Письмо Главного управления по г. Москве Центрального Банка Российской Федерации от 26 октября 2000 г. N 28-4-18/516 «Разъяснения по вопросу представления информации об аффилированных лицах кредитной организации, действующей в форме акционерного общества».

<sup>103</sup> Временное положение о порядке регистрации прекращения деятельности юридических лиц, зарегистрированных в г. Москве, и едином учете данных о переходе прав и обязанностей в порядке правопреемства», приложение к Постановлению Правительства Москвы от 25 августа 1998 г. N 666.

В Вологодской области разъяснения положений Федерального закона от 6 мая 1998 г. N 70-ФЗ "О внесении изменений и дополнений в Закон РСФСР "О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках" были даны Вологодским территориальным управлением ГАКа РФ<sup>104</sup>.

Согласно Положению о государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей г. Липецка, при государственной регистрации учреждаемых юридических лиц, изменений в учредительных документах или реорганизации юридического лица необходимо «предварительное согласие соответствующего антимонопольного органа в случаях, предусмотренных ст. 17, 18 Закона РФ "О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках" либо других государственных органов»<sup>105</sup>. Похожие формулировки содержатся в Положении о порядке реорганизации и ликвидации юридических лиц, действующем в г. Курган<sup>106</sup>.

В Екатеринбурге при реорганизации юридического лица в форме слияния и присоединения требуется «письменное согласие федерального антимонопольного органа (при регистрации объединений коммерческих организаций (союзов или ассоциаций), коммерческих организаций, возникающих в результате слияния), если сумма их активов по последнему балансу превышает сто тысяч минимальных размеров оплаты труда)», при разделении или выделении - пятьдесят тысяч минимальных размеров оплаты труда<sup>107</sup>.

Иногда положения федеральных законов даются в более развернутом виде. Так, согласно Закону, принятому в Республике Коми в 1996 году, «в случаях, когда суммарная балансовая стоимость активов учредителей хо-

---

<sup>104</sup> «Новое в законодательстве об аффилированных лицах», Разъяснение Вологодского территориального управления ГАКа РФ от 16 июня 1998 года.

<sup>105</sup> «Положение о государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей на территории г. Липецка», принятое Липецким городским Советом депутатов 11 апреля 2000 года (в ред. решений Липецкого городского Совета депутатов от 17.04.2001 N 33).

<sup>106</sup> «Положение о порядке реорганизации и ликвидации юридических лиц на территории города Курган», приложение к Постановлению Администрации города Кургана от 9 декабря 1997 г. N 95(в ред. Постановления Администрации города Кургана N 10 от 01.03.1999).

<sup>107</sup> Инструкция «О порядке ликвидации и реорганизации юридических лиц на территории г. Екатеринбурга», приложение к приказу от 24 марта 2000 года N 182.

хозяйственного общества превышает 100 минимальных размеров оплаты труда или одним из них является хозяйствующий субъект, внесенный в реестр хозяйствующих субъектов, имеющих долю на рынке определенного товара более 35%, либо приобретателем является группа лиц, контролирующая деятельность указанного хозяйствующего субъекта, требуется предварительное согласие Коми территориального управления Государственного комитета Российской Федерации по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур на:

- приобретение лицом (группой лиц) акций (долей) с правом голоса в уставном капитале хозяйственного общества, при котором такое лицо (группа лиц) получает право распоряжаться более чем 20% указанных акций (долей). Данное требование не распространяется на учредителей хозяйственного общества при его образовании;
- получение в собственность или пользование одним хозяйствующим субъектом (группой лиц) основных производственных средств или нематериальных активов другого хозяйствующего субъекта, если балансовая стоимость имущества, составляющего предмет сделки, превышает 10% балансовой стоимости производственных средств и нематериальных активов хозяйствующего субъекта, отчуждающего имущество;
- приобретение лицом (группой лиц) прав, позволяющих определять условия ведения хозяйствующим субъектом его предпринимательской деятельности либо осуществлять функции его исполнительного органа.

Коми территориальное управление Государственного комитета Российской Федерации по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур должно быть уведомлено в соответствии с действующим законодательством заявлением учредителей (одного из учредителей) в 15-дневный срок со дня государственной регистрации (внесения изменений в государственный реестр) о создании коммерческих организаций, если суммарная стоимость активов учредителей превышает 100 тысяч минимальных размеров оплаты труда».

Коми территориальное управление Государственного комитета Российской Федерации по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур должно быть уведомлено заявлением учредителей (одного из учредителей) в 15-дневный срок со дня слияния или присоединения (внесения изменений в государственный реестр) коммерческих орга-



низаций, если сумма их активов по балансу превышает 50 тысяч минимальных размеров оплаты труда»<sup>108</sup>.

Эти положения почти дословно встречаются и в Правилах государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей в г. Улан-Удэ<sup>109</sup>, а также в Инструкции, действующей в Астрахани<sup>110</sup>.

Почти единственным примером инициативы «снизу» является проект закона, разработанный законодательным собранием Краснодарского края, в котором имеется, в частности, следующий абзац: «при наличии у предприятия, аффилированным лицом которого является учредитель (учредители), задолженности по обязательным платежам, информация передается в налоговые органы для назначения проверки финансово-хозяйственной деятельности за последние три года в целях выявления нарушений, приведших к появлению задолженности»<sup>111</sup>. В пояснительно записке к проекту закона указано, что это необходимо для контроля за деятельностью предприятий - недоимщиков, аффилированными лицами которых являются учредители вновь создаваемых предприятий, в части обязательных проверок финансово-хозяйственной деятельности при подаче заявления о регистрации предприятия», чтобы избежать злоупотреблений при процедуре банкротства.

Что касается ФПГ и холдингов, то большинство имеющих в законодательной базе регионов актов по этому вопросу посвящено конкретным ФПГ. Например, в Постановлении Администрации Воронежской области рассматриваются вопросы создания на базе ФПГ «Союзагропром» акцио-

---

<sup>108</sup> Закон Республики Коми «О внесении изменений и дополнений в Закон Республики Коми «О привлечении инвестиций в экономику республики Коми», принят Государственным Советом Республики Коми 14 марта 1996 года.

<sup>109</sup> «Правила государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей», утвержденные решением сессии Улан-Удэнского городского Совета депутатов от 27 мая 1999 г. N 397-47.

<sup>110</sup> «Инструкция о едином порядке государственной регистрации и регистрации прекращения деятельности субъектов хозяйствования на территории города Астрахани», приложение к Постановлению Администрации города от 8 сентября 1995 г. N 2171 (в ред. Постановления от 28.02.97 N 629).

<sup>111</sup> Проект Федерального Закона «О внесении изменений и дополнений в Закон РСФСР «О предприятиях и предпринимательской деятельности», приложение к постановлению Законодательного Собрания Краснодарского края от 29 февраля 2000 г. N 442-П.

нерной компании «Союзагропром» с контрольным пакетом в государственной собственности<sup>112</sup>, а в Пояснительной записке к отчету Санкт-Петербургского территориального управления МАП 1998 года рассматривается деятельность Петербургского городского банка, как соучредителя холдинга "Петербургская топливная компания" и констатируется, что «формируется новая система взаимоотношений между клиентами и банком - "банк-предприятие", обратная той, которая существует на уровне корпоративно-замкнутых банков», а также образование холдинга ЗАО «Банкирский дом» на базе трех банков, вложивших в него свои пакеты<sup>113</sup>.

Исключений совсем немного, и все они были приняты еще в начале 90-х годов. Так, Постановление правительства Москвы, посвященное концепции формирования ФПГ<sup>114</sup>, было принято в 1994 году. Оно обеспечивало реализацию на территории города Указа Президента Российской Федерации от 5 декабря 1993 г. N 2096 "О создании финансово - промышленных групп в Российской Федерации" и распоряжения Правительства Российской Федерации от 25 августа 1993 г. N 1536-Р "О создании Межведомственной комиссии по содействию организации акционерных промышленных компаний и финансово - промышленных групп". В документе содержится правовая основа ФПГ, их цели и задачи, принципы формирования и т.п., а также формы экономического партнерства органов государственного управления Москвы при создании ФПГ, виды налоговых льгот и форм стимулирования.

В Республике Татарстан в том же 1994 году было принято Временное положение о холдинговых компаниях. В нем отмечается, что оно действует «до принятия специального законодательства Республики Татарстан о холдинговых компаниях» (такой нормативный акт до сих пор не принят), при этом его действие распространяется на все компании «доля совокупного

---

<sup>112</sup> Постановление Администрации Воронежской области от 15 мая 2000 г. N 437 «О мерах по усилению государственного регулирования деятельности агропромышленного комплекса области и его материально-технического снабжения».

<sup>113</sup> Пояснительная записка к отчету Санкт-Петербургского территориального управления Министерства по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства на 1998 год, Приложение к информации Санкт-Петербургского антимонопольного территориального управления от 15.01.1999 N ОВ-99.

<sup>114</sup> Постановление Правительства Москвы от 14 июня 1994 г. N 488 «Об основных принципах и подходах в концепции формирования финансово-промышленных групп в г. Москве».

капитала которых, находящаяся в государственной собственности на момент создания холдинговой компании, превышала 25%».

В документе определяются цели создания холдингов (в том числе «для сохранения государственного контроля над важнейшими отраслями экономики Республики Татарстан» и «постепенного снижения роли государства в управлении экономикой и доли государственной собственности в приватизированных предприятиях»), даются основные определения, основания и условия для создания холдинга (так, холдинговые компании могут быть созданы «при преобразовании крупных предприятий с выделением из их состава подразделений в качестве юридически самостоятельных дочерних предприятий», а также «при объединении пакетов акций юридически самостоятельных предприятий»), требования к публикуемой отчетности, а также ограничения на создание холдингов (например, «создание холдинговых компаний не допускается, если это приводит к монополизации производства тех или иных видов продукции, с учетом общего экономического пространства Российской Федерации») и др.<sup>115</sup>

Территориальные управления Министерства по антимонопольной политике Российской Федерации действуют практически во всех регионах России (в некоторых случаях одно ТУ работает сразу в двух субъектах Федерации – например, в Тюменской и Курганской областях, Волгоградской области и Республике Калмыкия, Москве и Московской области и др. – но это исключение из правила), но даже, несмотря на это, антимонопольное регулирование на уровне регионов осуществляется слабо.

Об этом свидетельствует, в частности, небольшое количество региональных нормативных актов, посвященных этим вопросам, а также тематика этих документов. В законодательной базе многих регионов нормативные акты, посвященные АМР, отсутствуют полностью. А в тех субъектах Федерации, где соответствующие документы все же действуют, в них не содержится практически ничего, кроме формулировок федеральных законов, зачастую даже без пояснений к ним. В наименьшей степени развита региональная законодательная база, посвященная ФПГ, холдингам и крупным корпорациям. За исключением двух упомянутых выше документов (изданных в 1994 году), в ней не содержится ничего.

---

<sup>115</sup> Временное положение о холдинговых компаниях, создаваемых в процессе приватизации государственных и коммунальных предприятий в Республике Татарстан, утверждено Постановлением Кабинета министров Республики Татарстан от 4 октября 1994 г. N 478.

Кроме того, осуществляемое в регионах антимонопольное регулирование часто входит в противоречие с федеральным законодательством. Так, в 1998 году в г. Санкт-Петербурге, признаки нарушения антимонопольного законодательства Российской Федерации были установлены в целом ряде документов (в том числе в трех Распоряжениях губернатора), а также во многих действиях администрации. Всего по фактам незаконных действий органов исполнительной власти в 1998 году было рассмотрено «25 заявлений (в том числе 13 по необоснованным препятствиям для осуществления хозяйственной деятельности), возбуждено 12 дел, выдано 8 Предписаний о прекращении нарушений»<sup>116</sup>.

Именно поэтому можно сделать вывод, что слабое развитие региональной законодательной базы, посвященной АМР, вызвано вовсе не активным применением в субъектах Федерации федеральных законов, а слабым интересом местных властей к вопросам АМР.

### **3.3. Некоторые выводы**

Очевидно, что различные области корпоративного законодательства представлены в законодательной базе регионов различным количеством нормативных актов. При этом разница здесь не только количественная, но и качественная, связанная с разнообразием вопросов и проблем, отраженных в документах.

Наибольшее внимание в регионах уделяется различным аспектам государственного участия в хозяйственных обществах, в меньшей степени развиты законодательные нормы, посвященные вопросам защиты прав акционеров и процедуре банкротства, а проблемы антимонопольного регулирования практически не рассматриваются.

Приоритетность вопросов государственного участия в хозяйственных обществах подтверждается не только большим количеством соответствующих нормативных актов и разнообразием их тематики, но и тем, что в подготовке именно этой группы документов достаточно большую активность проявили органы законодательной власти. Зато другие группы документов подготавливались почти исключительно исполнительной властью.

---

<sup>116</sup> Пояснительная записка к отчету Санкт-Петербургского территориального управления Министерства по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства на 1998 год, Приложение к информации Санкт-Петербургского антимонопольного территориального управления от 15.01.1999 N ОВ-99.

Корпоративное законодательство развито в разных регионах в разной степени. Среди субъектов Федерации, в которых этим вопросам уделяется большое внимание, необходимо выделить, прежде всего, Республику Татарстан, Республику Башкортостан, Республику Алтай, Москву, Московскую область, Санкт-Петербург. Можно предположить, что именно в этих областях власти стремятся к установлению максимально возможного контроля над предприятиями и предпринимательской деятельностью.

С другой стороны, в Республиках Северного Кавказа, а также в ряде областей Центральной России (в частности, в Белгородской, Орловской, Курской и др.) корпоративное законодательство вообще не развито, что может свидетельствовать только о невнимании региональных властей к этим вопросам.

Кроме того, имеется очевидная связь между развитостью корпоративного законодательства региона и находящимся на его территории муниципалитетов. В качестве примера можно привести Башкортостан и г.Уфу, Ростовскую область и г.Ростов-на-Дону, Якутию и г.Якутск, Бурятию и г.Улан-Удэ. Исключением здесь являются только Татарстан и Республика Алтай. В отношении первого можно предположить, что власти этого субъекта Федерации стремятся максимально полно контролировать все области корпоративного права, в том числе и те, которые обычно находятся в ведении муниципальных властей. В отношении Алтая, по-видимому, все просто – количество хозяйственных обществ, работающих на его территории невелико, и в развитом муниципальном законодательстве нет необходимости.

При анализе законодательной базы регионов<sup>117</sup> обнаружить прямых противоречий с федеральным корпоративным законодательством не удалось. Тем не менее складывается впечатление, что органы власти субъектов Федерации при необходимости достаточно легко обходят его положения, просто несвоевременно реагируя на принятие федеральных законов. Так, Федеральный закон «Об акционерных обществах» был принят в декабре 1995 года. В некоторых регионах нормативные акты, в которых отражены его положения, начали действовать уже с весны 1996 года, в ряде других – позднее (например, в Москве с сентября 1997 года, г. Тюмени с 2000 года), а во многих субъектах Федерации такие документы не приняты до сих пор.

Примерно такая же ситуация наблюдается и в отношении нормативных актов, посвященных защите прав акционеров и инвесторов. Федеральный

---

<sup>117</sup> Не рассматривались утратившие силу документы, а также недействующие редакции.

закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» был принят в марте 1999 года, но большинство региональных нормативных актов, посвященных этому аспекту корпоративного законодательства, было принято в 1998 году – то есть они являлись реакцией на Указ Президента «О мерах по обеспечению прав акционеров», подписанный еще в 1993 году. В определенном смысле можно говорить об инертности регионального законодательства.

В этом же контексте можно рассматривать проводимую в настоящее время федеральным центром политику по унификации региональной правовой базы (по сути, приведение ее в соответствие с Конституцией РФ и федеральным законодательством). Реакция регионов на данный аспект политики федерального центра, безусловно, носит многоплановый характер при общей тенденции к демонстрации лояльности федеральной власти. Приведем только два примера.

С одной стороны, многие региональные руководители были вынуждены адекватно отреагировать на требование федерального центра касательно унификации федерального и местных законодательных актов. Так, президент Татарстана М.Шаймиев весной 2001 года отменил действовавший в течение 9 лет мораторий на продажу акций 21 предприятия, имеющего стратегическое значение для экономики Татарстана. Данный запрет был связан с особым порядком приватизации в республике, когда приватизационные чеки дополнялись «именными приватизационными вкладами» для населения Татарстана, которые можно было обменять на акции местных предприятий. Одновременно вводился запрет на отчуждение акций, купленных работниками предприятий посредством местных ваучеров. Тем не менее данная унификация в 2001 году носила чисто формальный характер, так как де-факто запрет легко обходился (через агентский договор с уполномоченным республиканским органом, коммандитные товарищества при эмитентах и различные «серые» схемы). В качестве обоснования для отмены моратория республиканская комиссия по ценным бумагам привела необходимость ликвидации неравных прав для владельцев акций одного выпуска, что, впрочем, было очевидно изначально.

С другой стороны, региональные власти (как и ряд крупных частных групп, что часто тождественно) достаточно негативно относились к имущественной экспансии федерального центра и стремлению установить контроль над ключевыми финансовыми потоками. Ярким примером является реакция экс-президента Якутии М.Николаева на попытки федерального

центра установить имущественный и финансовый контроль в российском алмазном монополисте ЗАО «АЛРОСА».

В настоящее время участие в акционерном капитале «АЛРОСА» распределено следующим образом: 32% - РФ, 32% - Якутия, 23% - трудовой коллектив, 8% - администрации улусов, 5% - Фонд социальных гарантий военнослужащих при Правительстве РФ. По имеющимся данным, центр рассчитывал на увеличение своей доли в капитале АЛРОСА до контрольного пакета и перевод арендных платежей из местного в федеральный бюджет (в частности, посредством передачи активов бывшего НПО «Якуталмаз» в федеральную собственность с последующей сдачей их в аренду уже не Якутией, а федеральным центром). В качестве ответной меры Якутия предполагала передачу принадлежащих республике пакетов акций (включая пакет АЛРОСА) в доверительное управление фонду "Сахаинвест" (с формальным числом акционеров около 200000), что в совокупности заметно осложнит федеральную экспансию. После декабрьских 2001 года выборов в Якутии этот план вряд ли останется в силе, тем более что М.Николаева сменил экс-президент АЛРОСА В.Штыров, достаточно лояльно относившийся к планам центра.

В свою очередь, федеральный центр более активно вмешивается в региональные имущественные коллизии через представителей Президента в федеральных округах. Например, в январе 2001 года полпред Президента в Уральском федеральном округе, констатировав неэффективность управления государственной собственностью в субъектах Федерации Уральского региона и убыточность 50% ГУП округа, предложил существенно ограничить имущественные права региональных администраций. В частности, предлагалось изъятие территориальных функций Минимущества у региональных органов исполнительной власти, ужесточение требований к представителям государства в АО, введение правовых норм об изъятии «излишков» недвижимого имущества из оперативного управления, введение института профессионального доверительного управления госпакетами акций, замена в реестрах представителей региональной администрации на представителей Минимущества.

Уже к июлю 2001 года предложения стали еще более радикальными. В частности, для урегулирования конфликта вокруг АО «Карабашский медеплавильный комбинат» - ЗАО «Карабашмедь» представительство Президента в Уральском округе предложило передать часть акций ЗАО в собственность государства.

Возможно, что более подробный анализ документов, посвященных конкретным предприятиям и обществам (в том числе и решений арбитражных судов), выявил бы существенное количество нарушений федерального законодательства. Косвенно это подтверждают имеющиеся в нормативной базе регионов отчеты органов власти и арбитражных судов, в которых зафиксировано большое количество нарушений российских законов и подзаконных актов. Так, например, в 1998 году в г. Санкт-Петербурге признаки нарушения антимонопольного законодательства Российской Федерации присутствовали в целом ряде документов, подготовленных органами власти (в том числе в трех Распоряжениях губернатора), а также во многих действиях администрации (всего по фактам незаконных действий органов исполнительной власти в 1998 году было рассмотрено 25 заявлений)<sup>118</sup>.

Можно высказать предположение, что законодательная активность региональных властей находится в прямой зависимости от активности действующих на территории субъектов Федерации территориальных отделений федеральных ведомств. Так, среди рассмотренных нормативных актов не встречаются документы, подготовленные территориальными управлениями МАП (в отличие, например от документов, подготовленными подразделениями налоговой службы или ФКЦБ) – и именно эти аспекты корпоративного права развиты в регионах в наименьшей степени.

Именно поэтому федеральным властям следует уделять большее внимание корпоративному законодательству регионов (помимо требований унификации), которое, несомненно, нуждается в серьезной доработке.

---

<sup>118</sup> Пояснительная записка к отчету Санкт-Петербургского территориального управления Министерства по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства на 1998 год, Приложение к информации Санкт-Петербургского антимонопольного территориального управления от 15.01.1999 N ОВ-99.



## **Раздел 4. Эмпирическое исследование региональных особенностей структуры собственности, корпоративного управления и финансового поведения предприятий**

### **4.1. Описание базы данных**

#### *4.1.1. Характеристика выборочной совокупности анализируемых предприятий*

В соответствии с теоретическими подходами в ходе реализации проекта была разработана методика выборочного обследования российских промышленных предприятий<sup>119</sup>. Основной задачей обследования стало получение данных, позволяющих оценить взаимосвязи между показателями хозяйственной деятельности приватизированных предприятий обрабатывающей промышленности и параметрами структуры собственности, корпоративного управления, характеристиками внешней среды. Анкета была разработана в 1998-1999 годах, апробирована в процессе двух пилотных обследований (в 1998 году и в 2000 году)<sup>120</sup>. По результатам первого пилотного обследования в исходный текст анкеты были внесены существенные корректировки. Основное обследование охватывало 437 промышленных предприятий, отобранных случайным образом из исходной совокупности, описание которой приведено ниже. Для настоящего исследования размер

---

<sup>119</sup> Для исследований, представленных в настоящем разделе, была использована база данных БЭА по российским предприятиям (см. БЭА, 2001). Соответственно, наиболее общее описание первичной базы, представленное ниже, основано на указанном источнике, однако для специфических целей настоящего исследования потребовалось провести самостоятельный отбор регионов и предприятий. В силу этого описываемая ниже выборка заметно отличается от первичной, а ее формализация в таблицах потребовала отдельных расчетов и осуществлена авторами настоящего исследования.

<sup>120</sup> Финансовый кризис 1998 года и последовавший за ним период нестабильности в российской экономике заставил авторов пересмотреть первоначальные сроки проведения обследования (начало 1999 года) и отложить на год реализацию проекта.

выборки был уменьшен до 395 предприятий в соответствии с их территориальным расположением.

Учитывая основной акцент исследования (приватизированные предприятия обрабатывающих отраслей промышленности), авторы не ставили перед собой задачу получить выборку, репрезентативную для всей промышленности России. Отчасти это определялось необходимостью установления некоторых квот (по размеру, отраслям и т.д.) с целью обеспечить возможности статистической оценки таких факторов как отраслевая принадлежность или размер предприятия. Основная цель – изучение процессов адаптации промышленных предприятий к новым экономическим условиям конца 90-х годов – предопределила (с учетом ограничений на общее число обследуемых предприятий) определенные особенности выборки, указанные ниже.

#### 4.1.2. Описание анкеты<sup>121</sup>

Сбор информации осуществлялся путем прямого (очного) интервьюирования руководителей промышленных предприятий. Как правило, в качестве респондентов выступали первые лица (директора, генеральные директора), заместители директора по экономике, финансам или производству. Состав респондентов приведен в Таблице. 4.1. В большинстве случаев количественные данные заполнялись отдельно от основного интервью бухгалтериями, плановыми отделами или другими соответствующими службами предприятий.

Перечень вопросов, включенных в анкету, отражает структуру проблемы в том виде, как она сформулирована. Вопросы распределены по следующим пяти основным блокам:

- (а) показатели хозяйственной и финансовой деятельности предприятия (выпуск продукции, данные о структуре затрат, степень использования основных производственных фондов и трудовых ресурсов, структура расчетов, активы и пассивы и т.д.);
- (б) показатели реформирования (какие мероприятия по реформированию проводились на предприятии и в какой период);
- (в) показатели позиционирования на рынке (структура рынка сбыта, наличие конкуренции);

---

<sup>121</sup> Форма анкеты приведена в Приложении 1.

- (г) структура собственности и показатели корпоративного управления (структура акционерного капитала, показатели концентрации, структура совета директоров и др.);
  - (д) финансовые условия (ограничения): доступность внешних источников финансирования, структура расчетов и т.д.
- (е) блок контрольных переменных (регион, отрасль, юридическая форма, дата приватизации).

ТАБЛИЦА 4.1

**Распределение респондентов по должностям**<sup>122</sup>

Регион		Должность респондента			Всего
		Директор	Заместитель директора	Другие высшие менеджеры	
Москва	Число наблюдений	23,00	6,00	7,00	36,00
	% внутри региона	63,89	16,67	19,44	100,00
	% от общего количества	5,82	1,52	1,77	9,11
Московская область	Число наблюдений	24,00	3,00	14,00	41,00
	% внутри региона	58,54	7,32	34,15	100,00
	% от общего количества	6,08	0,76	3,54	10,38
Санкт-Петербург (с областью)	Число наблюдений	32,00	0,00	13,00	45,00
	% внутри региона	71,11	0,00	28,89	100,00
	% от общего количества	8,10	0,00	3,29	11,39
Нижний Новгород	Число наблюдений	46,00	2,00	16,00	64,00
	% внутри региона	71,88	3,13	25,00	100,00
	% от общего количества	11,65	0,51	4,05	16,20

<sup>122</sup> В категорию "Директор" объединены респонденты, занимающие посты Генерального директора, Исполнительного директора, Директора, И.о. директора и т.д. В трех случаях респонденты занимали пост президента компании, в одном - председателя совета директоров. Категория "Зам. Директора" означает - заместителя первого лица компании или (в одном случае) Главного инженера. Категория "Другие" означает, как правило, Начальников управлений (департаментов) по экономике, планированию, помощников директора.

*ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 4.1*

	Число наблюдений	24,00	2,00	13,00	39,00
Самара	% внутри региона	61,54	5,13	33,33	100,00
	% от общего количества	6,08	0,51	3,29	9,87
	Число наблюдений	32,00	3,00	15,00	50,00
Екатеринбург	% внутри региона	64,00	6,00	30,00	100,00
	% от общего количества	8,10	0,76	3,80	12,66
	Число наблюдений	32,00	2,00	10,00	43,00
Пермь	% внутри региона	74,42	4,65	23,26	100,00
	% от общего количества	8,10	0,51	2,53	10,89
	Число наблюдений	27,00	2,00	11,00	40,00
Новосибирск	% внутри региона	67,50	5,00	27,50	100,00
	% от общего количества	6,84	0,51	2,78	10,13
	Число наблюдений	28,00	2,00	8,00	37,00
Красноярск	% внутри региона	75,68	5,41	21,62	100,00
	% от общего количества	7,09	0,51	2,03	9,37
	Число наблюдений	268,00	22,00	107,00	395,00
Все регионы	%	67,85	5,57	27,09	100,00

Источник: расчеты авторов

В тех случаях, когда это было возможно и целесообразно, информация запрашивалась за период 1997-99 гг. по годам, что должно позволить оценить изменения, произошедшие в промышленности в результате финансового кризиса 1998 года. Список вопросов основан на принципе дублирования наиболее важных с точки зрения анализа вопросов. То есть, по возможности для каждой содержательной переменной – эффективность, производительность, финансовое положение и т.д. – существует несколько индикаторов (в количественной, интервальной и/или номинальной шкалах), позволяющих получить оценку. В ряде вопросов, где (по опыту пилотных обследований) было сложно получить детальный ответ, допускались варианты ответов. Так, информация о структуре собственности запрашивалась

раздельно по категориям работники – менеджеры – бывшие работники. Однако, в случае отказа от ответа, допускался ответ о совместной доли инсайдеров или даже совокупной доли всех этих трех категорий.

#### *4.1.3. Региональная структура выборки*

Выбор регионов России, в которых проводилось обследование, определялся двумя основными критериями. Объем предполагаемой выборки не давал возможности сформировать представительную (репрезентативную) выборку по всем субъектам Российской Федерации. В то же время многие исследователи отмечают, что региональные различия в условиях функционирования российских предприятий, инвестиционном и предпринимательском климате могут быть существенны. В итоге были отобраны регионы из четырех укрупненных географических и экономических зон: Центр (включая Северо-запад, представленный Санкт-Петербургом и Ленинградской областью), Волжский регион (включая как Поволжье, так и Волго-Вятский экономический район), Урал и, наконец, Сибирь (Западная и Восточная). Число регионов в каждой макроне определялось необходимостью выполнения размерных и отраслевых квот. Для настоящего исследования были выбраны 9 городов и областей: Москва, Московская область, Санкт-Петербург (с Ленинградской областью), Саратовская область, Нижегородская область, Екатеринбургская область, Пермская область, Новосибирская область, Красноярский край. Никаких ограничений на размещение обследованных предприятий внутри конкретного региона не устанавливалось. В основном предприятия выборки расположены в областных (краевых) центрах.

Безусловно, такая региональная структура выборки не позволяет проводить корректный анализ специфики региональной политики. Известно, что в рамках одного макрорегиона существуют значительные различия в экономической динамике и региональной экономической политики между субъектами Федерации (Татарстан, Ульяновск, Нижний Новгород могут служить хорошей иллюстрацией). Тем не менее во многих случаях само географическое положение региона и расстояние от Центра могут выступать самостоятельным фактором экономического развития и определять особенности поведения предприятий. Итоговая структура выборки по регионам представлена в таблице 4.2.

ТАБЛИЦА 4.2

<b>Распределение предприятий выборки по регионам</b>		
Регион	Число предприятий	%
Москва	36	9,11
Московская область	41	10,38
Санкт-Петербург (и Ленинградская область)	45	11,39
Нижний Новгород	64	16,20
Самара	39	9,87
Екатеринбург	50	12,66
Пермь	43	10,89
Красноярск	37	9,37
Новосибирск	40	10,13
<b>Всего</b>	<b>395</b>	<b>100.0%</b>

#### 4.1.4. Отбор отраслей

Исходная совокупность предприятий была ограничена только кругом обрабатывающих отраслей промышленности: химическая (вместе с нефтехимией и фармацевтикой), машиностроение (с металлообработкой), лесная (с деревообработкой и целлюлозно-бумажной промышленностью), промышленность строительных материалов, легкая и пищевая (с мукомольно-крупяной). Следует отметить, что из этого списка отраслей были сознательно исключены отрасли металлургии. Это исключение определялось следующими обстоятельствами. Во-первых, на уровне двухзначного кода отраслей невозможно отделить горно-добывающие предприятия от перерабатывающих в этих отраслях. Во-вторых, концентрация производства в этих отраслях российской промышленности очень высока. В основном производство сосредоточено на очень крупных предприятиях, которые мы исключили из рассмотрения по причинам, о которых будет сказано ниже. Это означает, что было бы практически невозможно сформировать выборку металлургических предприятий, репрезентативно отражающую предприятия металлургии. Кроме того, металлургические предприятия в России, как правило, ориентированы на экспорт (до 80-95% продукции), что делает их малосопоставимыми с другими предприятиями выборки.

В соответствии с указанными ограничениями выборка предприятий была квотирована по шести отраслям с тем, чтобы иметь примерно равное количество предприятий в каждой отрасли. На практике добиться точного

равенства оказалось затруднительно (выбрать квоты для некоторых отраслей, таких как химическая промышленность, с учетом ограничений на размеры предприятий и число регионов). Распределение выборки по отраслям приведено в таблице 4.3.

ТАБЛИЦА 4.3

**Распределение выборки по отраслям**

Сектор	ОКОНХ	Регион										
		Москва	Московская область	Санкт-Петербург (с областью)	Нижегород	Самара	Екатеринбург	Пермь	Новосибирск	Красноярск	Все регионы	
Химическая	13	Число наблюдений	6,00	10,00	2,00	5,00	3,00	6,00	4,00	2,00	3,00	41,00
		% внутри сектора	14,63	24,39	4,88	12,20	7,32	14,63	9,76	4,88	7,32	100,00
		% внутри региона	16,67	24,39	4,44	7,81	7,69	12,00	9,30	5,00	8,11	10,38
		% от общего	1,52	2,53	0,51	1,27	0,76	1,52	1,01	0,51	0,76	10,38
Машиностроение	14	Число наблюдений	6,00	6,00	14,00	12,00	12,00	15,00	9,00	15,00	7,00	96,00
		% внутри сектора	6,25	6,25	14,58	12,50	12,50	15,63	9,38	15,63	7,29	100,00
		% внутри региона	16,67	14,63	31,11	18,75	30,77	30,00	20,93	37,50	18,92	24,30
		% от общего	1,52	1,52	3,54	3,04	3,04	3,80	2,28	3,80	1,77	24,30
Лесная	15	Число наблюдений	2,00	5,00	9,00	10,00	2,00	6,00	16,00	4,00	9,00	63,00
		% внутри сектора	3,17	7,94	14,29	15,87	3,17	9,52	25,40	6,35	14,29	100,00
		% внутри региона	5,56	12,20	20,00	15,63	5,13	12,00	37,21	10,00	24,32	15,95
		% от общего	0,51	1,27	2,28	2,53	0,51	1,52	4,05	1,01	2,28	15,95

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 4.3

Пром-ть строит. ма-териалов	16	Число наблюдений	4,00	2,00	5,00	7,00	11,00	9,00	6,00	9,00	4,00	57,00
		% внутри сектора	7,02	3,51	8,77	12,28	19,30	15,79	10,53	15,79	7,02	100,00
		% внутри региона	11,11	4,88	11,11	10,94	28,21	18,00	13,95	22,50	10,81	14,43
		% от общего	1,01	0,51	1,27	1,77	2,78	2,28	1,52	2,28	1,01	14,43
Легкая	17	Число наблюдений	13,00	13,00	5,00	15,00	6,00	3,00	2,00	7,00	3,00	67,00
		% внутри сектора	19,40	19,40	7,46	22,39	8,96	4,48	2,99	10,45	4,48	100,00
		% внутри региона	36,11	31,71	11,11	23,44	15,38	6,00	4,65	17,50	8,11	16,96
		% от общего	3,29	3,29	1,27	3,80	1,52	0,76	0,51	1,77	0,76	16,96
Пищевая	18	Число наблюдений	4,00		8,00	9,00	5,00	8,00	5,00	3,00	8,00	50,00
		% внутри сектора	8,00		16,00	18,00	10,00	16,00	10,00	6,00	16,00	100,00
		% внутри региона	11,11		17,78	14,06	12,82	16,00	11,63	7,50	21,62	12,66
		% от общего	1,01		2,03	2,28	1,27	2,03	1,27	0,76	2,03	12,66
Прочие	19	Число наблюдений		5,00	2,00	6,00		3,00	1,00		3,00	20,00
		% внутри сектора		25,00	10,00	30,00		15,00	5,00		15,00	100,00
		% внутри региона		12,20	4,44	9,38		6,00	2,33		8,11	5,06
		% от общего		1,27	0,51	1,52		0,76	0,25		0,76	5,06
Всего		Число наблюдений	36,00	41,00	45,00	64,00	39,00	50,00	43,00	40,00	37,00	395,00
		% внутри сектора	9,11	10,38	11,39	16,20	9,87	12,66	10,89	10,13	9,37	100,00
		% внутри региона	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
		% от общего	9,11	10,38	11,39	16,20	9,87	12,66	10,89	10,13	9,37	100,00

Источник: расчеты авторов



Из таблицы 4.3 видно, что в нашей выборке машиностроительные предприятия представлены заметно шире, чем остальные отрасли. Тем не менее число предприятий в каждой отрасли достаточно для оценки фактора специфики отрасли при статистическом анализе.

#### *4.1.5. Размерные группы*

Для обеспечения большей сопоставимости внутри выборки предельные размеры предприятий по численности занятых были ограничены интервалом 100-5000 занятых на конец 1999 года. Малые предприятия с числом работников менее 100 человек были исключены по следующим причинам:

- особенности налогообложения и бухгалтерской отчетности делали их несопоставимыми со средними и крупными предприятиями;
- несмотря на то, что в долгосрочной перспективе малый бизнес является важным элементом институциональной структуры рыночной экономики, в России эта категория предприятий обеспечивает всего лишь около 4% промышленного производства;
- субъекты малого предпринимательства являлись объектом многочисленных других обследований и их поведение достаточно хорошо изучено; исследование малого бизнеса методологически требует гораздо больших масштабов выборки, что было невозможно реализовать в рамках нашего исследования.

Верхний предел в 5000 человек определялся следующими соображениями. Во-первых, таких крупных предприятий в большинстве отраслей не очень много и выбрать квоту сверхкрупных предприятий, достаточную для статистического анализа при ограниченном числе регионов, в которых проводилось обследование, составляло большую проблему. Во-вторых, каждое очень крупное предприятие обладает, как правило, рядом специфических, уникальных для данного предприятия особенностей (например, является градообразующим), что определяет и специфические особенности его поведения, особые взаимоотношения с федеральной и региональной властью, естественными монополиями и т.п. В определенной степени такое предприятие не столько реагирует на изменения внешней экономической среды, сколько формирует ее под свои потребности. Статистические методы анализа малопригодны для исследования типовых характеристик таких предприятий.

Стратегия формирования выборки обследуемых предприятий по размеру, также как и в случае с отраслевой структурой выборки, определялось требованием более или менее равномерного распределения совокупности

по широким размерным категориям: 100-500, 501-1000, 1001-5000 занятых. Как следует из таблицы 4.4, итоговая совокупность обследованных предприятий удовлетворяет этому критерию.

ТАБЛИЦА 4.4

**Распределение предприятий выборки по размеру\***

Регион		100-500	501-1000	>1000	Всего
Москва	Число наблюдений	8,00	15,00	11,00	34,00
	% внутри сектора	23,53	44,12	32,35	100,00
	% внутри региона	6,02	12,10	9,65	9,16
	% от общего	2,16	4,04	2,96	9,16
Московская область	Число наблюдений	4,00	17,00	18,00	39,00
	% внутри сектора	10,26	43,59	46,15	100,00
	% внутри региона	3,01	13,71	15,79	10,51
	% от общего	1,08	4,58	4,85	10,51
Санкт-Петербург (с областью)	Число наблюдений	10,00	14,00	16,00	40,00
	% внутри сектора	25,00	35,00	40,00	100,00
	% внутри региона	7,52	11,29	14,04	10,78
	% от общего	2,70	3,77	4,31	10,78
Нижний Новгород	Число наблюдений	23,00	17,00	19,00	59,00
	% внутри сектора	38,98	28,81	32,20	100,00
	% внутри региона	17,29	13,71	16,67	15,90
	% от общего	6,20	4,58	5,12	15,90
Самара	Число наблюдений	16,00	15,00	8,00	39,00
	% внутри сектора	41,03	38,46	20,51	100,00
	% внутри региона	12,03	12,10	7,02	10,51
	% от общего	4,31	4,04	2,16	10,51
Екатеринбург	Число наблюдений	13,00	17,00	18,00	48,00
	% внутри сектора	27,08	35,42	37,50	100,00
	% внутри региона	9,77	13,71	15,79	12,94
	% от общего	3,50	4,58	4,85	12,94
Пермь	Число наблюдений	21,00	10,00	7,00	38,00
	% внутри сектора	55,26	26,32	18,42	100,00
	% внутри региона	15,79	8,06	6,14	10,24
	% от общего	5,66	2,70	1,89	10,24

*ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 4.4*

Новосибирск	Число наблюдений	21,00	9,00	10,00	40,00
	% внутри сектора	52,50	22,50	25,00	100,00
	% внутри региона	15,79	7,26	8,77	10,78
	% от общего	5,66	2,43	2,70	10,78
Красноярск	Число наблюдений	17,00	10,00	7,00	34,00
	% внутри сектора	50,00	29,41	20,59	100,00
	% внутри региона	12,78	8,06	6,14	9,16
	% от общего	4,58	2,70	1,89	9,16
Все регионы	Число наблюдений	133,00	124,00	114,00	371**
	% внутри сектора	35,85	33,42	30,73	100,00
	% внутри региона	100,00	100,00	100,00	100,00
	% от общего	35,85	33,42	30,73	100,00

Источник: расчеты авторов

\* Среднее значение равно 918,23

\*\* Данные по 24 предприятиям выборки отсутствуют

#### **4.1.6. Время создания и форма собственности**

Поскольку основной задачей исследования является постприватизационное поведение российских промышленных предприятий, изменения в структуре собственности и корпоративном управлении на бывших советских предприятиях, в выборку включались только те предприятия, которые существовали до 1992 года. Новые предприятия, основанные после начала рыночных реформ, были исключены из выборки. В значительной степени это ограничение было автоматическим следствием введения размерных квот. Предварительный анализ показал, что количество новых предприятий в обрабатывающих отраслях промышленности с численностью занятых свыше 100 человек очень не велико. При ограниченности числа отраслей и регионов сформировать репрезентативную выборку таких предприятий оказалось практически невозможно.

Исходная постановка задачи предопределила исключение из рассмотрения и полностью государственных предприятий, не попавших под приватизацию. Вместе с тем предприятия смешанной формы собственности, даже в тех случаях, когда контрольный пакет акций принадлежал федеральным или региональным органам власти, были включены в исходную обследуемую совокупность без каких-либо ограничений. Укрупненная

структура собственности в итоговой выборке на момент приватизации и на начало 2000 года приведена в Таблице 4.5.

ТАБЛИЦА 4.5

**Распределение по типам основных собственников (>50% акций)**

На момент приватизации						
Регион		Инсай- деры	Аутсай- деры	Госу- дарство	Без кон- трольного пакета	Всего
Москва	Число наблюдений	21,00	2,00	2,00	7,00	32,00
	% внутри региона	65,63	6,25	6,25	21,88	100,00
	% среди всех регионов	6,67	0,63	0,63	2,22	10,16
Московская об- ласть	Число наблюдений	22,00		5,00	10,00	37,00
	% внутри региона	59,46		13,51	27,03	100,00
	% среди всех регионов	6,98		1,59	3,17	11,75
Санкт-Петербург (с областью)	Число наблюдений	25,00	3,00	2,00	7,00	37,00
	% внутри региона	67,57	8,11	5,41	18,92	100,00
	% среди всех регионов	7,94	0,95	0,63	2,22	11,75
Нижний Новго- род	Число наблюдений	31,00	5,00	2,00	8,00	46,00
	% внутри региона	67,39	10,87	4,35	17,39	100,00
	% среди всех регионов	9,84	1,59	0,63	2,54	14,60
Самара	Число наблюдений	22,00	2,00	2,00		26,00
	% внутри региона	84,62	7,69	7,69		100,00
	% среди всех регионов	6,98	0,63	0,63		8,25
Екатеринбург	Число наблюдений	27,00	5,00	3,00	6,00	41,00
	% внутри региона	65,85	12,20	7,32	14,63	100,00
	% среди всех регионов	8,57	1,59	0,95	1,90	13,02
Пермь	Число наблюдений	17,00	5,00	3,00	5,00	30,00
	% внутри региона	56,67	16,67	10,00	16,67	100,00
	% среди всех регионов	5,40	1,59	0,95	1,59	9,52
Новосибирск	Число наблюдений	21,00	4,00	1,00	8,00	34,00
	% внутри региона	61,76	11,76	2,94	23,53	100,00
	% среди всех регионов	6,67	1,27	0,32	2,54	10,79
Красноярск	Число наблюдений	24,00	3,00	4,00	1,00	32,00
	% внутри региона	75,00	9,38	12,50	3,13	100,00
	% среди всех регионов	7,62	0,95	1,27	0,32	10,16

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 4.5

Все регионы	Число наблюдений	210,00	29,00	24,00	52,00	315,00
	% внутри региона	66,67	9,21	7,62	16,51	100,00
	% среди всех регионов	66,67	9,21	7,62	16,51	100,00

Примечание: по 80 предприятиям выборки нет данных

На 01.01.2000						
Регион		Ин-сайде-ры	Аутсай-деры	Госу-дар-ство	Без кон-трольного пакета	Всего
Москва	Число наблюдений	19,00	5,00	1,00	6,00	31,00
	% внутри региона	61,29	16,13	3,23	19,35	100,00
	% среди всех регионов	5,71	1,50	0,30	1,80	9,31
Московская об-ласть	Число наблюдений	13,00	5,00	3,00	17,00	38,00
	% внутри региона	34,21	13,16	7,89	44,74	100,00
	% среди всех регионов	3,90	1,50	0,90	5,11	11,41
Санкт-Петербург (с областью)	Число наблюдений	17,00	16,00		5,00	38,00
	% внутри региона	44,74	42,11		13,16	100,00
	% среди всех регионов	5,11	4,80		1,50	11,41
Нижний Новгород	Число наблюдений	36,00	10,00		4,00	50,00
	% внутри региона	72,00	20,00		8,00	100,00
	% среди всех регионов	10,81	3,00		1,20	15,02
Самара	Число наблюдений	12,00	10,00	1,00	5,00	28,00
	% внутри региона	42,86	35,71	3,57	17,86	100,00
	% среди всех регионов	3,60	3,00	0,30	1,50	8,41
Екатеринбург	Число наблюдений	14,00	24,00	3,00	4,00	45,00
	% внутри региона	31,11	53,33	6,67	8,89	100,00
	% среди всех регионов	4,20	7,21	0,90	1,20	13,51
Пермь	Число наблюдений	11,00	13,00	2,00	7,00	33,00
	% внутри региона	33,33	39,39	6,06	21,21	100,00
	% среди всех регионов	3,30	3,90	0,60	2,10	9,91
Новосибирск	Число наблюдений	23,00	7,00	1,00	7,00	38,00
	% внутри региона	60,53	18,42	2,63	18,42	100,00
	% среди всех регионов	6,91	2,10	0,30	2,10	11,41

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 4.5

Красноярск	Число наблюдений	17,00	7,00	1,00	7,00	32,00
	% внутри региона	53,13	21,88	3,13	21,88	100,00
	% среди всех регионов	5,11	2,10	0,30	2,10	9,61
Все регионы	Число наблюдений	162,00	97,00	12,00	62,00	333,00
	% внутри региона	48,65	29,13	3,60	18,62	100,00
	% среди всех регионов	48,65	29,13	3,60	18,62	100,00

Примечание: по 62 предприятиям выборки нет данных

Источник: расчеты авторов

4.1.7. Приватизация

Как уже отмечалось выше, в выборку не попали неприватизированные предприятия. В Таблице 4.6. приведено распределение предприятий выборки по году приватизации.

ТАБЛИЦА 4.6

Распределение предприятий по году приватизации

Регион		Год приватизации											Всего	
		1986	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998		1999
Москва	Число предприятий			2,00	1,00	13,00	9,00	5,00	1,00	1,00				32,00
	% внутри региона			6,25	3,13	40,63	28,13	15,63	3,13	3,13				100,00
	% от общего			0,53	0,27	3,48	2,41	1,34	0,27	0,27				8,56
Московская область	Число предприятий	1,00			4,00	18,00	6,00	5,00	1,00	4,00				39,00
	% внутри региона	2,56			10,26	46,15	15,38	12,82	2,56	10,26				100,00
	% от общего	0,27			1,07	4,81	1,60	1,34	0,27	1,07				10,43
Санкт-Петербург	Число предприятий			1,00	3,00	20,00	12,00	4,00	1,00	1,00		1,00		43,00
	% внутри региона			2,33	6,98	46,51	27,91	9,30	2,33	2,33		2,33		100,00
	% от общего			0,27	0,80	5,35	3,21	1,07	0,27	0,27		0,27		11,50
Нижний Новгород	Число предприятий		1,00	1,00	4,00	21,00	20,00	4,00	2,00	1,00	3,00			57,00
	% внутри региона		1,75	1,75	7,02	36,84	35,09	7,02	3,51	1,75	5,26			100,00
	% от общего		0,27	0,27	1,07	5,61	5,35	1,07	0,53	0,27	0,80			15,24

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 4.6

Самара	Число предприятий			1,00	2,00	14,00	10,00	4,00	6,00					37,00
	% внутри региона			2,70	5,41	37,84	27,03	10,81	16,22					100,00
	% от общего			0,27	0,53	3,74	2,67	1,07	1,60					9,89
Екатеринбург	Число предприятий				2,00	25,00	16,00	3,00	1,00				2,00	49,00
	% внутри региона				4,08	51,02	32,65	6,12	2,04				4,08	100,00
	% от общего				0,53	6,68	4,28	0,80	0,27				0,53	13,10
Пермь	Число предприятий		1,00		2,00	19,00	11,00	3,00	1,00	1,00	2,00	1,00	1,00	42,00
	% внутри региона		2,38		4,76	45,24	26,19	7,14	2,38	2,38	4,76	2,38	2,38	100,00
	% от общего		0,27		0,53	5,08	2,94	0,80	0,27	0,27	0,53	0,27	0,27	11,23
Новосибирск	Число предприятий			1,00	1,00	16,00	10,00	8,00	3,00	1,00				40,00
	% внутри региона			2,50	2,50	40,00	25,00	20,00	7,50	2,50				100,00
	% от общего			0,27	0,27	4,28	2,67	2,14	0,80	0,27				10,70
Красноярск	Число предприятий				4,00	11,00	11,00	5,00	2,00	1,00	1,00			35,00
	% внутри региона				11,43	31,43	31,43	14,29	5,71	2,86	2,86			100,00
	% от общего				1,07	2,94	2,94	1,34	0,53	0,27	0,27			9,36
Все регионы	Число предприятий	1,00	2,00	6,00	23,00	157,00	105,00	41,00	18,00	10,00	6,00	2,00	3,00	374,00
	% от общего	0,27	0,53	1,60	6,15	41,98	28,07	10,96	4,81	2,67	1,60	0,53	0,80	100,00

Примечание: по 21 предприятию выборки данных нет

Источник: расчеты авторов

4.1.8. Некоторые выводы

Приведенные выше оценки позволяют сделать некоторые выводы относительно особенностей полученных выборочных данных:

- В целом выборка равномерно распределена по размерным группам и отраслям промышленности.
- По регионам, в которых проводилось обследование, выборка также распределена более или менее равномерно: за исключением Нижнего Новгорода, размер выборки по которому оказался наибольшим (16,2%

от всей выборки), в остальных регионах было обследовано от 9,1 до 12,7% предприятий от всей выборки.

- Средний размер обследованных предприятий больше, чем средний по промышленности, что объясняется стратегией формирования выборки и квотированием размерных групп.

## 4.2. Методология эмпирического анализа региональных данных

### 4.2.1. Выбор спецификации модели для анализа

Основной спецификой исследования является региональный разрез анализа влияния отдельных показателей, характеризующих приватизационные процессы и структуру собственности предприятия (например, распределение акционерной собственности предприятий, специфику отдельных аспектов корпоративного управления, год приватизации), на эффективность его деятельности. Поскольку мы предполагаем, что характер данного влияния может быть различным в зависимости от того, в каком регионе находится и к какому сектору принадлежит предприятие<sup>123</sup>, был проведен регрессионный анализ существования соответствующих зависимостей как для всей базы данных (несбалансированная панель за три года – 1997, 1998, 1999 – из 395 наблюдений за год по девяти регионам – Москва, Московская область, Санкт-Петербург и Ленинградская область, Екатеринбург, Красноярск, Нижний Новгород, Новосибирск, Самара, Пермь – и семи отраслям), так и для каждого региона в отдельности.

По аналогии с рядом исследований, проведенных для стран Восточной Европы (см., например, Claessens, Djankov, 1997), спецификация нашей модели представляет собой вариант модифицированной производственной функции Кобба-Дугласа:

$$\frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}} = A e^{\alpha_3 R_{i,t}} \left( \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}} \right)^{\alpha_1} \left( \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}} \right)^{\alpha_2}, \quad (1)$$

---

<sup>123</sup> В аналогичных исследованиях, проводимых для стран Восточной Европы (см., например, Claessens, Djankov, 1997; Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 1999), были получены результаты, подтверждающие факт наличия различий в эффективности деятельности фирм в зависимости от страновой и секторальной принадлежности.



где  $\frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$  – реальная добавленная стоимость<sup>124</sup> на одного работника фирмы  $i$  в году  $t$ ,  $K_{i,t}$  – стоимость основного капитала фирмы  $i$  в году  $t$ ,  $M_{i,t}$  – материальные затраты фирмы  $i$  в году  $t$ ,  $R_{i,t}$  – уровень загрузки мощностей фирмы  $i$  в году  $t$ ,  $L_{i,t}$  – среднесписочная численность штатных сотрудников фирмы  $i$  в году  $t$ . Таким образом, отношение  $\frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$  представляет собой капиталовооруженность труда, а отношение  $\frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$  – величину

материальных затрат на единицу основного капитала. Основные предположения о значениях коэффициентов данной модели заключаются в том, что  $0 < \alpha_1 < 1$ ,  $-1 < \alpha_2 < 0$  и  $0 < \alpha_3 < 1$ . Таким образом, мы предполагаем положительную зависимость реальной добавленной стоимости на одного работника от капиталовооруженности труда и уровня загрузки мощностей и отрицательное влияние величины материальных затрат на единицу основного капитала на реальную добавленную стоимость на одного работника.

Поскольку целью настоящего исследования является выявление зависимостей между параметрами, характеризующими эффект приватизации, распределение собственности, специфику корпоративного управления, и эффективностью деятельности предприятий, при выборе спецификации мы основывались на подходе, предложенном в работе Claessens, Djankov (1997). Выбранная спецификация соответствует модели (1), взятой в приращениях логарифмов (т.е. фактически рассмотрена модель в темпах роста), с включением в нее дополнительных переменных, отражающих особенности приватизации и структуры собственности предприятия. Другими словами, мы предполагаем, что коэффициент  $A$  в модели (1) можно разложить на произведение фиксированных временных эффектов и набора спе-

---

<sup>124</sup> Данный показатель был скорректирован для устранения влияния наблюдений, в которых переменные принимают значения, резко выделяющиеся на фоне всей выборки: 2,5% наибольших и 2,5% наименьших значений были соответственно заменены наибольшим и наименьшим значением по подсовкупности, состоящей из 95% центральных наблюдений.

цифических факторов, являющихся характеристиками отдельного предприятия. Таким образом, рассматривалась следующая спецификация модели<sup>125</sup>:

$$\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}} = c_t + \alpha_1 \Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}} + \alpha_2 \Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}} + \alpha_3 \Delta R_{i,t} + \beta \cdot X + \varepsilon_{i,t}, (2)$$

где  $X$  – вектор-столбец дополнительных переменных,  $\beta$  – вектор-строка соответствующих коэффициентов,  $c_t$  – фиксированный временной эффект.

Совокупность дополнительных переменных можно условно разделить на следующие пять групп<sup>126</sup>:

- Фиктивные переменные, характеризующие эффект приватизации;
- Переменные, являющиеся характеристиками распределения акционерного капитала предприятия среди различных типов собственников (доли собственников разных типов в акционерном капитале);
- Переменные, характеризующие структуру управления предприятия (доли представителей различных групп (инсайдеров, аутсайдеров, государства и т.д.) в совете директоров);
- Фиктивные переменные, отвечающие за секторальную принадлежность предприятия;
- Региональные фиктивные переменные, включаемые в регрессии, оцениваемые на всей базе данных.

Все указанные переменные являются индивидуальными характеристиками предприятия, не зависящими от времени.

#### 4.2.2. Особенности оценки региональных панельных данных

Отметим, что в силу специфики данных (выборка по предприятиям включает данные за три года, но т.к. регрессии оцениваются в разностях логарифмов, фактически мы имеем выборку за два года, т.е.  $T=2$ ) при оценивании моделей можно пренебречь возможной коррелированностью случайных ошибок во времени. Наличие автокоррелированности случайных

<sup>125</sup> В результате в работе оцениваются регрессии на несбалансированных панелях с фиксированными временными эффектами. Отметим, что модели со случайными временными эффектами в нашем случае невозможно оценить технически, т.к. мы располагаем данными только за два года, что меньше количества оцениваемых в модели параметров.

<sup>126</sup> Полный перечень всех переменных приведен в приложении 2.

ошибок означает, что ошибки регрессии для каждого предприятия описываются, например, моделью авторегрессии порядка  $p$ , для корректного оценивания которой необходимо иметь довольно длинные временные ряды, которые в нашем случае отсутствуют. По этой же причине нет необходимости рассматривать проблему наличия единичных корней в панельных данных, поскольку понятие стационарности предполагает, что временные ряды достаточно длинные (т.е.  $T \rightarrow \infty$ )<sup>127</sup>.

Использование панельных данных при построении регрессий, с одной стороны, позволяет увеличить размер выборки и, соответственно, использовать и учитывать больше информации об изменениях, происходящих и в пространстве, и во времени, для построения более полных моделей<sup>128</sup>. С другой стороны, увеличивается вероятность нарушения условий теоремы Гаусса–Маркова, в том числе условия гомоскедастичности случайных ошибок (некоторые способы оценивания панельных регрессий в случае наличия гетероскедастичности случайных ошибок приведены в Baltagi (1995), глава 5.

Известно, что в случае гетероскедастичности случайных ошибок регрессии оценки коэффициентов, полученные при помощи метода наименьших квадратов, являются неэффективными. Существуют различные способы преодоления проблемы гетероскедастичности случайных ошибок "классической" регрессии, подробно описанные в эконометрической литературе (см., например, Johnston, DiNardo, 1997, гл. 6, Kennedy, 1999, гл. 8; Mátyás, Sevestre (ed. by), 1992, стр. 67). Одним из наиболее распространенных методов получения наилучших (эффективных и состоятельных) оценок в случае наличия гетероскедастичности (а также межобъектной коррелированности) случайных ошибок является обобщенный метод наименьших квадратов (*Generalized Least Squares – GLS*). Однако его использование в явном виде осложняется отсутствием информации о виде ковариационной матрицы и, как следствие, необходимостью ее оценивания, что на практике приводит к использованию "осуществимого" (оцененного) обобщенного метода наименьших квадратов (*Feasible (Estimated) Generalized Least Squares – FGLS*). В результате, оценки, полученные по оцененному обобщенному методу наименьших квадратов (*FGLS*), перестают быть линейными (вследствие соответствующих преобразований переменных) или несме-

---

<sup>127</sup> Более подробно о тестах на единичные корни в панельных данных см. Banerjee, 1999; Maddala, Wu, 1999; а также Maddala, Kim, 1998, стр. 133-139.

<sup>128</sup> Более подробно о преимуществах использования панельных данных см., например, Baltagi, 1995.

щенными. Тем не менее при условии состоятельности оценок ковариационной матрицы оценки коэффициентов, полученные при помощи оцененного обобщенного метода наименьших квадратов (*FGLS*), обладают асимптотическими свойствами, аналогичными свойствам оценок обобщенного метода наименьших квадратов (более подробно см. Kennedy, 1999, стр. 118).

Другим способом улучшить оценки регрессии в случае гетероскедастичности, используемым многими исследователями (см., например, Barberis, Boycko, Shleifer, Tsukanova, 1996; Claessens, Djankov, 1997), является процедура Вайта (см. White, 1980). Данная процедура позволяет получить состоятельные оценки дисперсионно-ковариационной матрицы коэффициентов регрессии (*White Heteroskedasticity Consistent Standard Errors*), которые, однако, не будут эффективными (оценки, полученные при помощи обобщенного метода наименьших квадратов (*GLS*), все равно остаются наилучшими). Таким образом процедура Вайта позволяет преодолеть чувствительность метода наименьших квадратов к нарушению условия гомоскедастичности случайных ошибок. Стоит отметить, что также как и в случае оцененного обобщенного метода наименьших квадратов, процедура Вайта дает хорошие результаты, если размер выборки велик. В качестве одного из способов коррекции гетероскедастичности случайных ошибок регрессии на малых либо коротких выборках предлагается оцененный обобщенный метод наименьших квадратов с использованием итерационной процедуры оценивания весов и коэффициентов регрессии.

Таким образом, в данном исследовании в силу специфики выборки (наличие достаточно большого количества предприятий в панели при малом количестве временных интервалов)<sup>129</sup> регрессии оценивались при помощи оцененного обобщенного метода наименьших квадратов (с использованием итерационной процедуры оценки весов и коэффициентов регрессии)<sup>130</sup>, что также позволяет учесть проблему межпериодной гетероскедастичности случайных ошибок регрессии (т.е. различия дисперсии случайных ошибок по годам), наличие которой можно предположить, поскольку выборка включает данные за 1998 год (который является "центральным" годом за весь период наблюдения).

Другой трудностью, возникающей при построении моделей, является проблема коррелированности случайных ошибок и экзогенных перемен-

---

<sup>129</sup> Более подробно см. Dormont, 1999.

<sup>130</sup> Оценивание регрессий проводилось с использованием пакета *Econometric Views* 3.1.

ных<sup>131</sup>, что, по сути, означает эндогенность объясняющих переменных<sup>132</sup>. В нашем случае можно предполагать зависимость самого факта приватизации, а также времени, когда она была проведена, от степени эффективности предприятия в момент приватизации, а именно то обстоятельство, что изначально приватизировались "лучшие" (с точки зрения некоторых критериев) предприятия. В качестве причин можно рассматривать, например, заинтересованность менеджеров "лучших" предприятий в их скорейшей приватизации, т.е. можно предположить, что такие предприятия в ходе приватизации были выкуплены инсайдерами, обладающими информацией о текущем состоянии предприятия на момент приватизации и, соответственно, имеющими больше возможностей оценить перспективы его развития в будущем. В то же время некоторые исследования (см., например, Claessens, Djankov, 1997; Djankov, et al, 1997) показывают, что предположение о более ранней приватизации "лучших" предприятий не всегда подтверждается результатами анализа эмпирических данных.

В случае эндогенности независимых (объясняющих) переменных оценки, полученные с помощью обычного метода наименьших квадратов, будут несостоятельными (см., например, Baltagi, 1995, глава 7), и для улучшения качества регрессии (получения состоятельных оценок) необходимо использовать методы инструментальных переменных. Наиболее часто для коррекции возможной эндогенности независимых переменных применяются традиционный двухшаговый метод наименьших квадратов (см., например, Barberis, Boycko, Shleifer, Tsukanova, 1996), либо двухшаговая процедура Хэкмана (см., например, Claessens, Djankov, 1997). В обоих случаях на первом шаге оцениваются вспомогательные регрессии, и результаты их оценивания (скорректированные значения объясняющих переменных в случае двухшагового метода наименьших квадратов, или новые переменные (*the inverse Mills ratio*) в случае процедуры Хэкмана<sup>133</sup>) используются на

---

<sup>131</sup> Следует отметить, что модель с фиксированными эффектами предполагает наличие зависимости между случайным членом и регрессорами. Более подробно см. Johnston, DiNardo, 1997, стр. 395-402; Arminger, Clogg, Sobel (ed. by), 1995, стр. 390-391.

<sup>132</sup> В таком случае оценки модели с фиксированными эффектами будут состоятельными и эффективными, а оценки модели со случайными эффектами – несостоятельными. (Более подробно см. Johnston, DiNardo, 1997, стр. 403-404.)

<sup>133</sup> На первом шаге двухшаговой процедуры Хэкмана оцениваются *probit/tobit* модели с зависимой переменной, являющейся объясняющей в основной регрессии (которая оценивается на втором шаге и которая является либо «усеченной») (*truncat-*

втором шаге при оценивании основной модели. В зависимости от того, насколько сильно влияют результаты, полученные на первом шаге, на итоговые оценки, можно судить о том, имела ли место эндогенность в действительности или нет. Результаты многих исследований (см., например, Barberis, Boycko, Shleifer, Tsukanova, 1996; Claessens, Djankov, 1997) показывают, что учет возможной эндогенности может привести к существенному изменению результатов оценивания итоговых регрессий.

В настоящей работе основное внимание уделяется исследованию влияния на эффективность работы предприятия ряда факторов, связанных с отдельными аспектами корпоративного управления предприятием и распределением акционерной собственности предприятия, а не влияния приватизации. Наличие возможной эндогенности при приватизации, безусловно, принимается во внимание, но, тем не менее, в силу недостатка необходимой статистической информации, не представляется возможным провести коррекцию возможной эндогенности.

### **4.3. Методики расчета темпа роста совокупной факторной производительности**

В контексте настоящей работы представляется интересным проведение расчета темпов роста совокупной производительности факторов производства (*The Rate of Growth of Total Factor Productivity – TFPGr*). Существует огромное количество работ, посвященных исследованию совокупной производительности факторов производства как в непрерывном (см. Jorgenson, 1996; Hulten, 1973; Star, Hall, 1976; Jorgenson, Griliches, 1967), так и в дискретном случаях (Hulten, 1973; Jorgenson, 1996). Классическая постановка задачи для непрерывного случая (см., например, Star, Hall, 1976, стр. 257-258; Jorgenson, 1996, стр. 57) заключается в следующем.

---

ed), либо «цензурированной» (censored)), но предполагается, что она может зависеть от каких-либо факторов (в нашем случае это, например, может быть зависимость приватизационного выбора от эффективности деятельности предприятия на момент приватизации). По результатам этого оценивания можно получить новую переменную (*The Inverse Mills Ratio*), фактически показывающую величину, на которую смещается среднее значение «усеченного»/«цензурированного» нормального распределения, по сравнению со средним значением обычного нормального распределения. И это переменная добавляется в качестве регрессора в оцениваемую модель. (Более подробно об оценке *probit/tobit* моделей см., например, Tobin, 1958; Amemiya, 1973, 1974, а также Greene, 1999, глава 20.)

Пусть производственная функция  $Y_t = F(X_{1,t}, X_{2,t}, \dots, X_{n,t}, t)$ , где  $X_{i,t}$  ( $i = \overline{1, n}$ ) – факторы производства, является

- непрерывной, дважды дифференцируемой;
- однородной первой степени.

(Всеми этим условиям удовлетворяет, например, производственная функция Кобба-Дугласа.)

Тогда логарифмическая производная производственной функции по времени равна:

$$\frac{\dot{Y}_t}{Y_t} = \sum_{i=1}^n \frac{F_i \dot{X}_{i,t}}{F} + \frac{\dot{F}}{F}$$

$$\text{где } \dot{Y}_t = \frac{\partial Y_t}{\partial t}, \dot{X}_{i,t} = \frac{\partial X_{i,t}}{\partial t}, F_i = \frac{\partial F}{\partial X_i}, \dot{F} = \frac{\partial F}{\partial t}.$$

Полагая  $\beta_i = \frac{F_i X_{i,t}}{F}$ , получим

$$\frac{\dot{F}}{F} = \frac{\dot{Y}_t}{Y_t} - \sum_{i=1}^n \frac{\beta_i \dot{X}_{i,t}}{X_{i,t}},$$

или (в обозначениях Jorgenson, 1996, стр. 27-28 или 55-56)

$$TFPGr = \frac{\dot{P}}{P} = \frac{\dot{Y}}{Y} - \frac{\dot{X}}{X},$$

т.е. темп роста совокупной производительности факторов производства представляет собой разность между темпом роста выпуска и темпом роста взвешенного среднего факторов, вложенных в производство.

В дискретном случае, наиболее интересном для нас, последнее равенство можно переписать следующим образом (более подробно см., например, Jorgenson, 1996, стр. 150, 200; Hulten, 1973):

$$TFPGr = (\log Y_t - \log Y_{t-1}) - (\log X_t - \log X_{t-1})$$

или

$$TFPGr = \Delta \log Y_t - \Delta \log X_t,$$

где  $Y_t$  – выпуск в период  $t$ ,  $X_t$ <sup>134</sup> – взвешенное среднее факторов производства  $X_{i,t}$  ( $i = \overline{1, n}$ ) в период  $t$ .

Следует отметить, что такой дискретный подход к анализу совокупной производительности факторов производства не всегда возможен в силу отсутствия необходимых данных<sup>135</sup>, особенно в тех случаях, когда исследование проводится на микроуровне.

В работе Claessens, Djankov (1997) темп роста совокупной производительности факторов производства оценивается по следующей схеме. По данным выборочных обследований предприятий, проведенных в странах Восточной Европы (панельные данные за 4 года по семи странам), оцениваются панельные регрессии со случайными эффектами:

$$\Delta \log Y_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \beta_{Ls} \Delta \log L_{i,t} + \beta_{Ks} \Delta \log K_{i,t} + \beta_{Ms} \Delta \log M_{i,t} + \beta \cdot X + \hat{\varepsilon}_{i,t} \quad (2)$$

где  $Y_{i,t}$  – доход фирмы  $i$  в момент времени  $t$ ,  $L_{i,t}$  – число отработанных человеко-часов фирмы  $i$  в момент времени  $t$ ,  $K_{i,t}$  – количество электроэнергии, используемое фирмой  $i$  в момент времени  $t$ ,  $M_{i,t}$  – размер материальных затрат фирмы  $i$  в момент времени  $t$ , индекс  $s$  показывает, что коэффициенты изменяются в зависимости от того, к какому сектору принадлежит предприятие.

<sup>134</sup> Взвешенное среднее факторов производства в дискретном случае рассчитывается по формуле

$$\sum_{i=1}^n \frac{1}{2} (v_{i,t} + v_{i,t-1}) \Delta \log X_{i,t} \quad (1)$$

где  $v_{i,t} = \frac{p_{i,t} X_{i,t}}{\sum_{j=1}^n p_{j,t} X_{j,t}}$ , ( $i = \overline{1, n}$ ),  $p_{j,t}$  – цена фактора  $j$  в период  $t$ .

<sup>135</sup> Для расчета весов необходимы данные о ценах на все факторы производства (более подробно см.: Jorgenson, 1996; Hulten, 1973). Очевидно, что такая информация не всегда является доступной при проведении выборочных обследований.

<sup>136</sup> В данном случае под  $X$  подразумевается некий набор (вектор-столбец) переменных (в том числе, фиктивных), характеризующих дату приватизации, некоторые показатели финансовой деятельности и др. (более подробно см. Claessens, Djankov, 1997, стр. 12, 24),  $\beta$  – вектор-строка соответствующих коэффициентов.



Тогда темп роста совокупной производительности факторов производства можно рассматривать как сумму свободного члена (в данном случае случайного индивидуального эффекта) и случайной ошибки:

$$\begin{aligned}TFPG r_{i,t} &= \hat{\alpha}_i + \hat{\varepsilon}_{i,t} = \\ &= \Delta \log Y_{i,t} - \beta_{Ls} \Delta \log L_{i,t} - \beta_{Ks} \Delta \log K_{i,t} - \beta_{Ms} \Delta \log M_{i,t} - \beta \cdot X.\end{aligned}$$

Однако в этом случае возникает вопрос, насколько способ расчета темпа роста совокупной факторной производительности, используемый в работе Claessens, Djankov (1997), соответствует теоретическому методу. Очевидно, что в случае отсутствия дополнительных переменных в формуле (2), оценки коэффициентов при разностях логарифмов факторов производства будут представлять собой оценки весов при разностях логарифмов факторов производства в формуле (1), которые могут быть неизвестны. Включение в уравнение регрессии дополнительных переменных может являться не совсем корректным с точки зрения теоретического расчета темпа роста общей факторной производительности<sup>137</sup>, но позволяет устранить влияние некоторых институциональных особенностей предприятий (в частности, приватизационной и прочих составляющих) на получаемые оценки. Очевидно, что институциональные особенности предприятий могут оказывать довольно сильное воздействие на эффективность их деятельности (а соответственно, и на оценку темпа роста совокупной факторной производительности), особенно, в переходных условиях. Соответственно, можно предположить, что в случае, если дополнительные институциональные параметры не будут учитываться, оценки темпа роста совокупной факторной производительности окажутся смещенными. Поэтому подобный способ оценки темпов роста совокупной факторной производительности предприятий в условиях переходной экономики вполне логичен.

Следовательно, применительно к спецификации нашей модели, расчет совокупной факторной производительности может быть произведен следующим образом:

---

<sup>137</sup> Следует отметить, что методика расчета совокупной факторной производительности, используемая, например, в работах Jorgenson, 1996; Jorgenson, Griliches, 1967, применяется для расчета темпа роста совокупной факторной производительности для стран с развитой экономикой, и в общем случае есть основания предполагать, что аналогичная методика не применима для расчета совокупной факторной производительности в странах с переходной экономикой.

$$TFRGr = \tilde{c}_t + \tilde{\varepsilon}_{i,t} = \Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}} - \left( \alpha_1 \Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}} + \alpha_2 \Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}} + \alpha_3 \Delta R_{i,t} + \beta \cdot X \right) \quad (3)$$

где  $\frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$  – добавленная стоимость на одного работника фирмы  $i$  в году  $t$ ,

$K_{i,t}$  – стоимость основного капитала фирмы  $i$  в году  $t$ ,  $M_{i,t}$  – материальные затраты фирмы  $i$  в году  $t$ ,  $R_{i,t}$  – уровень загрузки мощностей фирмы  $i$  в году  $t$ ,  $L_{i,t}$  – среднесписочная численность штатных сотрудников фирмы  $i$  в году  $t$ ,  $X$  – вектор-столбец дополнительных переменных,  $\beta$  – вектор-строка соответствующих коэффициентов.

Результаты расчетов темпов роста средней совокупной факторной производительности для различных приватизационных групп (первая группа – предприятия, приватизированные в 1992 году и ранее, вторая группа – предприятия, приватизированные в 1993 году, и последняя – предприятия, приватизированные после 1993 года) и для всех регионов выборки приведены в таблице 4.7<sup>138</sup>.

ТАБЛИЦА 4.7

**Темп роста совокупной факторной производительности (TFPGr) по различным приватизационным группам (по всем регионам выборки)**

1998 год	
Темп роста совокупной факторной производительности группы фирм, приватизированных в 1992 году и ранее	<b>-0,267</b>
Кол-во наблюдений	121
t-статистика (на значимость отличия от TFPGr группы фирм, приватизированных после 1993 года)	0,718
Темп роста совокупной факторной производительности группы фирм, приватизированных в 1993 году	<b>-0,247</b>
Кол-во наблюдений	69
t-статистика (на значимость отличия от TFPGr группы фирм, приватизированных после 1993 года)	0,434

<sup>138</sup> Результаты аналогичных расчетов по регионам приведены в приложении 4.

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 4.7

Темп роста совокупной факторной производительности группы фирм, приватизированных после 1993 года	<b>-0,211</b>
Кол-во наблюдений	40
<i>1999 год</i>	
Темп роста совокупной факторной производительности группы фирм, приватизированных в 1992 году и ранее	<b>0,022</b>
Кол-во наблюдений	127
<i>t</i> -статистика (на значимость отличия от <i>TFPGr</i> группы фирм, приватизированных после 1993 года)	1,595
Темп роста совокупной факторной производительности группы фирм, приватизированных в 1993 году	<b>-0,034</b>
Кол-во наблюдений	70
<i>t</i> -статистика (на значимость отличия от <i>TFPGr</i> группы фирм, приватизированных после 1993 года)	0,706
Темп роста совокупной факторной производительности группы фирм, приватизированных после 1993 года	<b>-0,095</b>
Кол-во наблюдений	44

Из таблицы видно, что в отличие от аналогичных исследований, проведенных для стран Восточной Европы (см., например, Claessens, Djankov, 1997), не наблюдается значимых различий между значениями темпов роста совокупной факторной производительности для различных приватизационных групп. Более того, тенденция изменения темпов роста совокупной факторной производительности в 1998 году от группы предприятий, приватизированных в первую очередь, к группе наиболее поздно приватизированных предприятий прямо противоположна предполагаемой: чем раньше было приватизировано предприятие, тем больший спад в совокупной факторной производительности наблюдается.

В 1999 году значения темпов роста совокупной факторной производительности по приватизационным группам также значимо не различаются, но меняется тенденция межгрупповых изменений: как и ожидалось, предприятия, приватизированные в 1992, 1993 годах и ранее, в 1999 году оказываются более эффективными с точки зрения темпа роста совокупной факторной производительности, чем предприятия, которые приватизированы позднее.

## 4.4. Описание полученных предварительных результатов

### 4.4.1. Приватизация

В силу того что все предприятия выборки являются приватизированными<sup>139</sup> (см. таблицу 4.6), и большинство из них были приватизированы в 1992–1993, имеет смысл рассматривать эффект влияния приватизации с точки зрения различия в датах приватизации. Поэтому для контроля эффекта ранней приватизации использовались фиктивные переменные для предприятий, приватизированных в 1992 году или ранее (1, если предприятие приватизировано в 1992 году или ранее; 0 – в противном случае), в 1993 году или ранее (1, если предприятие приватизировано в 1993 году или ранее; 0 – в противном случае) и для предприятий, приватизированных в 1993 году (1, если предприятие приватизировано в 1993 году; 0 – в противном случае). Традиционно считается (см., например, Claessens, Djankov, 1997; Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 1999.; Леонтьевский центр, 1996), что чем раньше приватизировано предприятие, тем более эффективна его деятельность впоследствии. Кроме того, было бы интересно выяснить, различаются ли между собой фирмы, приватизированные в 1992 году или ранее, от тех, которые были приватизированы позже.

Эконометрический анализ показал, что факт более ранней приватизации не всегда влияет на эффективность деятельности предприятия. В таких городах, как Екатеринбург, Новосибирск, Нижний Новгород (см. приложение 5) а также по выборке в целом, не обнаружено зависимости между фиктивными переменными, контролирующими эффект приватизации, и производительностью. Более того, даже если влияние приватизационного эффекта на эффективность деятельности фирм и было обнаружено, оно не всегда носило позитивный характер. Так, например, в Московской области, Санкт-Петербурге, Перми эффект более ранней приватизации отрицателен. И лишь в Москве и Красноярске факт более ранней приватизации сыграл положительную роль в развитии предприятий данных городов. Таким образом, можно говорить о том, что гипотеза о большей эффективности деятельности ранее приватизированных фирм имеет четко выраженные региональные особенности (вероятно связанные с региональными особенностями

---

<sup>139</sup> По 21 предприятию выборки нет данных о дате приватизации, что, в принципе, не означает, что данные предприятия не являются приватизированными.

приватизационных процессов и институциональными особенностями развития экономик отдельных регионов) и носит скорее частный, чем общий характер.

#### 4.4.2. Собственность

На основании результатов исследований, полученных рядом авторов<sup>140</sup>, для проверки были сформулированы следующие гипотезы о возможном влиянии распределения акционерного капитала на эффективность деятельности предприятий в рассматриваемых регионах:

- Чем выше доля инсайдеров в акционерном капитале, тем менее эффективно работает предприятие;
- Предприятия с низкой долей акций, принадлежащих рабочим, и высокой долей акций, принадлежащих менеджерам, показывают более высокие показатели эффективности;
- Предприятия с более высокой долей государства (в частности с высокой долей региональных и местных властей) в акционерном капитале оказываются менее эффективными;
- У более эффективных предприятий выше доля аутсайдеров (без государства) в акционерном капитале;
- Предприятия с малой долей акций, принадлежащих российским предприятиям, и высокой долей, находящейся во владении зарубежных предприятий, являются более эффективными<sup>141</sup>.

Как и в случае с эффектом приватизации, нельзя говорить о всеобщем характере сформулированных выше гипотез. К примеру, в Москве, Нижнем Новгороде, Новосибирске, Самаре, Перми, а также по всей выборке вообще не обнаружено какого-либо влияния на эффективность деятельности предприятий со стороны инсайдеров. В Санкт-Петербурге, вопреки общепринятым гипотезам, выявлена положительная зависимость, и только для пред-

---

<sup>140</sup> Подробный обзор по данной проблематике см.: Радыгин, Архипов, 2000; Radygin, Arkhipov, 2001; Долгопятова, ред., 2002.

<sup>141</sup> Список соответствующих переменных приведен в приложении 2. Исследование влияния долей рабочих и менеджеров в акционерном капитале на эффективность деятельности фирм не показало никаких значимых зависимостей. Кроме того, нередко, включение в регрессию соответствующих переменных приводило к значительному уменьшению количества используемых для оценивания регрессий наблюдений (см. приложение 3), и соответственно, к потере большого количества степеней свободы. Поэтому данные факторы были исключены из рассмотрения в ходе проведения исследования.

приятый Московской области, Екатеринбург и Красноярск такая зависимость, как и предполагалось, оказалась отрицательной: чем больше акций предприятия сосредоточено в руках инсайдеров, тем менее эффективно оно функционирует.

Что касается влияния доли аутсайдеров в акционерном капитале фирм на их деятельность, то во всех случаях, кроме Новосибирска (где была обнаружена ожидаемая положительная зависимость), соответствующая переменная оказывалась незначимой, т.е. можно говорить об отсутствии такого влияния. Стоит отметить, что, тем не менее, для некоторых городов (а именно, для Санкт-Петербурга, Перми, Самары), а также для всей выборки характерно наличие зависимости между распределением акционерного капитала фирм среди других российских предприятий и производительностью (реальной добавленной стоимостью на одного работника), причем во всех случаях эта зависимость положительна, что противоречит традиционным гипотезам.

#### 4.4.3. Корпоративное управление<sup>142</sup>

По аналогии с гипотезами раздела 4.4.2 и рядом общепринятых представлений, можно сформулировать следующие гипотезы о зависимости между характером состава совета директоров предприятия<sup>143</sup> и его эффективностью:

- Чем больше доля аутсайдеров в составе совета директоров предприятия, тем более эффективно оно функционирует;
- Предприятия с более высокой долей представителей государства в составе совета директоров, оказываются менее эффективными;
- Предприятия с большей долей инсайдеров в совете директоров могут отличаться более высокой производительностью, что связано (возможно) с наличием стабильной «менеджерской» модели корпоративного управления, сложившейся на этих предприятиях.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что во многих случаях (в Москве, Санкт-Петербурге, Красноярске, Самаре и общей базе) ни один из параметров, характеризующих особенности управления предприятием, не оказывает никакого влияния на его производительность. Влияние инсай-

---

<sup>142</sup> На данном (предварительном) этапе исследования анализ взаимосвязи отдельных аспектов корпоративного управления и производительности носит иллюстративно-выборочный характер.

<sup>143</sup> Список соответствующих переменных см. в приложении 2.

дерев в составе совета директоров на эффективность деятельности фирмы оказывается положительным для предприятий Московской области и отрицательным – для нижегородских фирм. Еще в меньшем количестве случаев наблюдается зависимость между остальными показателями состава совета директоров и производительностью фирм: в Перми зафиксировано положительное влияние аутсайдеров, в Новосибирске и Екатеринбурге – также положительное влияние представителей других российских промышленных предприятий и иностранных представителей, соответственно, а в Новосибирске – отрицательная зависимость между показателем доли региональных властей в составе совета директоров и эффективностью деятельности фирм.

#### *4.4.4. Региональная специфика*

Как видно из описанных выше результатов, нельзя говорить об однородности результатов для различных регионов, а также для выборки в целом. Наибольший интерес, с нашей точки зрения, представляют результаты расчетов по Новосибирску, Московской области и Красноярску<sup>144</sup>.

##### Новосибирск

Новосибирск отличается от всех остальных городов выборки тем, что для его предприятий оказывается значимым влияние таких факторов, как доля аутсайдеров в акционерном капитале предприятия, доля представителей российских предприятий в совете директоров и доля представителей региональных властей в совете директоров. Фактически, это единственный город выборки, где влияние этих факторов вообще наблюдается. Следует заметить, что характер воздействия на эффективность работы предприятий со стороны аутсайдеров и региональных властей полностью согласуется с предположениями: наблюдается положительное и отрицательное влияние, соответственно. Что касается влияния доли представителей российских предприятий в акционерном капитале на деятельность фирм, то в принципе можно предполагать, как его положительный характер, так и отрицательный. В данном случае, воздействие положительно.

---

<sup>144</sup> Аналогичные расчеты по остальным регионам и по базе данных в целом приведены в приложении 5.

ТАБЛИЦА 4.8

**Зависимость величины реальной добавленной стоимости на одного работника от параметров производственной деятельности и различных институциональных характеристик предприятий Новосибирска**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 58		
Переменная	Коэффициент	t-статистика
$\alpha_{98}$	-0,276	
$\alpha_{99}$	0,074	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	-0,435	-2,638
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,218	-2,073
$\Delta R_{i,t}$	-0,004	-0,851
<i>OUTSi</i>	0,589	2,553
<i>RUS_Gi</i>	0,800	3,031
<i>REG_Gi</i>	-1,120	-3,157
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$		0,398
<i>F</i> -статистика		8,948
<i>P</i> -значение ( <i>F</i> -статистика)		0,000

**Московская область**

Модель, полученная для Московской области, интересна тем, что она, с одной стороны, показывает отрицательное воздействие эффекта ранней приватизации на последующую деятельность предприятия, а с другой – такое же отрицательное влияние наличия большой доли инсайдеров в акционерном капитале предприятия. Таким образом в данном случае можно говорить об отрицательной роли инсайдерской приватизации. С другой стороны, интересен тот факт, что наличие большого количества инсайдеров в совете директоров оказывает положительное воздействие на эффективность работы предприятия.



ТАБЛИЦА 4.9

**Зависимость величины реальной добавленной стоимости на одного работника от параметров производственной деятельности и различных институциональных характеристик предприятий Московской области**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 64		
Переменная	Коэффициент	<i>t</i> -статистика
$\alpha_{98}$	0,075808	
$\alpha_{99}$	0,565746	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	-0,568792	-2,177403
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,104854	-1,712626
$\Delta R_{i,t}$	0,011254	2,205517
<i>PRIV92i</i>	-0,457243	-3,407565
<i>INSi</i>	-0,727469	-3,766921
<i>INS_Gi</i>	0,591516	2,333743
<i>REG_Gi</i>	-1,199514	-1,725832
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$		0,424385
<i>F</i> -статистика		9,074704
<i>P</i> -значение ( <i>F</i> -статистика)		0,000001

## Красноярск

Результаты расчетов для Красноярска демонстрируют наличие положительного эффекта от ранней приватизации и отрицательной зависимости эффективности деятельности предприятий от наличия большой доли инсайдеров в акционерном капитале. Влияние доли аутсайдеров в составе совета директоров, с одной стороны, незначимо, а с другой – исключение данной переменной из регрессии довольно сильно ухудшает ее качество с точки зрения величины скорректированного  $R^2$ .

ТАБЛИЦА 4.10

**Зависимость величины реальной добавленной стоимости на одного работника от параметров производственной деятельности и различных институциональных характеристик предприятий Красноярска**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 47		
Переменная	Коэффициент	t-статистика
$\alpha_{98}$	-0,077740	
$\alpha_{99}$	0,023870	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	0,454482	2,546281
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,075488	-0,502644
$\Delta R_{i,t}$	0,001117	0,180959
$PRIV92_i$	0,296075	2,218927
$INS_i$	-0,516250	-2,074759
$OUTS\_G_i$	-0,201553	-1,106421
$SEC13_i$	0,538478	2,566798
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$		0,323704
F-статистика		5,002927
P-значение (F-статистика)		0,000729

#### 4.4.5. Заключительные положения

На основании описанных выше результатов можно сделать следующие наиболее общие выводы.

Во-первых, гипотеза о большей эффективности деятельности ранее приватизированных фирм имеет четко выраженные региональные особенности и носит скорее частный, чем общий характер.

Во-вторых, традиционные гипотезы о влиянии структуры собственности на эффективность деятельности предприятия также имеют выраженные региональные особенности и не нашли полного подтверждения в результате проведенного исследования.

В-третьих, региональный характер влияния различных аспектов корпоративного управления на эффективность деятельности предприятий ярко выражен и не всегда совпадает с первоначальными теоретическими предположениями.

Следует отметить, что на этом этапе не все переменные, характеризующие распределение собственности, были использованы для идентификации модели. С учетом многочисленных сложностей эконометрического анализа региональных особенностей (проблема эндогенности, корректный отбор зависимых переменных и др.) предполагается провести самостоятельное исследование.

## Раздел 5

### Корпоративное управление и отчетность в Канаде<sup>145</sup>

#### Введение

Некоторые проблемы в сфере корпоративного управления, присущие России, были характерны и для Канады. Обычно скандалы в сфере корпоративного управления приводили к реформам и введению правительством страны новых норм в этой сфере. Таким образом, конкретный вопрос об эволюции и сегодняшнем состоянии сферы корпоративного управления в Канаде нужно рассматривать в контексте реформ в законодательной сфере (причем эти реформы осуществлялись как следствие скандалов или возникновения важных политических проблем), а также в контексте специфики истории и географии страны.

Несмотря на всю сложность этих вопросов, они принципиально важны для развития канадской экономики и справедливого распределения ее достижений в обществе. Качественное корпоративное управление означает достоверность и предсказуемость в действиях корпораций, а также то, что инвесторы могут полагаться как на формальные публичные заявления со стороны корпораций, так и — что гораздо важнее — на цельность процессов принятия решений. Это снижает риски для инвесторов и, следовательно, стоимость капитала для предприятий. Более низкий уровень рисков подразумевает, что владельцы средств — от самых состоятельных до небогатых граждан, желающих вложить свои личные средства в акции, — с большей охотой согласятся пожертвовать потреблением в пользу инвестиций в прибыльные предприятия. Нужно ли упоминать, что с точки зрения экономики, подобная модель не только способствует устойчивому экономическому росту и большему размеру доходов на душу населения, но и становится преференциальной наградой за правильное поведение.

Как и в России, канадская система корпоративного управления включает как государственные, так и частные корпорации, которые, согласно федеральным законам, являются юридическими лицами, обладающими, по

---

<sup>145</sup> С благодарностью за комментарии James Baillie и Grant Reuber.

крайней мере, квазинезависимостью от федерации и ее регионов. Разные виды подобных предприятий имеют свои, особенные обязательства. Минимальные требования к соблюдению этих обязательств содержатся в соответствующем законодательстве и процедурах, принятых на федеральном и региональном уровнях. Эти процедуры отнюдь не гарантируют от предотвращения негативных коллизий прошлого – уроки канадской истории заключаются в том, что даже в чем-то алогичная, система может быть работоспособна при наличии соответствующих стимулов, а также благоприятного культурного фона и исторически сложившихся культурных норм.

Цель данной работы — суммировать представления о некоторых элементах канадской системы корпоративного управления, с точки зрения ее исторического развития. Это делается в надежде на то, что уроки, порой горькие, полученные Канадой, могут содействовать конструктивным реформам в России. Работа открывается обсуждением формальной системы и ее развития; в ней подчеркивается ключевая роль таких факторов, как информация и ее раскрытие; затем приводятся аргументы в пользу необходимости проведения дальнейших реформ в данной сфере. Так, например, показательный пример проблем, которые сегодня испытывают американские компании Энрон и Андерсен, дают “сигнал тревоги” относительно необходимости проведения реформ в Канаде. В заключение приводятся примеры о том, как в условиях канадской федеративной системы решаются некоторые частные вопросы в сфере корпоративного управления.

## **5.1. Формальная система**

### *5.1.1. Формы организации канадских корпораций*

Законодательство Канады признает ряд форм организации бизнеса, изложенных в двух актах федерального парламента и параллельных актах парламента провинций страны. На федеральном уровне главным законом в этой сфере стал “Canada Business Corporations Act” (CBCA), однако, когда речь заходит о некоммерческих организациях, фондах, т. п., часто используется и “Canada Corporation Act”. Во всех провинциях были приняты параллельные акты, например, “Ontario Business Corporations Act” или “Quebec Companies Act”. В большинстве случаев решение о регистрации корпорации принимается исходя из соображений удобства или престижности; однако порой на выбор места регистрации могут повлиять даже незна-

чительные нюансы в законодательстве. Кстати, только провинции предлагают альтернативные варианты структуры ТОО (см., например, “Limited Partnership Act (Ontario)”).

Основные формы организации компании следующие: единоличное владение, товарищество (и традиционное и с ограниченной ответственностью), частные компании, акционерные компании, государственные компании и некоммерческие организации. Вопросы корпоративного управления, рассматриваемые в данной работе, на самом деле, возникают только в контексте доверительных обязательств, иначе, там, где владение и управление отделены друг от друга. Именно поэтому единоличное владение, товарищества и совместные предприятия были упомянуты выше только для полноты картины, а в дальнейшем речь пойдет собственно о корпорациях.

**Единоличное владение** – это старейшая форма организации компании. В действительности это некая первичная форма частных корпораций, где все права собственности находятся в руках одного собственника. Подобным образом организованы многие предприятия малого бизнеса и фермерские хозяйства. В этой ситуации управление компанией выглядит просто: владелец решает, что компания будет делать в рамках закона. Все отчеты и записи подлежат предоставлению властям для целей налоговой оценки, общего аналитико-статистического учета, охраны окружающей среды, занятости и т. п. Важно, что эти данные предоставляются на условиях конфиденциальности.

Такие предприятия не нуждаются во внутренних процедурах и на них не распространяются требования публичного раскрытия информации. Тем не менее, в случае если владелец такого предприятия хочет получить доступ к кредитам, он должен осуществлять постоянное (но в частном порядке) раскрытие информации банку и поставщикам. Хотя по времени возникновения такая форма организации предприятия – ровесница страны и по-прежнему представлена наиболее многочисленным отрядом предприятий во “вселенной” канадского бизнеса, сам факт, что она не требует инвестиций в ценные бумаги предприятий со стороны каких-либо третьих лиц, подразумевает, что общественный интерес к регулированию их деятельности невелик. В этом случае функция контроля за деятельностью предприятий ложится на его кредиторов, а ответственность предприятия является абсолютной и ограничена лишь страховой суммой.

**Товарищества (партнерства)** — форма организации компании, схожая с указанной выше. *Товарищество* означает, что каждый из партнеров несет “солидарную и личную ответственность”, т. е. каждый из партнеров

несет полную ответственность, в полном объеме своих финансовых ресурсов за деятельность остальных<sup>146</sup>. Эту “ответственность” отличает то, что в хорошие времена ее легко принять на себя, а в плохие –она может оказаться смертельной для фирмы: так, если вспомнить недавние события, многим канадским “именам”, стоявшим за некоторыми из синдикатов Ллойд, ныне угрожает банкротство<sup>147</sup>. Иными словами, такие формы, как единоличное владение предприятием или партнерство, подразумевают, что владелец (владельцы) несут ответственность по гораздо большим суммам, чем те, которые были изначально вложены в компанию, и при неблагоприятном развитии событий они могут потерять все средства. С исторической точки зрения, такая форма корпоративной организации стала способом мобилизации небольшого количества состоятельных людей, которые обычно знали и доверяли друг другу. С развитием системы современного финансового посредничества подобная форма организации все в большей степени выходит из моды.

Ни единоличное владение компанией, ни партнерства не являются компаниями, существующими отдельно от собственников как индивидуальных лиц.

**Товарищества с ограниченной ответственностью** возникли относительно недавно как реакция на потенциально катастрофические проблемы “чистых” партнерств и возможности налогового планирования<sup>148</sup>. Большие фирмы, оказывающие профессиональные услуги, такие как национальные подразделения больших бухгалтерских и консалтинговых компаний или национальных юридических компаний, все в большей степени выбрали именно эту форму организации бизнеса. В подобных компаниях гораздо более важным фактором может стать внутренняя демократия, а не централизованное управление. В таких компаниях партнеры защищены от ответственности так же, как и акционеры в корпорации, и, как и последние, они могут принимать или не принимать активного участия в управлении компанией. ТОО могут управляться генеральными партнерами, которые сами по себе могут быть корпорациями.

**Корпорации** отличает от товариществ то, что законом четко определен их статус юридических лиц, и в этом качестве они переживают своих вла-

---

<sup>146</sup> См.: *Partnerships Act (Ontario)*, R.S.O. 1990, с. P 5.

<sup>147</sup> См.: Elizabeth Luessenhop and Martin Mayer, *Risky business: an insider's account of the disaster at Lloyd's of London*, New York: Scribner, 1995.

<sup>148</sup> В провинции Онтарио главным законом, регулирующим данную сферу деятельности выступает *Limited Partnerships Act (Ontario)*, R.S.O. 1990, с. L6

дельцев. Ответственность их акционеров ограничена объемом их инвестиций в ценные бумаги компании. Известны несколько типов корпораций:

**Частные корпорации** — это такие корпорации, чьи акции не котируются на открытых торговых площадках (биржах) и, следовательно, не подпадают под действие законодательства о ценных бумагах. Зачастую такие компании — своего рода семейные предприятия и служат для передачи состояния от одного поколения другому. Они обеспечивают своим владельцам те же преимущества, связанные с ограниченной ответственностью, что и любые другие корпорации;

**Акционерные общества открытого типа** (в оригинале текста – публичные корпорации. Прим. переводчика) — главный предмет анализа в настоящем исследовании<sup>149</sup>. Эта форма используется всеми крупными компаниями, в основном, по четырем причинам: ограниченная ответственность, юридическое лицо отличное от ее владельцев — физических лиц, необходимость централизованного управления для крупного предприятия и необходимость в привлечении капитала на открытом рынке. Именно последняя из перечисленных причин приводит к появлению стандартизованных форм корпоративного управления. Стоит обратить особое внимание на то, что установление норм для сферы корпоративного управления возникает тогда, когда важным элементом становятся обязательства, основанные на общественном доверии, и финансовые действия данной компании могут породить серьезные последствия.

В теории владельцы обычных или голосующих акций избирают директоров, которые несут общую ответственность за корпорацию, а совет директоров выбирает исполнительных директоров корпорации. На самом же деле в реальности все обстоит гораздо сложнее.

**Корпорация Короны (“Crown corporation”)** — специфический канадский термин для обозначения компании, акционером которой выступает

---

<sup>149</sup> Используемая в Канаде терминология способна породить путаницу. Термин «частная компания» иногда употребляется для обозначения любого предприятия, в котором государство не участвует как (со)владелец, а «публичное владение» в зависимости от контекста может означать как ситуацию, при которой правительство владеет или контролирует предприятие, или же ситуацию, когда общественность (группа (не меньше) физических лиц), выступает, посредством биржевых механизмов, владельцем компании или контролирует ее. Даже Income Tax Act добавляет неясности в эту картину, когда в нем проводится важное различие между ССРС (Canadian-controlled private company) и всеми остальными компаниями. ССРС – это вид частной компании, в которой контроль принадлежит частным лицам – гражданам Канады.



государство (“Корона”). В прошлом такие компании создавались соответствующим указом, однако, обычно для их создания требовался специальный акт парламента. Их права могли быть ограничены, а особенности их деятельности, соответствующие государственной политике, зачастую формулируются в положениях закона об их создании. Так, например, закон, в соответствии с которым существовала общенациональная авиакомпания (до момента ее приватизации), требовал, чтобы ее головной офис находился в Монреале. С принятием в 1985 г. Financial Administration Act правительство может создавать новые государственные компании только с одобрения парламента. В целях контроля и отчетности государственные компании коммерческого толка традиционно были “приписаны” к соответствующему министерству. Однако не столь давно вследствие “патронажного скандала” (в который был вовлечен один из министров, уличенный в использовании подотчетной ему государственной корпорации в личных целях) федеральное правительство приняло решение о том, чтобы большая часть государственных компаний стали подотчетными парламенту. Эта функция реализуется через заместителя премьер-министра, который известен своей неподкупностью. С течением времени мы увидим, явилось ли это обычной реакцией на кадровые проблемы, или же это серьезное и долгосрочное изменение в политике правительства по отношению к подобного рода компаниям.

Советы директоров государственных корпораций назначаются правительством. Их члены обычно занимают свои посты в течение определенного срока времени. Главные управляющие лица также назначаются правительством на свои посты, но по рекомендации совета директоров. Срок их пребывания в должности не ограничен: они занимают свои посты, “пока устраивают” правительство, т. е. их могут уволить когда угодно. На самом деле, право правительства на увольнение зачастую используется не по деловому принципу, как, например, при смене правящей партии, когда пришедшее к власти правительство видит, что такие посты заняты теми, кого можно заподозрить в симпатиях к уходящему кабинету. Главные управляющие лица не стремятся выказывать свои политические предпочтения и назначаются на посты согласно своим заслугам. Назначения в советы директоров не отличает подобная тщательность в подборе кадров, однако, придя на определенную должность, директор обычно дорабатывает до конца своего срока прежде, чем ему на смену назначают (и так чаще всего и бывает) компетентного профессионала, в большей степени симпатизирующего действующему правительству.

**Некоммерческие организации и фонды:** мы упоминаем о них для полноты картины. Подобные компании создаются для реализации социальных целей, однако, они следуют большинству правил, принятых в рыночной экономике. Главным исключением в этой группе стали организации, которые, согласно "Income Tax Act", признаются благотворительными. Они имеют привилегию выдавать своим донорам расписки в получении средств, которые позволяют последним уменьшить объем уплачиваемых налогов. В Канаде в настоящее время насчитывается более 200 тыс. различных благотворительных и некоммерческих организаций, которые в своей деятельности преследуют социальные, образовательные, благотворительные, религиозные и экологические цели. Однако, если подобная организация тратит на общественную защиту или лоббирование поправок в законодательство более десяти процентов своего бюджета, она может быть лишена регистрационного свидетельства. Иногда организации подобной формы используются правительством для того, чтобы создавать фонды, призванные решать общественные или государственные задачи, будучи при этом максимально открытыми и прозрачными для контроля<sup>150</sup>.

#### 5.1.2. Исторические корни

Все вышеприведенные формы организации компаний берут свое начало в британских правовых актах и из практики. Даже в провинции Квебек, использующей Наполеоновский код в качестве основы основ своего законодательства в области бизнеса, были приняты схожие формы структуры и управления компаниями.

---

<sup>150</sup> Многие такие организации были созданы в последние годы – отчасти для решения бюджетных задач, отчасти – для того, чтобы снять подозрения о том, что предполагаемые расходы могли пойти на «услуги» «друзьям» правительства. В таких случаях, как Saanada Foundation for Innovation или Genome Canada, в правления фондов вошли граждане безупречной репутации и имеющие соответствующий опыт и знания («великие и достойные»), а также обладающие твердым характером. Генеральный ревизор Канады беспокоится о потере подотчетности: Canada, Auditor General, *Report of the Auditor General of Canada 2002*, chapter 1 ("Placing the Public's Money beyond Parliament's Reach"), Ottawa, 2002; Canada, Auditor General, *Report of the Auditor General 1999*, chapter 5 ("Collaborative arrangements") и chapter 23 ("Involving others in governing – accountability at risk"), Ottawa, 1999. См. также: the *2002 Report of the Auditor General*, Ottawa, April 16 2002.

Первой крупной канадской компанией стала Компания Гудзонова залива (КГЗ), основанная в Лондоне в 1670 г. как акционерное общество. Компании было поручено управление и эксплуатация пушных ресурсов Земли Руперта (большая часть современной западной и северной Канады, лежавшая вне европейских поселений на атлантическом побережье страны). 100 лет спустя была создана конкурирующая Северо-западная компания, которая влилась в КГЗ в 20-ые гг. 19 века<sup>151</sup>. До середины 19 в. КГЗ оставалась главным признаком присутствия европейцев на территории, простиравшейся от Лабрадора и о. Ванкувер до арктического архипелага. И по сей день, компании — наследницы КГЗ по-прежнему торгуют мехами через фактории и поставляют различные товары в северные районы страны. В колониальную эпоху компанией управляли губернатор и директорат. На своих встречах в Лондоне, они, в принципе, выполняли работу, которая весьма схожа с той, которой сегодня заняты современные советы директоров. Те решения, которые принимались правлением КГЗ и те отношения, которые они поддерживали с аборигенами даже после 1763 г.<sup>152</sup>, демонстрировали их коммерческую жилку и чисто шотландское чувство юмора.

В 1867 г. Актом о Британской Северной Америке, известным сегодня как Constitution Act, четыре колонии — Новая Шотландия, Нью-Брансвик, Нижняя Канада (Квебек) и Верхняя Канада (Онтарио) — были объединены в новый доминион Британской империи. Каждая из четырех колоний остро ощущала свою самобытность, ни одна не хотела подчиняться новой столице — крохотному поселению на реке Оттава. Сложные переговоры привели к разделению полномочий между федеральным и провинциальными правительствами. По сути, переговоры отражали ту присущую 19 веку политику “перетягивания каната”, которая подразумевала известный компромисс между сторонниками сохранения автономии провинций и теми, кто стоял за

---

<sup>151</sup> Подробная и насыщенная романтикой история компании изложена в трехтомной монографии: Peter C. Newman., *Company of Adventurers* (1985), *Caesars of the Wilderness* (1987) and *Merchant Princes* (1991), Viking (Penguin), Toronto.

<sup>152</sup> *Royal Proclamation of 1763* установила базовые правила для отношений между европейскими поселенцами в Британской Северной Америке и индейцами. Суть документа заключалась в строгой инструкции колониальным правительствам входить с индейцами в договорные отношения и получать права на землю прежде, чем разрешать поселенцам заселять новые земли. Поскольку Компания Гудзонова залива жаждала меха, а не земли и имела коммерческий интерес в подборе желающих поработать на нее энергичных аборигенов, по большей части конфликтов в этом отношении не возникало.

современное государство, где у центрального правительства есть достаточно большие полномочия, в частности, для того, чтобы противостоять вновь поднимающемуся после разрушительной гражданской войны Великому Южному Соседу. Не будет преувеличением сказать, что в 60-ых гг. 19 века борьба за права регионов наблюдалась в обоих североамериканских государствах, причем в Канаде успех сопутствовал регионам, а в США — федеральному правительству.

Следствием указанных политических процессов для законов в области коммерции стало разделение полномочий, которые не было ни логичным, ни легко изменяемым. Вокруг определенных функций, предоставленных в ведение тому или другому уровню власти, выросли определенные институты, которые, разумеется, обладали врожденной способностью сопротивляться любым переменам. Сам по себе Constitution Act был законом, принятым иностранным парламентом, который никогда и не стремился быть вовлеченным в дела колоний. Так продолжалось до 1982 г., когда данный Акт стал частью Конституции страны, потеряв при этом всю свою прежнюю значимость.

**Распределение полномочий в области корпоративного управления, согласно Конституционному Акту от 1867 г.**

Провинции	Федеральное правительство
Акционирование компаний с провинциального уровня	Регулирование торговли и коммерции
Собственность и гражданские права в провинциях	Банковское дело и акционирование банков
Распоряжение землей и ресурсами	Банкротство и несостоятельность
Все основные вопросы местного или частного характера в рамках провинции	Мир, порядок и эффективное управление
	Вопросы, не подпадающие под исключительную компетенцию провинций

Кажется, что такая система порождает столь же большую неразбериху, что и та, которую она призвана решать. Регулирование торговли и бизнеса и определение собственности и гражданских прав, например, трудно поддаются разделению между уровнями правительства, однако на практике система работает: остаточные права, предоставленные федеральному правительству в отношении вопросов, не подпадающих под компетенцию провинций, широки, и они позволили федеральному правительству обозначить свое присутствие в таких специфических для 20 века сферах, как охрана окружающей среды, — проблема, которая не покрывается юрисдикцией провинций по отношению к природным ресурсам. В этом смысле можно

также увидеть явное либо косвенное различие между вопросами сугубо местного характера, и теми, которые выходят за эти рамки или являются проблемой общенационального масштаба. Это, например, позволило федеральному правительству в 1946 г., с принятием Atomic Energy Act, взять под контроль вопросы ядерной энергетики или создать законодательство о государственных акционерных компаниях. Последнее, представленное Canada Corporations Act и Canada Business Corporations Act<sup>153</sup>, покрывает те виды деловой активности, которые не носят исключительно местный характер, но выходят за рамки данной провинции.

На практике вопрос о том, какой уровень выбрать для организации нового бизнеса, — это вопрос удобства для создающих его лиц. Наконец, существует и традиция<sup>154</sup> “юридического взаимоуважения”: на спорной территории законодательный орган может функционировать до тех пор, пока там нет другого; если же на ней уже действует или частично действует законодательство, принятое другим уровнем правительства и наличествует конфликт между ними, суд проявит “уважение” к тому законодательному акту, который окажется ближе к конституционным нормам. Те, кто разрабатывает законы и системы корпоративного управления, опираются в своей деятельности на более чем на 13-вековую историю и традиции юридической и судебной систем.

### 5.1.3 Структура акционерных обществ открытого типа<sup>155</sup>

В соответствии с законодательством, корпорация функционирует в рамках статей ее устава или согласно патенту и общим подзаконным актам, а также конкретным подзаконным актам и решениям, которые могут быть приняты ее акционерами. Как отмечено выше, акционеры избирают директоров, которые, в свою очередь, назначают менеджеров. Таким образом,

---

<sup>153</sup> Который уже давно не существует как отдельный законодательный акт

<sup>154</sup> Подразумевается деятельность, которая существует долгое время в неизменной форме, признана «конституционной конвенцией» и имеет силу обычного закона. Так, например, верховный суд Канады использовал конвенцию как способ настоять на том, чтобы жалование судьям определяли не политики, а объективные «аутсайдеры».

<sup>155</sup> Данный раздел отчасти основан на работе: Catherine Jenner, “Business corporations,” chapter 15 in R.W. Pound, E.J. Arnett and M.E. Grottenthaler, eds., *Doing business in Canada*, Vol. 3, Stikeman & Elliott/Matthew Bender, New York, September 1997.

директорат и менеджеры работают в рамках правил, устанавливаемых как вне корпорации, так и внутри нее.

Общие подзаконные акты обычно содержат правила эмиссии акций, выплаты дивидендов, требования и гарантии директорату, выборов директоров, назначения и выплаты вознаграждений сотрудникам корпорации, а также требования к проведению собраний директората и акционеров. Принятие такого подзаконного акта — первый вопрос повестки дня при создании корпорации. Остальные вопросы, стоящие в повестке дня учредительного собрания, обычно касаются ценных бумаг и отчетности, назначения сотрудников и аудитора, а также решения вопросов, связанных с банковской сферой.

В тот момент, когда корпорация впервые выпускает акции, предназначенные для открытого размещения, ее действия подпадают под акты провинций о ценных бумагах, что в свою очередь предполагает соответствие требованиям, относящимся к корпоративному управлению, из которых самое важное — требование “полного, правдивого и прямого раскрытия” всей соответствующей информации.

В теории роли управляющих и директората определены четко: совет директоров осуществляет общий контроль и управление деятельностью корпорации; в некотором смысле, этот орган и есть корпорация. Директора делегируют оперативное управление деятельностью компании сотрудникам, чей найм они инициировали или ратифицировали. Указанные сотрудники подотчетны перед советом директоров за результаты своей работы. На практике же не все так однозначно. Обычно комитет при совете директоров рекомендуют физических лиц для их избрания и заполнения вакансий в совете директоров. Состав комитета и назначения могут подвергаться серьезному влиянию со стороны его председателя, который, в свою очередь, может одновременно быть главным исполнительным директором компании. Таким образом, “акционерная демократия” может подвергнуться некоторому размыванию.

Обязанности, полномочия и ответственность директоров достаточно обширны и пространны. Обязанность члена правления заботиться о компании требует, чтобы “директор исполнял с вниманием, усердием и мастерством то, что при подобных обстоятельствах выполнял любой добросовестный человек”<sup>156</sup>. Директор может избежать ответственности, в случае

---

<sup>156</sup> *CBCA*, para. 122 (1)(b).

если он, руководствуясь добросовестными побуждениями, положился на финансовые отчеты корпорации или совет профессионала<sup>157</sup>.

У директора также имеются определенные обязанности перед обществом: “при исполнении своих обязанностей каждый директор и сотрудник корпорации должен действовать честно и руководствоваться добросовестными побуждениями с учетом соблюдения интересов корпорации”<sup>158</sup>. Директорат обязан действовать исходя из интересов корпорации; он может стать жертвой самых жестких мер, предусмотренных законом, если в процессе принятия решений его члены руководствовались эгоистическими соображениями. Стоит подчеркнуть, что это обязательство перед обществом — основа основ корпоративного управления, а все остальное лишь развивает или конкретизирует это фундаментальное обязательство.

Директор обязан ставить интересы компании выше, чем свои собственные; например, он обязан не использовать конфиденциальную информацию о предстоящей сделке, о поглощении или реорганизации в корыстных целях. Директор обязан сохранять беспристрастность по отношению ко всем акционерам компании; соответственно, отсюда вытекает обязанность бороться с притеснением акционеров. Эта обязанность по отношению как к акционерам, так и компании особенно важна в момент перехода контроля над компанией из одних рук в другие, когда собственные интересы директора могут отличаться от интересов акционеров. Эта обязанность — один из источников особой роли независимых директоров в процессе поглощения (см., например, ниже *врезку* о компании Nova Bancorp и Strategic Value Corporation), а также в отношении более общих вопросов в сфере корпоративного управления.

Директор обязан отказаться от выгод, связанных с владением инсайдерской информацией<sup>159</sup>. Он обязан раскрыть все контракты, в которых у него есть материальный интерес, могущий быть отличным от интересов корпорации. Он обязан в частном порядке отказаться от узурпирования (“перехвата”) коммерческой возможности, предоставленной корпорации, — во всяком случае, до того, как она не будет отвергнута самой корпорацией.

---

<sup>157</sup> *OBCA and Quebec Companies Act* обладают схожими чертами.

<sup>158</sup> *CBCA*, para 122 (1)(a).

<sup>159</sup> Это вытекает из положений различных законов о ценных бумагах: см., например, *Securities Act (Ontario)*, R.S.O. 1990, c.S-5, secs. 122, 130, 131 и 134; *Securities Act (Quebec)*, R.S.Q., c.V-1.1, secs. 187 *et seq.*

Директора обязаны избегать ситуаций, когда их действия войдут в противоречия с интересами компании.

Nova Bancorp и Strategic Value Corporation: ситуация в Специальном комитете при Совете директоров

Strategic Value Corporation — управляющая компания паевого инвестиционного фонда, чьи акции котируются на бирже, была в 1999 г. приобретена частной компанией Nova Bancorp. У Strategic Value имелся акционер-держатель контрольного пакета, он же Председатель Совета директоров и Главный управляющий компании. Учитывая обстоятельства “приватной” транзакции, по правилам требовалось, чтобы Специальный комитет правления приобретаемой компании, состоящий из независимых директоров, проанализировал сделку с финансовой точки зрения, в особенности с точки зрения миноритарных акционеров. В этом конкретном случае ратификационное голосование требовало двукратного большинства голосов “за”, — причем как всех акционеров, так и отдельно миноритарных. Ситуация осложнялась тем, что Председатель компании получал выгоды, которые не предоставлялись всем акционерам. С другой стороны, предлагаемая цена за акции была значительно выше любой рыночной, а Strategic Value как раз столкнулась с финансовыми трудностями.

Для оценки сделки специальный комитет пригласил один инвестиционный банк, а для консультаций в отношении трудностей, возникающих в связи с побочными выгодами для держателя контрольного пакета, — одну юридическую компанию. В своем отчете консультанты указали, что выгоды, обеспечиваемые предлагаемой высокой ценой, перевешивают любые побочные выгоды, которые может получить Председатель. Консультанты рекомендовали акционерам проголосовать за сделку. К ужасу обеих сторон, участвовавших в сделке, Специальный комитет решил, что интересам меньшинства может служить только полное раскрытие всех обстоятельств. В данном случае сделка была одобрена всеми акционерами компании и отдельно миноритарными акционерами, причем в обоих случаях большинство превысило 99 %.

Директора несут ответственность перед наемными работниками и государством, которое обычно проявляет себя только в случае банкротства или несостоятельности. Директора несут солидарную и персональную ответственность за выплату заработной платы в течение до 6 мес., выплату отпускных, отчислений в пенсионные фонды, уплаты страховых сборов, налогов на фонд заработной платы и страховых сборов, уплачиваемых за каждого работника. В общем, директорат может также нести солидарную и



персональную ответственность, вместе с корпорацией как таковой, за взимаемые налоги, в частности налоги с продаж и другие налоги, обычно взимаемые у источника.

Нарушения в налоговой отчетности, допущенные корпорацией, включая нарушения в проспектах эмиссии акций или в выпуске акций по заниженным ценам, приводят к ответственности директора. Кроме того, определенные действия корпорации также приводят к личной ответственности директора. Нарушение правил безопасности труда<sup>160</sup> и законодательства в области охраны окружающей среды<sup>161</sup> приводят к уголовной ответственности директората, а также к наложению на его членов денежных штрафов.

Обязательства многих видов финансовых фирм (хотя и не всех) и, следовательно, их директората, в определенных сферах еще более жесткие. Банки и другие институты, размещающие средства на депозитах, несут обязательства перед обществом в отношении депозитов, которые превышают прочие обязательства. В случае с банками вкладчики защищены страховкой, причем страховщиком выступает Canadian Deposit Insurance Corporation — государственная компания, функционирующая на основе самофинансирования. Эта корпорация устанавливает условия продления страховки и взимает страховую премию, связанную с рисками. Одним из главных методов, которые корпорация практикует в целях обеспечения должной работы ее клиентов, стало требование о том, чтобы директора банков лично подписывали представления об адекватности рискованной, кредитной и прочей политики их банков банкам схожего профиля. Частная корпорация- Canadian Life and Health Insurance Compensation Corporation (Comcorp)- страхует держателей страховых полисов.

В отношении большинства указанных обязательств (ответственности) член совета директоров может в качестве аргумента защиты сослаться на свое должное усердие или на то, что он полагался на финансовые отчеты или профессиональные суждения. Директора могут даже обзавестись специальными страховыми полисами, покрывающими их ответственность, что позволяет снизить риск финансовых убытков при наступлении страхового случая. В свою очередь, при установлении объема страховых выплат страховщики будут оценивать качество корпоративного управления — структуру, отчетность, учет, процедуры принятия решений. Следует, однако, отметить, что некоторые законодательные акты в области охраны окружающей

---

<sup>160</sup> <sup>16</sup> Occupational Health and Safety Act (Ontario), R.S.O. 1990, c.O-1, sec. 32.

<sup>161</sup> <sup>17</sup> Например, *Environmental Protection Act (Ontario)*, R.S.O. 190, c.E-19, sec. 194

среды предусматривают уголовное преследование, и такой случай не подлежит страхованию.

Существует многочисленная литература об обязанностях и ответственности директоров<sup>162</sup>. При чтении только лишь юридической литературы любой достаточно благоразумный человек поймет стремление законодателей заставить его не раз задуматься, прежде чем принимать пост в совете директоров компании. На практике обычно директора занимаются стратегическими вопросами и без каких-либо угрызений совести делегируют исполнительские функции сотрудникам, которых сами назначают. Особенностью юридического подхода к проблеме корпоративного управления является то, что личная ответственность директоров превращается в дамоклов меч во время поглощения или в случае надвигающегося банкротства, когда корпорация нуждается в хладнокровном и взвешенном руководстве<sup>163</sup>. В самой экстремальной ситуации угроза солидарной и персональной ответственности может привести к отставке правления как раз в тот момент, когда в нем ощущается самая большая нужда.

Короче говоря, директора управляют корпорацией в направлении разработки стратегии, организации процедур ведения бизнеса и отношений с внешним (по отношению к корпорации) сообществом, которые сделали серьезную ставку на ее процветание.

#### **5.1.4. Правовые рамки**

Основные законодательные акты в сфере корпоративного управления — акты о коммерческих корпорациях, принятые федеральным правительством и правительствами провинций. В отношении компаний, чьи акции поступают в открытый оборот, действуют другие различные законодательные акты, которые устанавливают обязанности директоров корпораций и, таким образом, влияют на корпоративное управление.

Наиболее важные из них те, которые относятся к нормам занятости (принимаются правительствами провинций), охраны окружающей среды (федеральное правительство и провинций) и несостоятельности (федеральное правительство). Еще большие обязательства несут в себе законодатель-

---

<sup>162</sup> См., например, McCarthy Tétrault, *Directors' and Officers' Duties and Liabilities in Canada*, Butterworths, Toronto and Vancouver, 1997.

<sup>163</sup> Долгое сползание авиакомпании Canadian Airlines к банкротству, в конце концов остановленное посредничеством со стороны правительства и слиянием с Air Canada, был отмечен в один из моментов отставкой ее директората.

ные акты, регулирующие деятельность определенных секторов, — таких, как банковский, страховой и телекоммуникационный. Деятельность банков и страховых компаний подлежит надзору со стороны Office of the Supervisor of Financial Institutions (OSFI). Главная задача этого ведомства — обеспечение взвешенной и разумной политики, проводимой этими институтами, в особенности в области менеджмента и управления рисками. Региональные же правительства, основной мандат которых заключается в том, чтобы стоять на страже интересов потребителей, регулируют поведение финансовых институтов и их агентов в отношении их ежедневного взаимодействия с потребителями. Можно обнаружить области пересечения мандатов OSFI и CDIC, которая, будучи страхователем депозитов, совершенствует систему управления рисками в банковской сфере<sup>164</sup>.

Другие упомянутые выше сектора являются вотчиной Federal Superintendent of Bankruptcy, Director General of Corporations и таких регулирующих органов, как Canadian Radio and Television Agency и Canadian Transportation Agency. Эти государственные учреждения напрямую не влияют на корпоративное управление, за исключением, пожалуй, кризисных моментов или появления официального обвинения какой-либо компании в серьезном проступке.

На уровне провинций самыми главными законодательными актами стали законы в сфере ценных бумаг. В частности, местное законодательство в области ценных бумаг Онтарио признается самым важным в Канаде, поскольку там находится самая крупная биржа страны (кроме того там проживает 37 % населения Канады). Другие провинции использовали его в качестве образца для создания аналогичных законодательных актов<sup>165</sup>. Эти законодательные акты регулируют доступ на рынки акций, поступающих в открытый оборот, главным образом, через Ontario Securities Commission. Последняя выступает и в качестве государственного органа, вырабатывающего политику в данной области, и как агентство по информенту, причем его права чрезвычайно широки. С точки зрения воздействия, оказываемого Ontario Securities Commission на управление акционерными компаниями открытого типа, можно признать ее и аналогичные агентства других провинций наиболее важными структурами страны.

---

<sup>164</sup> Недавно увидел свет подготовленный влиятельными экспертами доклад, в котором есть рекомендация избавиться от этого пересечения сфер ответственности: Canada, Task Force on the Future of the Canadian Financial Services Sector, *Change challenge opportunity: report of the task force*, September 1998, p. 221.

<sup>165</sup> V. Alboni, *The 1997 Annotated Ontario Securities Act*, Toronto: Carswell, 1996

Помимо указанной Комиссии, имеется и ряд “саморегулируемых организаций”, чья деятельность организована согласно Ontario Securities Act. Эти организации также оказывают значительное влияние на корпоративное управление. В этом смысле особенно важным институтом следует признать биржу г. Торонто (самая крупная в стране) и ассоциации финансовых посредников, в частности, Investment Dealers Association и, в меньшей степени, Investment Funds Institute of Canada. Эти саморегулирующиеся организации устанавливают нормы и стандарты поведения и раскрытия информации правлениями корпораций в качестве условия постоянного их доступа к рынкам капитала.

## **5.2. Корни реформ**

### *5.2.1. Изменения на рынке корпоративного контроля*

Период после окончания Первой Мировой войны был отмечен смещением властных полномочий в корпорациях от владельцев-акционеров в пользу профессиональных менеджеров. Это была не спонтанная революция, а постепенный процесс, начавшийся в больших компаниях. В довоенный период и в Канаде, и в США большие корпорации обычно ассоциировались с акционером-держателем контрольного пакета акций, который одновременно выступал в роли главного исполнительного директора. В период между Первой и Второй Мировыми войнами Канада знавала своих генри фордов и джей-пи морганов, однако уже тогда и в особенности в течение нескольких десятилетий после Второй Мировой войны для больших корпораций становится нормой доминирование менеджеров.

Одним из первых на это явление обратил внимание известный американский исследователь в области политической экономики А. Berle, хотя еще в 20-ые гг. основатель “Дженерал Моторз” А. Sloan достиг больших практических успехов в этой области. Как обычно эта тенденция стала более выраженной в США, чем в меньшей по размеру канадской экономике, где зачастую меньший размер корпорации не порождал столь серьезной необходимости в профессиональных управленцах.

Тезис Berle состоял в том, что движение в сторону доминирования менеджеров может привести к деградации власти внутри корпорации, к снижению профессиональной компетентности. Однако это происходит за счет ослабления тесных связей между менеджерами корпорации и интересами ее акционеров. Заработная плата менеджеров не была жестко привязана к по-

казателям работы корпорации или к нижней границы ее прибыли. Предполагалось, что менеджеры управляют корпорацией, ставя целью не максимизацию ее работы, а во имя своего собственного удобства. В этот период в экономическую литературу вошли такие термины, как “satisfying behavior” (в отношении менеджера: “с ним можно ладить”, “он не вызовет недовольства акционеров”) и “organizational slack” (потребление прибыли наемными работниками). В последние десятилетия прошлого века, опять-таки под влиянием соседа с юга, профессиональные главные управляющие стали забирать все большую власть над правлением компании с помощью активного контроля за процессом отбора кандидатов на должности в правлении и комитетах при нем. В самом крайнем случае, когда исполнительный директор компании обретал власть над комитетом по выплате компенсаций (вознаграждений), возможность предупредить неправомерное его самообогащение представлялась маловероятной. Поэтому неудивительно, что компании, чьи исполнительные директора невероятно обогатились с помощью механизма опционов, а проще говоря, посредством размывания доли простых акционеров, так ожесточенно сопротивлялись реформе правил бухгалтерского учета, согласно которым такие выплаты относились на расходы компании.

Доминирование менеджеров породило целый ряд изменений, из которых самыми важными стали изменения на рынке корпоративного контроля. В течение последних трех десятилетий институциональные инвесторы из малозначимых игроков выросли в самых крупных держателей ценных бумаг. Сегодня пенсионные и паевые фонды стали держателями больших пакетов обыкновенных акций крупных корпораций, а менеджеры таких фондов потенциально обладают огромной властью.

---

*Nortel: ослепленные богатством*

В эпоху конца 90-ых гг. – периода наиболее активного “пузыря” “новой” экономики, крупнейший производитель телефонного оборудования в Канаде стал Интернет-гигантом, конкурирующим с Lucent и Cisco на рынке маршрутизаторов и другого компьютерного оборудования. Начиная с 1997 г., малоактивное дочернее подразделение телефонной компании стало одной из самых дорогих жемчужин на рынке, где ее стоимость росла быстрее, чем объемы продаж. Ее исполнительный директор Дж. Рот был признан лучшим среди своих коллег и потратил более 150 млн. долл. на приобретение опционов. Его цитировали как одного из адвокатов более мягкой политики в отношении налогообложения опционов, причем он утверждал, что, если не наступят перемены, Канада окажется в проигрыше на между-

народном рынке управленческих талантов. Затем пузырь “новой” экономики лопнул, и потери компании в 2001 г. составили 27 млрд. долл. Тогда же Nortel уволила 40 тыс. своих сотрудников. Ее акции котируются на уровне 5 % от рекордных показателей. Что до г-на Рота, то он ныне вполне обеспеченный пенсионер

Правление компании оказалось пособником в том, что в менее политкорректные времена называлось “разводнением” акций, а сделанные компанией приобретения оказались чрезмерно дорогими, да еще и по чрезвычайно инфляционным ценам. Для полноты картины следует упомянуть, что в тот год, когда компания установила новый общенациональный рекорд по убыткам, правление подняло базовое жалование г-на Рота на 28 процентов.

*Источники:* Various CBC reports, and T. Edward Gardiner, “Sad case of Nortel reflects badly on its board,” *Investor’s Digest*, May 3 2002, с 294.

Пенсионные фонды (и в меньшей степени компании — страхователи жизни со схожими долгосрочными обязательствами) только недавно стали серьезными игроками на канадском рынке корпоративного контроля. С исторической точки зрения, они, в основном были “спящими” организациями, в которых доминировали осторожные попечители. Инвестиции в долгосрочные государственные компании расценивались как норма, а иногда, когда попечители были настроены особенно решительно, к ним добавлялись некоторые корпоративные ценные бумаги. Разумеется, в такой ситуации менеджерам не угрожали никакие долги, по крайней мере, в ситуации, когда угроза дефолта была незначительной. Менеджеры государственных пенсионных фондов были особенно безразличны по отношению к обязательствам перед пенсионерами. Зачастую они просто инвестировали средства, отчисляемые от фондов заработной платы, в низкодоходные государственные долгосрочные обязательства. Однако в целом долгосрочные доходы от ценных бумаг стали заметно выше, чем доходы от долгов “высокого качества”, в особенности, когда долговые обязательства придерживались и не подлежали покупке-продаже в соответствии с изменениями соответствующих ставок по долговым обязательствам. Подобным же образом пенсионные фонды, предлагающие планы установленных льгот, все в большей степени осознавали необходимость существенно более высоких ставок доходности, чтобы их долгосрочные обязательства могли соответствовать очень высокой степени гарантий, требуемых рынком. Таким образом, где-то в 1970 г. в управлении пенсионными фондами обнаружили несколько родственных тенденций, а именно:

- Самой главной целью в управлении фондами стали первичные обязательства попечителей перед будущими пенсионерами;
- В свою очередь, это ослабило связи между корпорациями и правительством, с одной стороны, и управлением пенсионными фондами, — с другой;
- Трасти стали проявлять большее внимание к результатам финансовой деятельности, что стало означать стремление к разумному балансу между объемом ценных бумага и долга;
- Трасти стали уделять значительное время и внимание отбору менеджеров фондов на основе долгосрочных результатов их работы, с поправкой на риски;
- Постоянное накопление отчислений из фонда заработной платы и выплат, совершаемых самими работниками, означает, что крупные пенсионные фонды стали контролировать ценные бумаги корпораций на суммы в миллиарды долларов.

Восемь из десяти крупнейших пенсионных фондов управляются государством.

Справочно:

- 100 крупнейших пенсионных фондов Канады по состоянию на 1 января 2000 г.
- Активы в управлении: 480.2 млрд. долл.
- Из них: Корпоративные ценные бумаги 127.3 млрд. долл.

Источник: Benefits Canada, Апрель 2000 г., с.24.

Исключение составляют пенсионные фонды, обслуживающие такие сектора, как телефонная сеть и железные дороги. В совокупности активы 10 крупнейших пенсионных фондов по состоянию на 1 января 2000 г. составляли 245,4 млрд. долларов. Однако в некотором отношении было бы интересно посмотреть на другие, не самые крупные пенсионные фонды.

Постановлением канадского парламента от 1997 г. было создано Canada Pension Plan Investment Board. Этот орган был создан для того, чтобы инвестировать свободные (т. е. те, которые не предназначались для выплаты текущих пенсий) средства пенсионной системы. Поскольку сама по себе эта пенсионная система, управляемая непосредственно федеральным правительством, инвестирует средства только в долговые обязательства федерального и региональных правительств, излишек средств управляемых правлением компании, инвестируется исключительно в ценные бумаги. Это делается для того, чтобы сбалансировать инвестиционный портфель. Рыночная стоимость портфеля акций по состоянию на 31 декабря 2001 г. со-

ставляла 13,8 млрд. долл., и предполагается, что в течение ближайших 10 лет она возрастет до 130 млрд. долл. Указанное правление должно инвестировать 5 процентов в акции частных компаний, а 95 процентов – в безрисковые вложения. Существует намерение в долгосрочной перспективе постепенно замещать инвестирование в безрисковые инструменты инвестированием в конкретные ценные бумаги. Таким образом, в относительно краткосрочной перспективе правление данной компании не сможет апеллировать к уровню корпоративного управления в компаниях — объектах ее инвестиционных программ (если оставить без внимания ее небольшой венчурный капитал), однако ожидается, что эта ситуация через некоторое время изменится. В настоящее время правление осознает свою новаторскую миссию в области корпоративного управления<sup>166</sup>.

Другие пенсионные фонды уже вовлечены в процесс активного надзора за деятельностью компаний, в которые они инвестируют средства. Так, например, the Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS) 60 % своих активов разместило в акциях, оцениваемых в 36,5 млрд. долл. Компания имеет четкую и глубоко обоснованную точку зрения на стандарты корпоративного управления и публикует их на своей странице в сети Интернет<sup>167</sup>. Она выступает против любых попыток чрезмерно щедрых или не должным образом структурированных планов выпуска акций, “золотых парашютов” или “золотых прощальных подарков” и предложений о покупке контрольного пакета акций корпораций с помощью кредита в тех случаях, когда менеджмент и правления не адекватно следуют интересам акционеров, т. е. всех способов, при помощи которых оказываются благодеяния действующему менеджменту. OMERS также выступает против схем голосования, предусматривающих неравенство или подчиненность акций, “greenmail” (*форма вымогательства — лицо скупает достаточно большое число акций компании, так что у ее руководства возникает опасение, что компанию перекупят, после чего лицо продает компании скупленные акции по завышенной цене; производное от green в значении “деньги” и blackmail “шантаж”. — Прим. перев.*) и эмиссии избыточного количества акций. OMERS выступает за сильное большинство независимых директоров и, там, где нормы, принятые в данной отрасли, предполагают совмещение

---

<sup>166</sup> “The federal crown corporation won the Conference Board of Canada/Spencer Stuart 2002 National Award in Governance for the public sector.” CPP Investment Board press release, January 9, 2002

<sup>167</sup> OMERS, “Proxy voting guidelines,”

[www.omers.com/investments/proxyvoting\\_guidelines](http://www.omers.com/investments/proxyvoting_guidelines), опубликовано 18 января 2002.



постов главного исполнительного директора и президента компании, — за выборы ведущего директора из числа независимых членов директората.

OMERS выступает против любой кандидатуры не из числа независимых членов директората, предлагаемой в состав комитета (комиссии) по аудиту, заработной плате, либо комитета, ведающего назначениями внутри компании, или комитета по вопросам корпоративного управления. OMERS настаивает, чтобы голосование на общих собраниях предусматривало конфиденциальность, для того чтобы исключить возможность давления на голосующих акционеров; кроме того, компания полагает, что директора должны избираться отдельно, а не списком, чтобы акционеры могли проявить осторожность и благоразумие в отношении отдельных кандидатур. OMERS предпочитает, чтобы директора владели акциями, а не опционами. Компания также осторожно относится к “отравленным пилюлям” и другим формам защиты от поглощения, которые предусматривают большие блага для действующего менеджмента по сравнению с акционерами. OMERS часто апеллирует к принципам CERES (прежде известным как “Valdez”. Они были разработаны в 1989 г. организацией Coalition of Environmentally Responsible Economies и опубликованы в Канаде International Institute for Sustainable Development<sup>168</sup>. В целом, публикуемые ими правила и поведение самой OMERS в роли инвестора устанавливают высокую планку стандартов в интересующей нас области.

Схожими методами руководствуется Ontario Teachers Pension Plan Board. Домашняя страничка компании в сети Интернет представляет ее инвестиционную политику, а также конфликт интересов и этический кодекс для ее сотрудников и директората. Исполнительный директор компании Claude Lamoureux – лидер в отношении инициатив по совершенствованию корпоративного управления. В своем недавнем выступлении он отметил, что только менее 40 % компаний, находящихся в листинге Торонтской биржи, отчитываются о следовании добровольно принимаемым правилам поведения Биржи, и как образцы халатности привел в пример компании Nortel и JDS. Он выдвинул 11 предложений в отношении корпоративного управления и предложил остальным институциональным инвесторам присоединиться к его компании в их реализации<sup>169</sup>. Его предложения были следующими:

---

<sup>168</sup> <http://iisd1.iisd.ca/educate/learn/a5.htm>

<sup>169</sup> С. Lamoureux, речь в Canadian Club, Toronto, 4 марта 2002.

1. Компании, несущие обязательства перед обществом (паевые фонды, страховые компании и пенсионные фонды), обязаны отчитываться по тому, как они голосуют акциями перед своими инвесторами (поэтому на своей Интернет-странице компания публикует о том, как она намерена голосовать по каждому вопросу повестки дня на предстоящих общих собраниях акционеров).
2. Корпорации должны отчитываться перед своими акционерами в течение одного дня после завершения общего собрания.
3. Комитеты по корпоративному управлению должны добиваться активного участия институциональных инвесторов в процессе подбора кандидатур независимых директоров.
4. Необходимо требовать, чтобы директора компаний инвестировали свои личные средства в компании, которыми они руководят.
5. В отсутствие управляющих Правление должно проводить свои заседания регулярно.
6. Следует добиваться высокого, а не просто удовлетворительного качества стандартов бухгалтерского учета (через все выступление красной нитью проходит мысль о том, что люди не хотят жонглирования формальными показателями и одновременно игнорирования общепринятых норм бухучета (GAAP)).
7. Пресс-релизы компаний должны основываться на нормах GAAP и подлежать утверждению комитета компании по аудиту.
8. Документы, связанные с раскрытием информации, должны быть написаны на языке, понятном простому человеку.
9. Необходим запрет на получение аудиторами каких-либо других видов компенсаций от компаний, которые они проверяют.
10. В налоговом законодательстве владение акциями и опционами следует сделать нейтральным.
11. Опционы должны взиматься на основании отчетов о прибылях и убытках; поэтому компания предлагает другим пенсионным фондам поставить подписи под обращением к каждой корпорации, чьи акции обращаются на Торонтской бирже.

Если эти предложения и отдадут чрезмерным радикализмом, уместно напомнить, что Lamougeux широко известен как один из наиболее крупных и уважаемых лидеров в своей отрасли: по состоянию на 1 января 2000 г.

активы, находящиеся под управлением его фонда, достигли 67,1 млрд. долл., что сделало компанию крупнейшим пенсионным фондом в стране. В США институциональные инвесторы стали выдвигать подобные требования еще раньше.

В настоящее время у канадских паевых фондов в управлении находится 445,3 млрд. долл.<sup>170</sup> Этот сектор гораздо более разноплановый, с более низкими затратами на вхождение на рынок и несколько меньшим уровнем регулирования по сравнению с пенсионными фондами, банками и т. п. Ассоциация предприятий сектора лидирует по числу призывов к совершенствованию управления в компаниях — объектах инвестирования, хотя и предпринимает попытки к повышению качества работы ее членов. ICFC стремится к членству в SRO, но в настоящее время эту роль в провинции Онтарио играет Investment Dealers Associations. К тому же the Ontario Securities Commission всегда с подозрением относилась к идее совмещения функций развития сектора и регулирования его деятельности в одной частной компании. Вдобавок, взятые по отдельности, паевые фонды не были настолько открыты в отношении указанных вопросов, как пенсионные фонды. В отдельных случаях лидеры в данном секторе сами являются частью больших финансовых групп, с переплетением и взаимопроникновением директоратов — они могут и не пройти тот тест, которому сами хотят подвергнуть другие компании. Однако в США некоторые паевые фонды, например, Fidelity, проявляют заметный интерес к данному вопросу, что, возможно, служит указанием на то, что вскоре Канада последует в этой области за своим южным соседом.

### *5.2.2. Cadbury и британские прецеденты*

В 1991 г. правительство Великобритании сформировало комитет по оценке финансовых аспектов национального корпоративного управления. Доклад, известный как Cadbury Report<sup>171</sup>, по имени руководителя авторского коллектива, стал вехой в осмыслении проблемы корпоративного управления, а его воздействие вышло далеко за границы страны. В настоящее время этот доклад признан своего рода предтечей усилий, предпринимаемых в этой области Канадой, США и Франции.

---

<sup>170</sup> Вместе с активами пенсионных фондов это примерно равно годовому ВВП страны. Источник: Investment Funds Institute of Canada, [www.ific.ca/eng/home/index.asp](http://www.ific.ca/eng/home/index.asp).

<sup>171</sup> Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, (Cadbury Report), London: Gee and Co. Ltd., 1992.

В период подготовки доклада существовало широко распространенное мнение, что совершенствование корпоративного управления — мера запоздалая. Хотя в Великобритании существовала в целом неплохо функционирующая система корпоративного управления, рецессия привела к неожиданным провалам крупных компаний. Их отчетность и бухгалтерия были подвергнуты небывалому скрупулезному анализу.

Комитет сумел сформулировать две главные проблемы: низкий уровень доверия к стандартам и нормам финансовой отчетности и бухгалтерского учета и способность аудиторов предоставлять полностью беспристрастную оценку. Комитет определил, что это стало результатом низкого уровня норм учета, отсутствия четких правил для директоров о постоянном отслеживании системы управления бизнесом, а также давления, приведшего к тому, что аудиторам стало трудно противостоять требованиям правлений компаний.

Рассмотрев ситуацию, Комитет разработал несколько рекомендаций и создал Code of Best Practices, конкретизирующий обязанности совета директоров. В Кодексе нашли отражение примеры оптимальной работы правлений компаний. Документ исходил из приверженности принципам открытости, этической целостности и подотчетности. Несмотря на то, что исполнение требований Кодекса было делом добровольным, Лондонская биржа потребовала в качестве условий допуска к своему листингу от всех британских компаний, чьи акции обращаются на Бирже, предоставлять сведения об их выполнении, а в случае неисполнения, — указания причин, почему этого не делается.

Указанное исследование затронуло три области: состав и обязанности правления компании, аудит, а также роль и обязанности акционеров. В общем виде рекомендации, изложенные в докладе, выглядят следующим образом:

#### Правление компании

- Должным образом сформированное правление компании состоит из исполнительных директоров, возглавляемых председателем;
- Правление также включает и *неисполнительных* директоров, поскольку их мнение весьма важно в процессе принятия решений правлением;
- Правление должно регулярно проводить заседания, сохранять полный контроль за деятельностью компании и отслеживать деятельность высшего звена ее менеджмента;

- Вопросы повестки дня правления должны включать, по меньшей мере, приобретение и передачу активов, инвестиции, капитальные проекты, уровни распределения полномочий, финансовую политику компании и политику в области управления рисками;
- Директора-новички должны проходить некоторую подготовку;
- Следует ввести правила, которые будут ограничивать масштабы неопределенности и манипулирования в сфере финансовой отчетности;
- Компании, чьи акции обращаются на бирже, должны публиковать ежегодную и промежуточную (полугодовую) отчетность, а в период между публикацией таких отчетов – информировать акционеров о результатах ее деятельности, причем такого рода информация должна быть общедоступной;
- В случае, если председатель правления компании одновременно занимает должность ее главного исполнительного директора, в правление должно быть введено достаточное число независимых членов.

#### Аудиторы

- Все компании, чьи акции обращаются на бирже, должны сформировать аудиторский комитет и обеспечить объективные и профессиональные отношения в нем;
- Профессиональные организации бухгалтеров сами должны активно заниматься совершенствованием норм бухгалтерского учета и их соблюдением путем разработки руководств для компаний и их аудиторов.

#### Акционеры

- Акционеры должны добиваться высоких стандартов корпоративного управления, требовать от компаний выполнения положений Кодекса и доводить свое мнение до правления компании;
- Институциональные акционеры должны использовать свое влияние для того, чтобы внести свою лепту в совершенствование корпоративного управления. Они должны со вниманием относиться к составу правления и стремиться глубже понять стратегию деятельности компании.

- Правление должно обеспечить равные права всех акционеров на получение любой важной информации о деятельности компании.
- Прежде чем компания обнаружит любую информацию, способную повлиять на цены, она должна получить согласие акционеров. Акционеры не должны совершать сделки с акциями компании до тех пор пока эта информация не стала публичной.

### 5.2.3. *Dey Report*

Последняя по времени попытка правительства Канады оценить и совершенствовать управление акционерными компаниями открытого типа имела место в 1994 г. в связи с публикацией доклада известного как *Dey Report*. Первый из серии докладов такого рода, он был подготовлен комитетом биржи, а не государственным органом. Его настоящее название — “Куда делись директора?”<sup>172</sup> — отражало общее настроение того времени.

В начале 90-ых гг. канадские инвесторы и другие заинтересованные стороны испытывали растущую неудовлетворенность в отношении результатов работы советов директоров. Несмотря на приличный уровень корпоративного управления в государственных компаниях (как и в свое время в Великобритании), выделяющиеся на этом фоне неудачи нескольких плохо управляемых госпредприятий, помноженные на эффект рецессии, показали, что проблема корпоративного управления нуждается в большем внимании.

Биржа г. Торонто отреагировала созданием комитета под руководством г-на P. Dey, бывшего главы Ontario Securities Commission. Задачей комитета стало исследование данной проблемы и разработка общих принципов деятельности государственных компаний на основании существующей оптимальной практики. Результатом работы комитета стали 14 рекомендаций, затрагивающих совет директоров и его отношения с акционерами и менеджментом. Как и в случае с отчетом Cadbury, рекомендации не имели силы закона, но от компаний требовалось сообщить об их выполнении или в случае неисполнения — о его причинах, что стало условием для их допуска в листинг Биржи. Основные рекомендации заключались в следующем:

---

<sup>172</sup> Toronto Stock Exchange, Committee on Corporate Governance in Canada, “Where Were the Directors? Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada,” (the Dey Report), TSE, Toronto: December, 1994.

- Советы директоров должны отвечать за надзор и долгосрочное управление, а не за текущее управление бизнесом; это подразумевает стратегическое планирование, управление рисками, преемственность в планировании; выработку политики в сфере коммуникации, а также обеспечение систем внутрикорпоративного управления и информации;
- В правлении каждой компании большинство должны составлять “независимые”, т. е. независимые от ее менеджмента директора;
- Правление каждой компании должно принимать на себя ответственность за разработку подходов корпорации к вопросам корпоративного управления;
- В целях обеспечения независимости работы правления от менеджмента, совет директоров должен избрать председателя, который не являлся бы членом управленческой команды.

Пять лет спустя после того, как эти рекомендации и общие положения были внесены в список требований к компаниям при их включении в листинг Торонтской биржи, ее эксперты в содружестве с Institute of Corporate Directors провели исследование результатов воздействия доклада на состояние дел в корпорациях<sup>173</sup>. Прделанное с упором в основном на исполнительных директоров и на их мнение в отношении корпоративного управления, это исследование выявило, что указанные положения получили широкое распространение как методы ведения бизнеса. Большинство компаний отнеслись к ним серьезно, а многие крупные корпорации стали лидерами с точки зрения качества корпоративного управления. Однако исследование показало и то, что уровень выполнения этих положений изменялся: самый высокий уровень следования им наблюдался в отношении таких вопросов, как контроль за числом членов правления, участие в стратегическом планировании и соблюдение требования о большинстве независимых директоров в правлении компании. В то же время самый низкий уровень исполнения требований наблюдался в таких областях, как показатели работы правления и формализация его роли, причем оппоненты склонны были рассматривать их как атаку на коллегиальность и полномочия совета директоров. Приверженность этим положениям также менялась в зависимости от

---

<sup>173</sup> Toronto Stock Exchange and Institute of Corporate Directors, Corporate Governance Report Committee, “Report on Corporate Governance, 1999: Five Years to the Dey,” Toronto: Toronto Stock Exchange, June 1999

размера компании и сектора, в котором она функционировала. Так, многие небольшие, а также горнодобывающие компании сочли данные положения скорее не полезными и не возможными к исполнению. Некоторые респонденты отмечали, что в положениях слишком большой упор сделан на формализацию корпоративного управления, а другие хотели бы, чтобы они распространились бы на большее количество вопросов, таких, например, как этические или гендерные, а также степень готовности компании к процессу интернационализации рынков.

---

*Confederation Life: неудачная политика в области управления рисками*

Confederation Life была крупной страховой компанией. Она была практически ровесницей канадскому государству. К 1993 г. компания управляла активами примерно в 19 млрд. долл., а ее кредитный рейтинг был 3А — лучший из возможных на тот период времени. В августе 1994 г. на активы компании был наложен арест. Неожиданный крах такой крупной, серьезной, консервативной компании потряс рынки и на некоторое время бросил зловещую тень на канадские ценные бумаги в целом.

Суть проблемы состояла в том, что ее менеджмент не сумел распознать риски, скрытые в новых страховых продуктах и активах недвижимости, которыми они были подкреплены. К тому же правление оказалось не способным контролировать менеджмент.

---

Источник: Rod McQueen, *Who killed Confederation Life?* Toronto: McClelland & Stewart Inc., 1996

#### 5.2.4 Kirby Report

Подытоживая соображения по процедурам корпоративного управления, представленные Dey Commission, Постоянный сенатский комитет по банкам, торговле и коммерции в 1998 г. представил свой доклад, в котором содержались рекомендации о новых мерах по совершенствованию процедур корпоративного управления в компаниях-институциональных инвесторах<sup>174</sup>. Документ, получивший название Kirby Report (по имени председателя Комитета Сенатора Michael J. L. Kirby), содержал рекомендации правлениям пенсионных фондов повысить уровень осведомленности о со-

---

<sup>174</sup> The Standing Committee on Banking, Trade and Commerce, Government of Canada, "The Governance Practices of Institutional Investors," (The Kirby Report), Ottawa: Government of Canada, November 1998, website: <http://www.parl.gc.ca/36/1/parlbus/commbus/senate/com-e/bank-e/rep-e/rep16nov98-e.htm>.



стоянии дел в компании, поддерживать связь с акционерами фондов посредством ежегодного отчета и другими способами, чтобы разъяснять акционерам принципы управления рисками и корпорацией, которыми руководствуются менеджеры. В докладе также содержалась рекомендация паевым инвестиционным фондам иметь в правлении большинство, представленное независимыми директорами, а также принять структуру корпорации, а не треста.

Некоторые пенсионные фонды были признаны образцом реализации права голосования по доверенности; они разработали и опубликовали основные положения в отношении голосования по доверенности. Однако не все институциональные инвесторы придавали подобное внимание голосованию по доверенности. В 1999 г. обзор, подготовленный Pension Fund Association of Canada выявил, что “несмотря на то, что значительное число респондентов были оповещены о важных вопросах в сфере корпоративного управления, 71 % из них не предоставляли внешним управляющим конкретных указаний в отношении проблемы голосования по доверенности<sup>175</sup>”. Паевые инвестиционные фонды оказались еще менее активными: только у некоторых из них существовали общие положения о процедуре голосования, а еще меньшее их число реализовывало соответствующие права.

Комитет Кирби склонялся к точке зрения, что конфиденциальное голосование представляется более предпочтительным, и рекомендовал федеральному правительству исследовать проблему в отношении компаний, созданных в соответствии с Canada Business Corporation Act.

Относительно недавно Canadian Securities Administrators опубликовала предложения по управлению паевыми фондами и поведению их служащих<sup>176</sup>. Авторы документа более детально подошли к рассмотрению вопроса о корпоративном управлении паевых фондов: в частности, они отмечают, что в настоящее время существуют различные формы организации (в основном, корпорации и тресты, хотя есть и фонды), и каждый из них оставляет открытым вопрос о конкретных рисках, поведении и управлении<sup>177</sup>. На

---

<sup>175</sup> Pension Investment Association of Canada, “Submission to the Standing Committee on Banking, Trade and Commerce,” November 1997, с. 7.

<sup>176</sup> Canadian Securities Administrators, “Striking a new balance: a framework for regulating mutual funds and their managers. A concept proposal,” Toronto, March 1 2002, website: [www.ific.ca/eng/frames.asp?11=Regulation\\_and\\_Committees](http://www.ific.ca/eng/frames.asp?11=Regulation_and_Committees). Документ содержит обзор предложений по административной реформе в данной области.

<sup>177</sup> исследования в области права, стоящие за позицией CSA., см: D.P. Stevens, “Trust law implications of proposed regulatory reform of mutual fund governance struc-

самом деле, как утверждают эксперты CSA, Кирби просто поторопился с выводами и нет причины загонять все организации в узкие рамки корпоративной структуры. Эта точка зрения – безусловно, удобная для данного сектора — открыта для публичных консультаций и комментариев до июня 2002 г. Пройдет еще немало месяцев, прежде чем появится окончательный вариант изменений и дополнений в соответствующие регулирующие процедуры.

#### 5.2.5. *The Saucier report*

В 2000 г. был создан наследник Dey Committee – Joint Committee on Corporate Governance. Этот орган появился на свет для изучения эффективности воздействия рекомендаций, предложенных его предшественником, а также для переоценки корпоративного управления в свете новых политико-экономических реалий; наконец, целью его деятельности стало обновление требований по корпоративному управлению, предъявляемых Торонтской биржей, компаниям, значащимся в ее листинге. Доклад нового Комитета, названный по имени его председателя, G. Saucier<sup>178</sup>, особенное внимание уделил вопросу воздействия глобализации и, соответственно, модифицировал и развил рекомендации предшествовавшего доклада.

Шесть лет, разделяющих публикацию обоих докладов, были отмечены беспрецедентным ростом внешней торговли и инвестиций. Сложности, связанные с тем, что канадские компании были небольшими игроками на международных рынках капитала и продаж, породили новые требования к их корпоративному управлению. В самой Канаде со времени реализации рекомендаций, представленных в Dey Report, произошло несколько крупных корпоративных скандалов, а недавнее исследование выявило, что в выборке из 324 акционерных компаний открытого типа 51 % из них не представляли отчеты по всем положениям, принятым Торонтской биржей<sup>179</sup>. Комитет сделал вывод о том, что деловое сообщество не изменило подходы и отно-

---

tures. A background report to Concept Proposal 81-402 of the Canadian Securities Administrators,” Goodman and Carr LLP, Toronto, 1 марта 2002.

<sup>178</sup> Joint Committee on Corporate Governance, “Beyond Compliance: Building a Governance Culture,” (The Saucier Report) Toronto: Chartered Accountants of Canada, Toronto Stock Exchange, and Canadian Venture Exchange, November 2001.

<sup>179</sup> Patrick O’Callaghan and Associates in partnership with Korn/Ferry International, “Corporate Board Governance and Director Compensation in Canada: A Review of 2000,” December 2000, с.8.

шение к указанным модификациям в процедурах — ощущение таково, что трансформировалась форма, а не содержание.

---

*Bre-X: директора проспали мошенничество.*

Bre-X была золотодобывающей компанией, чьи претензии на огромное добывающее предприятие в Индонезии основывались на нескольких сомнительных образцах породы — старый трюк в горном деле. Большая рыночная капитализация компании испарилась, прихватив с собой мечты и чаяния множества простаков-инвесторов и тех, кто “должен-был- знать-лучше”. Теперь уже никогда не ответить на вопрос о том, ответственны ли за это сотрудники компании, потому что ее исполнительный директор и главный эксперт по геологии умерли, а судебные процессы скрыли остальное. Однако очевидно, что правление компании не предприняло необходимых шагов, чтобы проверить неслыханные обещания. Вместо них это сделал Председатель американской компании Freeport McMoran, который проявил должную осмотрительность и дал “сигнал тревоги” (что должны были сделать директора Bre-X).

---

Источник: Vivian Danielson and James Whyte, “Bre-X: gold today gone tomorrow” 1997

Стратегия, исповедуемая Saucier, заключалась в перенесении центра тяжести на компетенцию и функции правления и в меньшей степени — на его структуру. В Докладе подчеркивалось, что правление и менеджмент должны уважать функции других, а кроме того описывалось содержание деятельности правления. В Докладе также предлагалось гармонизировать аудиторские процедуры в Канаде с американскими (установленными the U. S. Blue Ribbon Committee<sup>180</sup>).

Наиболее противоречивым положением в Докладе стало предложение изменить рекомендацию, ранее внесенную Deu, о назначении неисполнительного директора председателем правления компании как обязательное условие допуска к листингу. Однако в Докладе не содержится пояснение, что пост исполнительного директора существует и в том случае, если в составе правления есть независимый “лидер”, или “ведущий директор”, который, в духе Доклада Cadbury, не связан с менеджментом и чья задача, совместно с другими членами правления-аутсайдерами, заключается в оценке результатов действий исполнительного директора. Данная рекомендация носит противоречивый характер и еще не была воплощена в жизнь.

---

<sup>180</sup> The Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committee, “Report and recommendations,” New York: The New York Stock Exchange and The National Association of Securities Dealers, 1999.

Fairvest Proxy Monitor Corporation<sup>181</sup> недавно опубликовала обзор практики работы правлений компаний, которые составляют т. н. “Индекс Трехсот” Торонтской биржи. Результаты обзора свидетельствуют о том, что в целом с 1996 г. уровень корпоративного управления повысился, но в некоторых случаях наблюдалось его снижение. Нижеследующий список, составленный на основании исследования 2001 г., служит иллюстрацией к выводам экспертов компании<sup>182</sup>:

- В настоящее время 22 % из числа 300 компаний имеют различные типы обыкновенных акций с разными голосующими правами, в то время как в 1996 г. доля таких компаний составляла 19 %. Это “...нарушает фундаментальный принцип “одна акция — один голос” и искажает взаимоотношения между владением и контролем...”
- Все большее количество компаний принимают на вооружение “отравленные пилюли” (меры, призванные блокировать потенциальное поглощение, сделав его более дорогостоящим). В 2001 г. этот прием применяли около 29 % из числа указанных 300 компаний против 24 % в 1996 г.
- По состоянию на ноябрь 2001 г. только в 8 % компаний соблюдалась конфиденциальность голосования, в то время как в 1996 г. доля таких компаний составляла 19 %.
- В 2001 г. в 40 % компаний исполнительные директора были одновременно председателями правления (против 45 % в 1996 г.). В ряде компаний также наблюдается тенденция к постепенному разделению этих функций.
- Среднее число членов правления уменьшилось с 10,6 чел. в 1996 г. до 9,7 в 2001 г. В прошлом году рекордным был показатель в одной компании — 24 чел., однако следует отметить, что пятью годами ранее их было 34.
- Средняя продолжительность пребывания в составе правления снизилась с 12,4 лет в 1996 г. до 6,9 лет в 2001 г.
- Средний уровень предварительной компенсации, выплачиваемой членам правления, вырос с 11459 долл. в 1996 г. до

---

<sup>181 37</sup> Website: [www.fairvest.com](http://www.fairvest.com)

<sup>182</sup> Richard Blackwell, “Boardroom reform shows little progress, study says,” *Globe and Mail*, 5 January 2002, B3.

14387 долл. в 2001, а средний размер гонорара за участие в заседании правления вырос в среднем с 821 до 950 долл.

- В среднем доля независимых от менеджмента директоров в составе правления выросла с 61 до 65 %. Однако независимость комитетов по номинациям (специальных групп, которые подыскивают новых директоров) существенно упала – до 53 % против 75 % в 1996 г.

#### 5.2.6. “Оводы”

В странах Запада существуют люди, которые используют все возможности для совершенствования практики корпоративного управления. Иногда они организуют компании, борющиеся за права акционеров и держателей акций. В Канаде примерами такого рода активистов стали Al Rosen, которого заботит ситуация в сфере бухгалтерского учета, William M. Mackenzie, адвокат, отстаивающий права акционеров,, Yves Michaud, основатель Ассоциации прав инвесторов (и, между прочим, сторонник независимости Квебека), а также J. Richard Findlay, вскрывающий в прессе неправомерные действия в области корпоративного управления.

Al Rosen, бывший советник Генерального аудитора Канады и судебный бухгалтер, часто выступает в качестве эксперта-свидетеля, университетского преподавателя и журналиста. Выступая перед сообществами юристов и бизнесменов по всей стране, он утверждает, что GAAP – плохая методика отчетности для компаний, занятых в сфере высоких технологий и “новой экономике”: она способствует возможности ложного толкований их финансовой отчетности. Rosen также критикует состояние в области подготовки бухгалтеров в Северной Америке, утверждая, что механическое изучение GAAP не требует от учащихся умения мыслить критически.

Rosen участвовал в более чем 300 судебных процессах о бухгалтерской небрежности, включая несколько весьма известных. В начале 90-ых гг. Администрация штата Мичиган обратилась к его услугам для анализа краха Confederation Life, а с недавнего времени с целью сделать достоянием общественности подозрительную бухгалтерию прежде, чем дело дойдет до судебных процессов, он начал выпускать очень влиятельный вестник для менеджеров паевых инвестиционных фондов, где приводятся сведения об акционерных обществах открытого типа, которые используют опасные и агрессивные приемы в ведении своей бухгалтерии.

William M. Mackenzie — президент Fairvest Proxy Monitor Corp.<sup>183</sup>, фирмы из г. Торонто, работающей в качестве защитника прав акционеров и консультанта институциональных инвесторов по вопросам корпоративного управления. Услуги компании включают проведение анализа: вопросов корпоративного управления, с которыми сталкиваются акционеры, результатов голосования на общих собраниях акционеров канадских компаний и публикацию вестника раз в два месяца. Цель компании – оказание помощи институциональным инвесторам в том, чтобы они могли разумно и эффективно реализовывать свои права и полномочия в процессе голосования. В тех случаях, когда предложения по полномочиям серьезно отклоняются от корпоративных норм, установленных Pension Investment Association of Canada (PIAC), Fairvest предоставляет комментарии с указанием позиции, которую PIAC занимает по тому или иному вопросу. Публикации компании широко обсуждаются в национальной прессе, а сам Mackenzie часто выступает с комментариями по вопросам корпоративного управления.

Yves Michaud – создатель L'Association de protection des epargnants et investisseurs du Quebec, некоммерческой ассоциации инвесторов, основанной в 1995 г. В ее рядах ныне насчитывается свыше 1600 членов, в основном из этой же провинции<sup>184</sup>. Ассоциация аффилирована с International Corporate Governance Network и защищает интересы инвесторов и владельцев сбережений Квебека, применяя самые высокие стандарты корпоративных правил и процедур. Главные цели деятельности Ассоциации — повышение прозрачности в управлении акционерными обществами открытого типа, создание форума для обсуждения отношений между гражданами и корпорациями, содействие большему представительству акционеров в правлениях компаний и доведение мнения Ассоциации в отношении функционирования финансовых рынков до правительства. Ассоциация начала судебный процесс против кинокомпании Cinag и телекоммуникационного гиганта Nortel, обвиняя их в невыполнении обязательств в области информирования своих акционеров. Ранее Ассоциация выиграла в суде процесс против корпораций, в котором она защищала право акционеров на включение своих предложений в извещения о собраниях акционеров компаний.

J. Richard Findlay — председатель организации Centre for Corporate and Public Governance – аналитического центра по вопросам корпоративного управления, базирующегося в Торонто. Он регулярно выступает в канад-

---

<sup>183</sup> Website: <http://www.fairvest.com/index.html>

<sup>184</sup> Website: <http://www.apeiq.com/index-logo.html>

ских газетах и журналах со статьями о проблемах корпоративного управления. J. Richard Findlay выступал с комментариями по поводу недавних решений, принятых в сфере корпоративного управления, включая план, разработанный British Columbia Securities Commission по сокращению и упрощению разработанных этим органом правил раскрытия информации, увольнение руководством Canadian Imperial Bank of Canada сотрудников крупной брокерской фирмы в результате поглощения ее Банком, и намерение производителя программного обеспечения Corel Corporation переоценить опционы, принадлежащие менеджменту компании, несмотря на низкие цены на ее акции.

### **5.3. Основные проблемы**

#### *5.3.1. Корпорации Короны (государственные предприятия)*

Канада накопила большой опыт в примирении целей, которыми руководствуются в своей деятельности государственные предприятия: результаты работы и подотчетность. Канадцы использовали различные виды государственных предприятий при реализации задач общенационального масштаба в таких сферах, как культура, экономическое развитие, наука и высшее образование, социальное развитие, управление здравоохранением и безопасностью и даже закупки для нужд оборонного сектора. В период с 1984 по 1993 многие федеральные государственные предприятия были приватизированы, однако большое их количество сохранили свой статус. Множество различных предприятий по-прежнему являются собственностью провинций и городов. На федеральном уровне в последние годы получило развитие движение, известное как “Modern Comptrollership”. Цель его – совершенствование деятельности и подотчетности государственных структур, ведомств и предприятий. Надзор за деятельностью последних осуществляет специальный орган, подотчетный Заместителю премьер-министра.

Как и все прочие корпорации, государственные предприятия в отсутствие конкуренции имеют обыкновение устаревать. В то время как для многих компаний угроза упасть в подобное состояние служит стимулом к развитию, государственные предприятия в этом смысле стоят особняком. Лекарство против такой болезни – чрезвычайный режим корпоративного управления, постоянное сравнение с другими подобными предприятиями на основе сопоставления каждой их функции. Это позволяет постоянно подталкивать их менеджмент к повышению качества работы и созданию си-

стемы параметров, которые позволяют оценить, в полной ли мере реализуется потенциал их предприятий. Это, в свою очередь, подразумевает, что советы директоров государственных предприятий должны быть большими профессионалами, чем их коллеги из частного сектора.

К сожалению, для государственных предприятий политика зачастую столь же важна, как и компетентность директоров, назначаемых в состав правления. Политические соратники премьер-министров проверяют благонадежность всех “назначенцев” на эти посты, и следят, чтобы их взгляды совпадали с политикой правящей партии, чтобы были соблюдены все требования в отношении регионального, этнического и гендерного состава советов директоров. Иногда заместитель министра, который должен занимать политически нейтральную позицию, назначается в совет директоров, чтобы обеспечивать соответствующую “связку” с политическими указаниями правительства, несмотря даже на то, что он оказывается в эпицентре извечного конфликта интересов государственного служащего, чья задача – проводить в жизнь политические цели избранного правительства, и директора, от которого ждут, что он все свои силы отдаст во имя соблюдения интересов компании. Обычно такими вопросами, как назначения, оплата труда и условия контракта исполнительных директоров в госкомпаниях ведает непосредственно аппарат премьер-министра. Поэтому в данном случае обычные методы, с помощью которых правление влияет на поведение менеджмента отсутствуют. В таких обстоятельствах крайне редко можно наблюдать по-настоящему эффективную работу правления.

Эффективность работы правления государственной корпорации могла бы быть повышена без ликвидации политических фильтров. Для этого нужно заранее сформировать список компетентных и опытных лиц; затем политические власти должны будут сделать свой выбор из представленных в нем кандидатур (такая система используется, например, при назначении судей). Сформированные таким образом правления должны получить большие полномочия в отношении выбора и компенсаций старшему менеджерскому звену. В некоторых случаях используется система “двух ключей”, когда правление и политическое руководство каждое само по себе приходят к соглашению о конкретной кандидатуре. В некоторых случаях (например, в хорошо управляемой муниципальной компании Enso, владельцем которой — муниципалитет г. Эдмонтон) именно городские власти определяют общую политику в форме указов городской администрации, назначают правление и в полной мере полагаются на его компетентность.



### 5.3.2. Управление в сфере информационных технологий

В современном мире информационные технологии (ИТ) стали настолько важной частью деятельности компаний, что любой сбой в данной сфере может стать для них разрушительным. Именно поэтому сегодня правление компании обязано включать вопросы ИТ в программу стратегического планирования и в деятельность в области управления рисками. В целях оказания содействия организациям должным образом инкорпорировать ИТ в их деятельность, Canadian Institute of Chartered Accountants в 2002 г. подготовил доклад, обрисовывающий конкретные меры, которые надлежит принять правлениям компаний для обеспечения целостности информационных систем<sup>185</sup>. В соответствии с докладом, основными обязанностями правлений в этом смысле являются:

- разработка стратегического плана и плана действий по реализации и поддержанию работы информационных систем с привлечением к решению данного вопроса высшего звена управления компании;
- установление прямой связи между управленцами в сфере ИТ и высшим исполнительным звеном компании;
- определение уровня рисков, представляемых ИТ-системой и поиск соответствующих мер безопасности, способных держать такие риски под контролем;
- обеспечение того, чтобы ИТ-персонал мог быстро адаптироваться к изменениям и был обучен специфическим навыкам, которые от них требует компания; персонал также должен быть хорошо осведомлен о процедурах управления и контроля;
- достижение того, чтобы организации отслеживали последние тенденции в данной сфере и регулярно обновляли свою компьютерную базу и программное обеспечение;
- разработка политики и процедур в сфере конфиденциальности и защиты интеллектуальной собственности.

В докладе констатируется, что некоторые из указанных обязанностей могут быть делегированы на более низкий уровень управления компанией, однако подчеркивается, что вся деятельность в сфере ИТ должна контроли-

---

<sup>185</sup> “Canadian Institute of Chartered Accountants “20 questions Directors Should Ask about IT”, Toronto, CICA, January 2002, website: [www.cica.ca/cica/cicawebsite.nsf/public/e.AARSpdf02/\\$file/e.20QIT.pdf](http://www.cica.ca/cica/cicawebsite.nsf/public/e.AARSpdf02/$file/e.20QIT.pdf)

роваться ее правлением и высшим звеном менеджмента. В докладе содержится предложение правлениям компаний ввести должность вице-президента по вопросам ИТ. Поскольку финансовые вопросы часто отодвигают проблемы в области ИТ на второй план, было бы уместно назначить на этот пост именно того, кто в компании отвечает за финансовые вопросы.

### **5.3.3. Социальная ответственность корпораций**

В последние годы с ростом глобализации в однополюсной мировой экономике и появлением многочисленных защитников охраны окружающей среды, силы из лагеря умеренных левых настойчиво продвигают в жизнь идею подотчетности корпораций, которая выходит за рамки интересов акционеров и организаций, ответственных перед обществом, — концепцию общества и окружающей среды. Это движение принимает разные формы. В Канаде группы защитников окружающей среды пытаются воздействовать на инвестиционные решения корпораций путем общественных кампаний, совершенствования инфорсменты и т. п. Совсем недавно их арсенал средств пополнился стремлением убедить компании изменить системы внутрикорпоративного управления в целях повышения внимания к нуждам широкой аудитории, состоящей из их “акционеров”. Лидером этого движения стал International Institute for Sustainable Development (IISD) — фонд со штаб-квартирой в г. Виннипеге, финансируемый из федерального бюджета. Этот Фонд придерживается взгляда, что экономическая деятельность корпораций должна сочетаться с их заботой об окружающей среде, и, следовательно, меры внутрикорпоративного управления не должны быть замкнуты в рамках концепции баланса прибылей и убытков. IISD оказал помощь в разработке норм ISO 14000, отмечая при этом, что это лишь инструмент, помогающий корпорации достичь поставленных целей в вопросе об охране окружающей среды<sup>186</sup>. Фонд настаивает на том, что эти меры должны быть восприняты серьезно, в том смысле, что отправным моментом при планировании и принятии решений корпорации на первый план должны стать устойчивость окружающей среды на многие поколения вперед. В этой связи было бы уместно включение в состав правлений представителей природоохранных движений. Последние могли бы образовывать альянс с группами, преследующими конкретные социальные или политические интересы,

---

<sup>186</sup> International Institute for Sustainable Development, “Global Green Standards: ISO 14000 and Sustainable Development,” (The Green Report), Winnipeg, Manitoba: The International Institute for Sustainable Development, 1996.

как то политика равноправия полов, права аборигенов, или борьба за повышение уровня социальной справедливости посредством помощи бедным со стороны корпораций.

Это движение получило название “Corporate Social Responsibility” (CSR) (“Социальная ответственность корпораций”). Еще одна группа, деятельность которой сконцентрирована на защите прав акционеров — Canadian Democracy and Corporate Accountability Commission. Ее сопредседатели — бывший исполнительный директор одной корпорации и Ed Broadbent, бывший лидер Национально-демократической партии (социал-демократов) Канады. В отличие от ИИД, которая полагает, что прибыльность и природоохранная деятельность должны идти рука об руку, Комиссия рассматривает CSR как деятельность по распределению корпоративных ресурсов, которые в противном случае образовали бы прибыль. Исследования Комиссии включали интервью с целенаправленно сформированной выборкой жителей Канады, представлявших различные регионы и отрасли национальной экономики. Вопросы, заданные им, касались соотношения прав акционеров и права компаний на получение прибыли.

Результаты проведенных интервью были недавно обнародованы в докладе Комиссии<sup>187</sup>. Большинство интервьюируемых высказались за большую подотчетность корпораций, и лишь 20 % из них согласились с утверждением, что единственная цель деятельности любой корпорации — прибыль<sup>188</sup>. В своем докладе Комиссия утверждает, что главный способ совершенствования CSR — информационная открытость компаний. Помимо прочих рекомендаций, содержащихся в докладе, Комиссия предлагает, чтобы компании, числящиеся в листинге канадских бирж, были обязаны раскрывать свое понимание корпоративной ответственности в годовых отчетах. Кроме того предлагается, чтобы канадское правительство ввело в действие законы, защищающие работников от увольнения или любого другого наказания за обнародование предполагаемых преступных мошеннических действий, совершенных их работодателем. Доклад рекомендует, чтобы курс по CSR стал обязательной частью программы школ бизнеса.

---

<sup>187</sup> Canadian Democracy and Corporate Accountability Commission, “The New Balance Sheet: Corporate Profits and Responsibility in the 21<sup>st</sup> Century,” Toronto, January 2002.

<sup>188</sup> Canadian Democracy and Corporate Accountability Commission, Executive Summary, материал находится в сети Интернет по адресу: <http://www.corporate-accountability.ca/>, p.2.

#### **5.3.4. Отмывание денег и 11 сентября 2001 г.**

Участвуя в международной борьбе с отмыванием денег, канадское правительство создало Financial Transactions and Reports Analysis Center of Canada (FINTRAC)- независимое агентство, в чьи полномочия входит сбор, анализ, оценка и предание гласности информации, позволяющей отследить, предупредить и воспрепятствовать отмыванию денег. Полномочия организации позволяют требовать исполнения норм бухгалтерского учета и отчетности, установленных Законом “Proceeds of Crime (Money Llaundering) Act” и повышения уровня информированности и осведомленности в сфере, относящейся к отмыванию денег. С 2001 г. банки и другие финансовые институты обязаны сообщать о подозрительных финансовых операциях и перемещении крупных сумм наличными через границы страны. Эти меры реализуются поэтапно в течение 2002 г. Банк Канады также изымает из обращения купюры крупного достоинства (прежде всего 1000 долл.) для того, чтобы уменьшить возможности для криминальных элементов перемещать значительные средства внутри финансовой системы страны.

В результате террористической атаки на Нью-Йорк 11 сентября 2001 г. полномочия FINTRAC были расширены, благодаря изменениям и дополнениям в Законы “Proceeds of Crime (Money Laundering) Act” и “Terrorist Financing Act”. Согласно новому законодательству, частные лица и организации обязаны сообщать о фактах финансирования террористической деятельности, а FINTRAC уполномочен получать информацию от общественности относительно подозрительной финансовой деятельности, которая может быть связана с терроризмом.

#### **5.3.5. Арбитраж или скупка ценных бумаг для их последующей перепродажи**

Можно выделить два вида арбитража, характерных для канадских рынков и корпоративного управления. Один из них связан с ценами: разнятся ли цены на одни и те же акции в США и Канаде, и если нет, то почему? Приемы арбитража сегодня так хорошо закамуфлированы, что ответ на первый вопрос может быть только отрицательным. Одни и те же брокеры имеют места на главных североамериканских биржах и вовлечены в компьютеризованную торговлю ценными бумагами. Как только появляется информация о значительном разрыве в котировках акций, то на соответствующих биржах автоматически вводятся в действие инструкции о продаже и покупке акций и цены быстро обретают равновесие, что просто отражает уровень автоматизации системы, которая в прошлом основывалась на

демонстрационных табло на биржевой площадке. Поскольку сегодня реакция рынка на колебания цен стремительна, что отчасти связано с немедленным поступлением новых данных, тревогу стала вызывать проблема достоверности информации. Корпоративный менеджмент теперь дает “вводные” какой-либо “приближенной” узкой группе аналитиков или инвестиционных банков для составления ими, на свой страх и риск, прогнозов продаж или прибылей. Сегодня нормой стало одновременное открытие информации для всех игроков на рынке посредством электронных средств коммуникации.

Более серьезной проблемой представляется явление, которое иногда называют “регулирующий арбитраж”. Известно, что компании “подбирают” те биржи или юрисдикции, чьи процедуры отвечают обстоятельствам, в которых компании оказались на данный момент. Дело порой доходит до того, что появляется своего рода соревнование между биржами или юрисдикциями, которые хотят увеличить свою долю на рынке через предложение менее жестких условий и процедур. В течение многих лет, вплоть до конца 90-ых гг. прошлого века Ванкуверская биржа была местом, которого следовало избегать новичкам: это была площадка для самых подозрительных копеечных акций горнорудных компаний. Однако имеется и некий противовес — тенденция инвесторов обращаться на такую биржу или к такому регулирующему органу, который обеспечивает самые высокие стандарты доступа к информации и объективности. Там, где правила и процедуры жестки, а регулирующие органы беспощадны, инвесторы могут обрести большую уверенность. При уменьшении одного из источников рисков общая стоимость капитала для эмитента может снизиться.

Однако в Канаде возникают конфликты между юрисдикциями. Так, в частности, мы уже отмечали, расщепление юрисдикции федерального и региональных правительств по вопросу о ценных бумагах и наличие “балласта” в форме дублирующего регионального законодательства по данному вопросу может быть примером такого конфликта. На практике эта проблема решается путем координации и специализации нескольких региональных и территориальных регулирующих органов, которые решают подобные проблемы в рамках специализированного органа — Canadian Securities Regulators. Сегодня, в принципе, возможно подать заявку на проспект эмиссии в одной провинции и получить разрешение как от местного регуливающего органа, так и соответствующих органов из других провинций (хотя необходимость предоставлять зачастую пухлые тома документации на двух государственных языках по-прежнему вызывает озабоченность эмитентов). Неоднократно уже раздавались призывы к созданию единого общенацио-

нального регулирующего органа (они исходили от эмитентов и от Ontario Securities Commission), однако подобные инициативы наталкивались на возражения со стороны некоторых провинций, главным образом Квебека и Альберты. Что касается федерального правительства, то, несмотря на наличие BNA АСТ, как основания для передачи этого вопроса в федеральную юрисдикцию, своего согласия оно не давало. Однако выражение его недовольства<sup>189</sup> достаточно для продвижения процесса гармонизации законодательства различных провинций по данному вопросу.

## **Заключение по разделу 5**

Подытоживая все сказанное выше, можно отметить, что развитие канадской системы корпоративного управления и финансов со временем эволюционировало от предприятий, имевших одного владельца, и товариществ до сегодняшней системы, в рамках которой функция владения все в большей мере удаляется от функции управления. Процесс замены владельцев на менеджеров начался чуть более ста лет назад, и с тех пор первичные владельцы акционерного капитала все в большей степени уходили от ежедневного управления делами корпорации. Вначале они были просто акционерами; затем — инвесторами в паевые инвестиционные фонды, которые стали посредниками между мелкими инвесторами, вкладывающими в них свои сбережения и корпоративным менеджментом или получателями выплат из пенсионных фондов и инвестициями страховых компаний. В последнем случае между инвесторами и менеджментом появляется дополнительный слой посредников — ведь пенсионные фонды прибегают к услугам профессиональных менеджеров, которые размещают инвестиции по поручению ПФ.

Ни одна из этих форм мобилизации больших финансовых ресурсов не могла бы состояться без законодательства о доверительном управлении и ответственности перед обществом. Эти законы зародились в Великобритании 19 в. и впоследствии быстро развивались. Таким образом, у директоров корпораций появились серьезные обязательства работать добросовестно, чтобы наилучшим образом соблюдать интересы корпорации и ее акционеров. Это положение стало основой системы корпоративного управления Канады.

---

<sup>189 45</sup> Cf. Elizabeth Church, [“Finance Minister] Martin calls for harmonization of provinces’ securities rules”, *Globe and Mail*, May 22 2002, p.B1.

Для корпораций, в которой акционеры представлены частными лицами, главная угроза — концентрация власти в руках нескольких инсайдеров, для которых доминантой может стать стремление к личному обогащению и вокруг действий которых умные и высокооплачиваемые адвокаты могут создать “дымовую завесу”. Такого рода ситуация возникает в следующих случаях: обычно “прослойки” из посредников между собственниками и менеджерами могут до такой степени ослабить нормы подотчетности, что менеджмент корпорации получает возможность присваивать значительную часть прибавочной стоимости, создаваемой корпорацией. Эта тенденция подтверждается наблюдающимся вот уже более 100 лет ростом оплаты труда менеджеров. Наиболее свежее и поразительное подтверждение тому — выпуск опционов для высшего звена корпоративных управленцев, которые размывают долю рядовых акционеров и приносят своим владельцам то самое богатство, которое в прежние времена было прерогативой капиталистов, а не нанимаемых ими помощников в управлении компанией. В этом смысле важным элементом реформы, которая может получить свое развитие из достаточно противоречивых предложений, становится отчетность по стоимости таких опционов, которые пользуются большой популярностью, поскольку в финансовых отчетах компании не относятся на себестоимость<sup>190</sup>.

Следующей опасностью для качества управления представляет наличие акционера с доминирующим, контрольным или даже мажоритарным пакетом акций. Это явление в большей степени характерно именно для Канады, чем для других стран и, в частности, США. Подобный акционер обеспечивает в правлении компании “свое” большинство. Защита от подобной практики — хорошо работающая система соответствующих законов и их инфорсмент. В этом случае на первый план выходит обязанность независимых директоров оценить ситуацию и выступить в защиту прав миноритарных акционеров; их деятельность подкрепляется указанной системой законов и примерами из практики корпоративного управления (см. цит. выше поглощение компанией Nova Bancorp корпорации Strategic Value). Естественно, во взаимоотношениях директоров, представляющих мажоритарного акционера, и независимых директоров наблюдаются трения, однако свое положительное воздействие оказывает современная тенденция предоставления

---

<sup>190</sup> “Coming Clean of Stock Options”, the Economist, April 27, 2002, 71-77

большинства мест в правлении независимым директорам. Последние, в свою очередь, призваны играть решающую роль в комитетах правления по заработной плате и аудиту.

Наконец, остается открытой проблема корпораций Короны — полностью государственных предприятий. Хотя сегодня и не существует формальных препятствий к их приватизации, зачастую политические власти не проявляют политической воли по этому вопросу. Чтобы ни утверждали идеологи свободного рынка, еще на многие годы государственные корпорации останутся частью канадского корпоративного ландшафта<sup>191</sup>. В данном конкретном случае также имеются два, правда, различных источника угрозы качеству корпоративного управления: во-первых, члены правления и, до некоторой степени менеджмент, получают посты в компании по причинам, которые могут выходить за рамки их квалификации и пригодности к данной работе, — обычно директора государственных корпораций должны быть на дружеской ноге с правительством, а структура совета директоров должна отражать принцип регионального, этнического и гендерного равенства.

Другой угрозой должному уровню управления государственной корпорацией стало то, что многие подобные предприятия функционируют в тепличной среде. Там, где конкуренция либо слаба, либо отсутствует в принципе, общество может защитить себя от проявлений монополизма, однако для компаний отсутствие конкуренции означает лень, дряблость и исчезновение стремления к экономической эффективности у счастливицков, получивших комфортные условия работы и хорошее жалование. К сожалению, нет такой “серебряной пули”, которой можно было бы уничтожить подобные явления, однако есть способы создать суррогат конкуренции — стандарты измерения эффективности деятельности компании, система оплаты труда, в основе которой лежат результаты ее работы; кроме того, большую помощь здесь могут оказать пресса и публичное раскрытие информации о деятельности компаний.

---

<sup>191</sup> “Privatization in Canada and lessons for Russia,” chapter 3 in A. Radygin, R. Entov, G. Malginov, Y. Gritson, V. Bondarev, O. Prerdeina, H. Swain, and T. Goodfellow, *Transformation of ownership relationship: comparative analysis of the Russian regions and the general problems of the emergence of the new system of ownership rights in Russia*, Institute for Economy in Transition, Moscow, 2001; также имеется вариант на русском языке: [www.iet.ru](http://www.iet.ru) .



Таковы основные угрозы эффективности корпоративного управления в Канаде, однако есть и другие: огромное разнообразие всех форм и способов функционирования корпораций способствует появлению все новых соблазнов. Если канадцы не будут упускать эту проблему из поля зрения, они смогут легче ориентироваться в призывах различного рода поборников совершенствования в области корпоративного управления, число которых множится вслед за чередой непрерывных скандалов, связанных с канадскими и американскими корпорациями.

## Заключение

В основе любых предложений по совершенствованию корпоративного управления в России должно лежать понимание реальных социально-экономических процессов. В значительной степени модель корпоративного управления формируется за рамками права. При этом в России в настоящее время формально присутствуют компоненты всех традиционных моделей: относительно распыленная собственность (но неликвидный рынок и слабые институциональные инвесторы), явная и устойчивая тенденция к концентрации собственности и контроля (но при отсутствии адекватного финансирования и эффективного мониторинга), элементы перекрестных владений и формирование сложных корпоративных структур разного типа (но при отсутствии тяготения к какому-либо типу). Прежде чем что-либо менять, следуют достаточно четко осознавать, кого, от кого, зачем и в какой мере необходимо защищать в рамках национальной модели корпоративного управления.

В рамках анализа особенностей **правового регулирования корпоративного сектора в регионах** можно сделать следующие выводы.

Наибольшее внимание в регионах уделяется различным аспектам государственного участия в хозяйственных обществах, в меньшей степени развиты законодательные нормы, посвященные вопросам защиты прав акционеров и процедуре банкротства, а проблемы антимонопольного регулирования практически не рассматриваются. Приоритетность вопросов государственного участия в хозяйственных обществах подтверждается не только большим количеством соответствующих нормативных актов и разнообразием их тематики, но и тем, что в подготовке именно этой группы документов достаточно большую активность проявили органы законодательной власти. Зато другие группы документов подготавливались почти исключительно исполнительной властью.

Корпоративное законодательство развито в разных регионах в разной степени. Среди субъектов Федерации, в которых этим вопросам уделяется большое внимание, необходимо выделить, прежде всего, Республику Татарстан, Республику Башкортостан, Республику Алтай, Москву, Московскую область, Санкт-Петербург. Можно предположить, что именно в этих областях власти стремятся к установлению максимально возможного контроля над предприятиями и предпринимательской деятельностью.

С другой стороны, в Республиках Северного Кавказа, а также в ряде областей Центральной России (в частности, в Белгородской, Орловской, Курской и др.) корпоративное законодательство вообще не развито, что может свидетельствовать только о невнимании региональных властей к этим вопросам.

Кроме того, имеется очевидная связь между развитостью корпоративного законодательства региона и находящихся на его территории муниципалитетов. В качестве примера можно привести Башкортостан и г.Уфу, Ростовскую область и г.Ростов-на-Дону, Якутию и г.Якутск, Бурятию и г.Улан-Удэ. Исключением здесь являются только Татарстан и Республика Алтай. В отношении первого можно предположить, что власти этого субъекта Федерации стремятся максимально полно контролировать все области корпоративного права, в том числе и те, которые обычно находятся в ведении муниципальных властей. В отношении Алтая по-видимому все просто – количество хозяйственных обществ, работающих на его территории невелико, и в развитом муниципальном законодательстве нет необходимости.

При анализе законодательной базы регионов обнаружить прямых противоречий с федеральным корпоративным законодательством не удалось. Тем не менее складывается впечатление, что органы власти субъектов Федерации при необходимости достаточно легко обходят его положения, просто несвоевременно реагируя на принятие федеральных законов. Примерно такая же ситуация наблюдается и в отношении нормативных актов, посвященных защите прав акционеров и инвесторов. Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» был принят в марте 1999 года, но большинство региональных нормативных актов, посвященных этому аспекту корпоративного законодательства, было принято в 1998 году – то есть они являлись реакцией на Указ Президента «О мерах по обеспечению прав акционеров», подписанный еще в 1993 году. В определенном смысле можно говорить об инертности регионального законодательства.

В этом же контексте можно рассматривать проводимую в настоящее время федеральным центром политику по унификации региональной правовой базы (по сути, приведение ее в соответствие с Конституцией РФ и федеральным законодательством). Реакция регионов на данный аспект политики федерального центра, безусловно, носит многоплановый характер при общей тенденции к демонстрации лояльности федеральной власти. Приведем только два примера.

С одной стороны, многие региональные руководители были вынуждены адекватно отреагировать на требование федерального центра касательно унификации федерального и местных законодательных актов. С другой стороны, региональные власти (как и ряд крупных частных групп, что часто тождественно) достаточно негативно относились к имущественной экспансии федерального центра и стремлению установить контроль над ключевыми финансовыми потоками.

Возможно, что более подробный анализ документов, посвященных конкретным предприятиям и обществам (в том числе и решений арбитражных судов), выявил бы существенное количество нарушений федерального законодательства. Косвенно это подтверждают имеющиеся в нормативной базе регионов отчеты органов власти и арбитражных судов, в которых зафиксировано большое количество нарушений российских законов и подзаконных актов.

Можно высказать предположение, что законодательная активность региональных властей находится в прямой зависимости от активности действующих на территории субъектов Федерации территориальных отделений федеральных ведомств. Так, среди рассмотренных нормативных актов не встречаются документы, подготовленные территориальными управлениями МАП (в отличие, например от документов, подготовленными подразделениями налоговой службы или ФКЦБ) – и именно эти аспекты корпоративного права развиты в регионах в наименьшей степени.

Именно поэтому федеральным властям следует уделять большее внимание корпоративному законодательству регионов (помимо требований унификации), которое, несомненно, нуждается в серьезной доработке.

В рамках **эмпирического исследования** получены следующие выводы.

Во-первых, что в отличие от аналогичных исследований, проведенных для стран Восточной Европы, не выявлено значимых различий между значениями темпов роста совокупной факторной производительности для различных приватизационных групп. Более того, тенденция изменения темпов роста совокупной факторной производительности в 1998 году от группы предприятий, приватизированных в первую очередь, к группе наиболее поздно приватизированных предприятий прямо противоположна предполагаемой: чем раньше было приватизировано предприятие, тем больший спад в совокупной факторной производительности наблюдается.

В 1999 году значения темпов роста совокупной факторной производительности по приватизационным группам также значимо не различаются,

но меняется тенденция межгрупповых изменений: как и ожидалось, предприятия, приватизированные в 1992, 1993 годах и ранее, в 1999 году оказываются более эффективными с точки зрения темпа роста совокупной факторной производительности, чем предприятия, которые приватизированы позднее.

Во-вторых, эконометрический анализ показал, что факт более ранней приватизации не всегда влияет на эффективность деятельности предприятия. В таких городах, как Екатеринбург, Новосибирск, Нижний Новгород, а также по выборке в целом, не обнаружено зависимости между фиктивными переменными, контролирующими эффект приватизации, и производительностью. Более того, даже если влияние приватизационного эффекта на эффективность деятельности фирм и было обнаружено, оно не всегда носило позитивный характер. Так, например, в Московской области, Санкт-Петербурге, Перми эффект более ранней приватизации отрицателен. И лишь в Москве и Красноярске факт более ранней приватизации сыграл положительную роль в развитии предприятий данных городов. Таким образом, можно говорить о том, что гипотеза о большей эффективности деятельности ранее приватизированных фирм имеет четко выраженные региональные особенности (вероятно связанные с региональными особенностями приватизационных процессов и институциональными особенностями развития экономик отдельных регионов) и носит скорее частный, чем общий характер.

В-третьих, выявлены заметные региональные различия при анализе проблемы возможного влияния распределения акционерного капитала на эффективность деятельности предприятий.

Как и в случае с эффектом приватизации, нельзя говорить о всеобщем характере сформулированных гипотез. К примеру, в Москве, Нижнем Новгороде, Новосибирске, Самаре, Перми, а также по всей выборке вообще не обнаружено какого-либо влияния на эффективность деятельности предприятий со стороны инсайдеров. В Санкт-Петербурге, вопреки общепринятым гипотезам, выявлена положительная зависимость, и только для предприятий Московской области, Екатеринбурга и Красноярска такая зависимость, как и предполагалось, оказалась отрицательной: чем больше акций предприятия сосредоточено в руках инсайдеров, тем менее эффективно оно функционирует.

Что касается влияния доли аутсайдеров в акционерном капитале фирм на их деятельность, то всех случаях, кроме Новосибирска (где была обнаружена ожидаемая положительная зависимость), соответствующая пере-

менная оказывалась незначимой, т.е. можно говорить об отсутствии такого влияния. Стоит отметить, что, тем не менее, для некоторых городов (а именно, для Санкт-Петербурга, Перми, Самары), а также для всей выборки характерно наличие зависимости между распределением акционерного капитала фирм среди других российских предприятий и производительностью (реальной добавленной стоимостью на одного работника), причем во всех случаях эта зависимость положительна, что противоречит традиционным гипотезам. Данный факт интересен еще и тем, что среди аутсайдеров наибольший пакет акций принадлежит именно другим российским предприятиям.

В-четвертых, при проверке гипотезы о зависимости между характером состава совета директоров предприятия и его эффективностью полученные результаты свидетельствуют о том, что во многих случаях (в Москве, Санкт-Петербурге, Красноярске, Самаре и общей базе) ни один из параметров, характеризующих особенности управления предприятием, не оказывает никакого влияния на его производительность. Влияние инсайдеров в составе совета директоров на эффективность деятельности фирмы оказывается положительным для предприятий Московской области и отрицательным – для Нижегородских фирм. Еще в меньшем количестве случаев наблюдается зависимость между остальными показателями состава совета директоров и производительностью фирм: в Перми зафиксировано положительное влияние аутсайдеров, в Новосибирске и Екатеринбурге – также положительное влияние представителей других российских промышленных предприятий и иностранных представителей, соответственно, а в Новосибирске – отрицательная зависимость между показателем доли региональных властей в составе совета директоров и эффективностью деятельности фирм.

Как видно из описанных выше результатов, нельзя говорить об однородности результатов для различных регионов, а также для выборки в целом. Наибольший интерес, с нашей точки зрения, представляют результаты расчетов по Новосибирску, Московской области и Красноярску

Новосибирск отличается от всех остальных городов выборки тем, что для его предприятий оказывается значимым влияние таких факторов, как доля аутсайдеров в акционерном капитале предприятия, доля представителей российских предприятий в совете директоров и доля представителей региональных властей в совете директоров. Фактически, это единственный город выборки, где влияние этих факторов вообще наблюдается. Следует заметить, что характер воздействия на эффективность работы предприятий

со стороны аутсайдеров и региональных властей полностью согласуется с предположениями: наблюдается положительное и отрицательное влияние, соответственно. Что касается влияния доли представителей российских предприятий в акционерном капитале на деятельность фирм, то в принципе можно предполагать, как его положительный характер, так и отрицательный. В данном случае, воздействие положительно.

Модель, полученная для Московской области, интересна тем, что она, с одной стороны, показывает отрицательное воздействие эффекта ранней приватизации на последующую деятельность предприятия, а с другой – такое же отрицательное влияние наличия большой доли инсайдеров в акционерном капитале предприятия. Таким образом, в данном случае можно говорить об отрицательной роли инсайдерской приватизации. С другой стороны, интересен тот факт, что наличие большого количества инсайдеров в совете директоров оказывает положительное воздействие на эффективность работы предприятия.

Результаты расчетов для Красноярска демонстрируют наличие положительного эффекта от ранней приватизации и отрицательной зависимости эффективности деятельности предприятий от наличия большой доли инсайдеров в акционерном капитале. Влияние доли аутсайдеров в составе совета директоров, с одной стороны, незначимо, а с другой – исключение данной переменной из регрессии довольно сильно ухудшает ее качество с точки зрения величины скорректированного  $R^2$ .

В целом – с точки зрения **общих рекомендаций в сфере корпоративного управления**, можно сформулировать следующие предложения:

**Основные направления улучшений в сфере корпоративного управления<sup>192</sup>**

Проблема	Действующее законодательство	Меры по улучшению ситуации
Гарантии регистрации прав собственности инвестора в реестре компа-	Закон “О рынке ценных бумаг”, акты ФКЦБ РФ	разработка стандартных условий контрактов с реестродержателями выбор реестродержателя и условий контракта с ним должны утверждаться годовым собранием акционеров

<sup>192</sup> Использованы также материалы Института корпоративного права и управления; рекомендации Круглого стола ОЭСР по вопросам корпоративного управления в России (заседания 1999-2001 гг.) и проекта Белой книги по вопросам корпоративного управления в России

Проблема	Действующее законодательство	Меры по улучшению ситуации
нии		ответственность реестродержателей за нарушение правил в случаях мошенничества или манипулирования реестром со стороны владельцев реестра (реестродержателей или эмитентов)
“Размывание” долей путем выпуска акций	Закон “Об акционерных обществах”, Закон “О защите прав и законных интересов инвесторов”, Стандарты ФКЦБ	регулирование процедуры выпуска облигаций, конвертируемых в акции детализация регулирования дробных акций, особенно в случаях преимущественного выкупа акций
Нарушение процедур проведения собрания акционеров	Закон “Об акционерных обществах”	- законодательное урегулирование неясных вопросов (например, рассылка бюллетеней для голосования таким образом, чтобы они были получены уже после собрания акционеров, должна однозначно трактоваться как <i>существенное</i> нарушение прав, позволяющее затем (через суд) уйти из АО, получив компенсацию) - систематические проверки соблюдения процедур извещения о проведении общих собраний и опубликования их решений (с учетом уточнения сроков и процедур в результате принятия поправок 2001 г.)
Передача права голоса руководству компании в случаях АДР или ГДР	Акты ФКЦБ РФ	вето на выпуск АДР и ГДР, если он предусматривает передачу права голоса руководству компании
Нарушения при реорганизации и консолидации компаний	Закон “Об акционерных обществах”	- расширение способов реорганизации с соответствующими поправками в ГК РФ, закон “Об акционерных обществах” и др. - помимо реализованного требования о сохранении структуры собственности при реорганизации, необходимость системы мер по защите интересов кредиторов - введение требования о привлечении независимого оценщика - улучшение раскрытия информации
Нарушения требований раскрытия информации	Закон “Об акционерных обществах”, закон “О рынке ценных бумаг”, закон “О защите прав и	совершенствование законодательства по раскрытию информации запрет практики асимметричного предоставления информации некоторым привилегированным сторонам и использования в корыстных целях существенно важной и закрытой информацией.



Проблема	Действующее законодательство	Меры по улучшению ситуации
	законных интересов инвесторов”, Стандарты ФКЦБ	<ul style="list-style-type: none"> <li>- введение международных стандартов бухгалтерского учета</li> <li>- введение уголовной ответственности за нераскрытие информации</li> </ul>
<p>Непрозрачная структура собственности и контроля (раскрытие структуры собственности и контроля необходимо для решения проблем возможных злоупотреблений, связанных со сделками с заинтересованными лицами, включая использование оффшорных и трастовых структур, контролируемых менеджментом или контролирующими акционерами).</p>	<p>Значительное число актов, часто содержащих противоречивые требования (Некоторые акты исходят их процентной доли участия в разрешенном к выпуску капитале, другие учитывают процент голосов. В некоторых правовых актах учитывается также не прямой контроль через номинальных владельцев. Наконец, в соответствии с действующими правилами, нет обязательного требования раскрывать даже официальные соглашения между акционерами).</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- последовательность и непротиворечивость правовой базы установление процедур и разделения ответственности между всеми сторонами (акционерами, эмитентами, реестродержателями, доверительными управляющими и ФКЦБ);</li> <li>- фиксация в законодательстве нормы о том, что предоставление информации об изменениях в собственности компании фондовой бирже и в целом общественности является ответственностью акционеров, как отечественных, так и иностранных;</li> <li>- правовые нормы, касающиеся раскрытия информации, должны однозначно рассмотреть случаи согласованных действий сторон и случаи с участием сторон, находящихся «де-факто» или «де-юре» под контролем других заинтересованных лиц. Санкции за нераскрытие должны быть предусмотрены и за такие случаи.</li> <li>- акционеры ОАО сами обязаны информировать эмитента, фондовый рынок и СМИ о своей собственности в той степени, которая предусматривается законом. Эта обязанность по раскрытию собственного участия в собственности должна распространяться и на собственность, зарегистрированную через номинальных владельцев. Финансовые институты, получившие право на ведение таких счетов номинальных владельцев, и реестродержатели должны также нести ответственность за несоблюдение требований по раскрытию информации.</li> <li>- Законом должны быть также предусмотрены адекватные и понятные уголовные и гражданские санкции за непредоставление сведений о значительных изменениях в собственности. Эти санкции должны распространяться на акционеров, эмитентов, реестродержателей и на организации ответственного хранения.</li> </ul>
“Вывод” активов	Закон “Об акционерных обществах”, Уголовный кодекс РФ (ст.ст. 165, 201,	<ul style="list-style-type: none"> <li>- реформа трудового законодательства (упрощение процедуры увольнения генерального директора)</li> <li>- совершенствование форм финансовой отчетности</li> <li>- усиление и уточнение требований к порядку совершения крупных сделок и сделок заинтересованных лиц</li> </ul>

Проблема	Действующее законодательство	Меры по улучшению ситуации
	204)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- квалификация сделок с аффилированными лицами, расширение понятия «аффилированное лицо»,</li> <li>- разработка понятия «группы юридически независимых, но экономически связанных лиц»</li> </ul>
Трансфертное ценообразование	Закон «Об акционерных обществах», Уголовный кодекс РФ (ст.ст. 165, 201, 204)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- совершенствование налогового законодательства и его правоприменения</li> <li>- совершенствование форм финансовой отчетности</li> </ul>
Умышленное (фиктивное) банкротство с последующей скупкой активов	Закон «О несостоятельности (банкротстве)», Уголовный кодекс РФ	<ul style="list-style-type: none"> <li>- введение мер ответственности арбитражных управляющих за действия (осуществление сделок с активами) в интересах части кредиторов</li> <li>- разработка законодательства о дисквалификации руководителя, действия которого нанесли ущерб возглавляемой им организации и ее кредиторам</li> <li>- принятие дополнительных мер (критериев вхождения в процедуры банкротства) для предупреждения недобросовестного передела собственности и возбуждения дел в отношении фактически платежеспособных предприятий;</li> <li>- расширение практики отказа судебных инстанций от использования процедур банкротства в качестве рядового средства погашения долга (как злоупотребление правом в соответствии со ст. 10 ГК РФ)</li> <li>- уточнение роли государственных органов (как кредиторов и как представителей интересов государства) и процедур их участия в процессе банкротства</li> </ul>
Необоснованные иски (шантаж) эмитента (крупного акционера)	Только судебная практика	<ul style="list-style-type: none"> <li>- введение процедуры альтернативного разрешения споров – проведение административных или арбитражных слушаний государственным регулятивным органом,</li> <li>- развитие системы третейских судов в рамках СРО</li> <li>- разработка положений, призванных защитить совет директоров (руководство) компании от злоупотреблений мелких акционеров посредством (а) проверки обоснованности жалоб, (б) использования т.н. «безопасных гаваней» (такие средства правовой защиты, как правило «делового усмотрения» или отказ от необоснованных требований в раскрытии информации), (в) решения проблемы судебных исков со стороны акционера-«владельца 1 акции» (введение квот или разработка требований по групповым искам)</li> </ul>

Проблема	Действующее законодательство	Меры по улучшению ситуации
Информент (в том числе проблема обеспечения акционеру возможности обращаться в суд)	Комплекс правовых и процессуальных норм	<ul style="list-style-type: none"> <li>- постоянное формирование судебных прецедентов (например, согласно закону «Об акционерных обществах», акционер имеет право на взыскание в пользу общества убытков, причиненных ему по вине его руководителей. Описать такие убытки в законодательстве фактически невозможно, поэтому важны конкретные судебные решения)</li> <li>- судебная реформа в целом</li> <li>- комплекс антикоррупционных мер</li> <li>- улучшение подготовки в области коммерческого права, в особенности законодательства о компаниях, закона о ценных бумагах и закона о банкротстве;</li> <li>- обучение судей основополагающим концепциям делового оборота, так как отсутствие прежнего опыта в деловой практике подчас ведет к чрезмерно буквальному применению законов;</li> <li>- исследование возможности более глубокой специализации судей в области коммерческого права (создание специализированного подразделения арбитражных судов, занимающихся корпоративными исками и исками по ценным бумагам).</li> <li>- открытая публикация и распространение письменных заключений судов и судебных решений в целях повышения ответственности правовой системы;</li> <li>- развитие механизмов частного разрешения споров и профессионального независимого третейского разбирательства (система внесудебного разрешения споров -, административные слушания или независимое третейское разбирательство).</li> </ul>

## Приложение 1

### Анкета для обследования промышленных предприятий

НОМЕР ПРЕДПРИЯТИЯ		НОМЕР АНКЕТЫ ПРИ ВВОДЕ	
ПОЛНОЕ НАЗВАНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ			
КОД ПРЕДПРИЯТИЯ ОКПО		ОТРАСЛЕВОЙ КОД ОКОНХ	
РЕГИОН	1 Москва 2 Московская область 3 Санкт-Петербург 4 Ленинградская область 5 Нижний Новгород 6 Самара 7 Екатеринбург	8 Пермь 9 Новосибирск 10 Красноярск 11 Волгоград 12 Челябинск 13 Омск 14	
ПОЛНЫЙ ПОЧТОВЫЙ АДРЕС ПРЕДПРИЯТИЯ			
ТЕЛЕФОН ПРЕДПРИЯТИЯ		ФАКС ПРЕДПРИЯТИЯ	
ФАМИЛИЯ ИМЯ ОТЧЕСТВО РЕСПОНДЕНТА			
ДОЛЖНОСТЬ РЕСПОНДЕНТА	1 Генеральный директор 2 Заместитель генерального директора 3 Директор по экономике 4 Финансовый директор 5 Другое (запишите)		
ДАТА ПРОВЕДЕНИЯ ИНТЕРВЬЮ (ЦИФРАМИ)	Число		месяц
В КАКОМ ГОДУ БЫЛО ПРИВАТИЗИРОВАНО ПРЕДПРИЯТИЕ			
ПРАВОВАЯ ФОРМА ПРЕДПРИЯТИЯ	1 Открытое акционерное общество 2 Закрытое акционерное общество 3 Общество с ограниченной ответственностью 4 Производственный кооператив 5 Другое (запишите)		

ФАМИЛИЯ ИНТЕРВЬЮЕРА		НОМЕР ИНТЕРВЬЮЕРА	
Настоящее интервью было проведено мною лично, строго в соответствии с инструкцией. Перед тем, как сдать эту анкету, я проверил ее на полноту и правильность заполнения. Я обязуюсь не разглашать полученную мною информацию и не передавать ее никому, кроме ГfК (ГfК).			ПОДПИСЬ ИНТЕРВЬЮЕРА

### РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ

(15)	Какие из перечисленных реформ проводились на Вашем предприятии в течение последних трех лет и в каком году (годах)? СПРОСИТЕ ПРО КАЖДУЮ РЕФОРМУ ОТДЕЛЬНО. Если реформа не проводилась в указанные годы, спросите почему.
------	---

	В каком году проводилась? /ВОЗМОЖНО НЕКОЛЬКО ОТВЕТОВ/			Почему не проводилась за последние три года? /ОДИН ОТВЕТ/					
	1997	1998	1999	Осуществлено до 1997	Хотели бы осуществить, но пока не осуществили по тем или иным причинам	Необходимости не было и нет	Затрудняюсь ответить	Отказ от ответа	По отношению к нам этот вопрос не имеет смысла
Внедрение принципиально новых видов продукции или услуг*	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Снятие с производства нерентабельных видов продукции	1	2	3	4	5	6	7	8	9

Сокращение расходов на объекты социальной сферы	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Сокращение штатов	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Освоение новых рынков сбыта	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Увеличение расходов на маркетинг продукции	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Реорганизация управления	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Внедрение новой технологии для сокращения расходов топлива и энергии	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Внедрение новой технологии для сокращения расходов на сырье и оплату труда	1	2	3	4	5	6	7	8	9

Внедрение новой технологии для повышения качества продукции	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Ликвидация (закрытие) убыточных цехов	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Продажа (сдача в аренду) лишнего оборудования	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Продажа (сдача в аренду) недвижимости или земли	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Смена поставщиков	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Реструктуризация кредиторской задолженности	1	2	3	4	5	6	7	8	9

\* Имеется ввиду принципиально новые, а не просто смена модельного ряда

<b>(16)</b>	Какие из видов налогов и отчислений являются для Вашего предприятия наиболее значимыми и нуждаются в снижении в первую очередь? НЕ БОЛЕЕ ДВУХ ОТВЕТОВ
-------------	---

Начисления на заработную плату	1
Налог на добавленную стоимость	2
Налог на прибыль	3
Налог на имущество и землю	4

Другие /ВПИШИТЕ/	
Затрудняюсь ответить	5
Отказ от ответа	6

(17)	Сталкивается ли Ваше предприятие с административными или иными нерыночными барьерами, препятствующими развитию Вашего бизнеса?	
	Да	1
	Нет	2
	Затрудняюсь ответить	3
	Отказ от ответа	4

### ЕСЛИ «НЕТ», ПРОПУСТИТЬ СЛЕДУЮЩИЙ ВОПРОС

(18)	Какие из них представляют наибольшие проблемы для Вашего предприятия? НЕ БОЛЕЕ ДВУХ ОТВЕТОВ
------	--

Сложность получения разрешений и лицензий на новые виды деятельности и строительство	1
Ограничения на пути расширения рынков Вашей продукции со стороны региональных администраций других регионов	2
Избыточный и необъективный контроль со стороны контролирующих организаций (санитарно-эпидемиологические службы, пожарные, налоговые, экологические инспекции и т.п.)	3
Давление со стороны криминальных структур	4
Другие /ВПИШИТЕ/	
Затрудняюсь ответить	5
Отказ от ответа	6

### ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

(19)	По Вашему мнению, на сколько % в среднем использовались производственные мощности Вашего предприятия в каждый из последних трех лет? Мы имеем в виду, сколько составлял выпуск продукции по сравнению с максимально возможным при полной загрузке мощностей.
------	--

	1997	1998	1999
Уровень использования производственных мощностей	%	%	%
Затрудняюсь ответить	1	1	1
Отказ от ответа	2	2	2



<b>(20)</b>	В настоящий момент, приблизительно какой процент оборудования предприятия относится к следующим возрастным категориям? <b>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 1</b>
-------------	---

Выпущено менее 5ти лет назад	%
Выпущено 6-10 лет назад	%
Выпущено 11-15 лет назад	%
Выпущено более 15 лет назад	%
<b>ВСЕ ОБОРУДОВАНИЕ</b>	<b>100%</b>
Затрудняюсь ответить	1
Отказ от ответа	2

<b>(21)</b>	При применяемых технологиях и объемах производства, как бы Вы могли оценить число занятых сотрудников на Вашем предприятии по сравнению с оптимальным числом? <b>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 2</b>
-------------	---

Превышает оптимальное более чем на 20%	1
Превышает оптимальное на 11%-20%	2
Превышает оптимальное на 5-10%	3
Примерно соответствует оптимальному	4
Отстает от оптимального на 5-10%	5
Отстает от оптимального более чем на 10%	6
Затрудняюсь ответить	7
Отказ от ответа	8

<b>(22)</b>	Если рассмотреть различные географические рынки, на которых работает Ваше предприятие, какой приблизительно процент объема реализации приходился на каждый из них в каждый из последних трех лет?
-------------	---

		1997		1998		1999	
<b>Всего объем реализации</b>		<b>100%</b>		<b>100%</b>		<b>100%</b>	
а)	Внутренний рынок России	%		%		%	
б)	В том числе: Областной/краевой рынок		%		%		%
в)	Экспорт (всего)	%		%		%	
В том числе:							
г)	Страны СНГ		%		%		%
д)	Другие страны		%		%		%
	Затрудняюсь ответить	1		1		1	
	Отказ от ответа	2		2		2	

Примечание: а + в = 100%; б <= а; г + д = в

### КОНКУРЕНЦИЯ

<b>(23)</b>	Если рассматривать основные виды производимой Вами продукции (услуг), сколько у Вас основных отечественных конкурентов на областном/краевом уровне? На российском рынке в целом? /ОДИН ОТВЕТ В КАЖДОЙ СТРОКЕ/						
		Нет конкурентов	1 предприятие	2-5 предприятий	Более 5 предприятий	Затрудняюсь ответить	Отказ от ответа
	На областном/краевом рынке	1	2	3	4	5	6
	На российском рынке (включая областной)	1	2	3	4	5	6

Примечание: под конкурентами имеются ввиду любые другие производители такой же продукции

### ЕСЛИ «НЕТ КОНКУРЕНТОВ», ПРОПУСТИТЬ СЛЕДУЮЩИЙ ВОПРОС

<b>(24)</b>	Принадлежат ли какие-либо из предприятий-конкурентов, о которых Вы говорили, иностранным владельцам или являются совместными предприятиями с иностранным участием?	
	Да	1
	Нет	2
	Затрудняюсь ответить	3
	Отказ от ответа	4

<b>(25)</b>	Испытываете ли Вы серьезную конкуренцию со стороны импорта?	
	Да	1
	Нет	2
	Подобная продукция/услуги в принципе не могут импортироваться	3
	Затрудняюсь ответить	4
	Отказ от ответа	5

<b>(26)</b>	Представьте, что Вы решили повысить цену на основной вид выпускаемой продукции на 10% по сравнению с нынешней ценой (после учета инфляции и на фоне прежних цен конкурентов). Как в результате этого действия изменятся Ваши продажи в натуральном выражении:	
	Упадут более, чем на 10%	1
	Упадут приблизительно на 10%	2
	Упадут менее, чем на 10%	3
	Не изменятся	4
	Затрудняюсь ответить	5
	Отказ от ответа	6

### ФИНАНСЫ

(27)	Представьте ситуацию, что Вашему предприятию необходимо получить краткосрочный банковский кредит (погашение менее чем через 3 месяца) на коммерческих условиях. Какую годовую процентную ставку Вам придется платить?	%
	Затрудняюсь ответить	1
	Отказ от ответа	2

(28)	Представьте ситуацию, что Вашему предприятию необходимо получить банковский кредит. На какой максимальный срок какой-либо банк был бы готов предоставить кредит Вашему предприятию?	
	< 1 месяца	1
	1-3 месяца	2
	4-6 месяцев	3
	7-12 месяцев	4
	1-2 года	5
	3-5 лет	6
	> 5 лет	7
	Невозможно получить кредит на коммерческих условиях	8
	Затрудняюсь ответить	9
	Отказ от ответа	10

(29)	Представьте ситуацию, что Вашему предприятию необходимо получить банковский кредит на коммерческих условиях. Насколько легко для Вашего предприятия было бы получить краткосрочный банковский кредит? Долгосрочный банковский кредит? <b>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 3. /ОДИН ОТВЕТ В КАЖДОМ СТОЛБЦЕ/</b>	
------	--	--

	Краткосрочный банковский кредит на коммерческих условиях	Долгосрочный банковский кредит на коммерческих условиях
Очень легко	1	1
Достаточно легко	2	2
Достаточно сложно	3	3
Очень сложно	4	4
Невозможно	5	5
Затрудняюсь ответить	6	6
Отказ от ответа	7	7

<b>(30)</b>	<p>В течение последних трех лет, получало ли Ваше предприятие финансовую помощь из федерального и/или регионального/местного бюджета в следующих формах? СПРОСИТЕ ПРО КАЖДУЮ ФОРМУ ОТДЕЛЬНО /ВОЗМОЖНО 1 и 2 ОДНОВРЕМЕННО/</p>
-------------	---

	Получало из федерального бюджета	Получало из регионального/местного бюджета	Не получало	Затрудняюсь ответить	Отказ от ответа
Кредит	1	2	3	4	5
Налоговые льготы	1	2	3	4	5
Освобождение от уплаты налогов	1	2	3	4	5
Реструктуризация налоговой задолженности	1	2	3	4	5
Субсидии	1	2	3	4	5
Другое	1	2	3	4	5

<b>(31)</b>	<p>Представьте себе ситуацию, что Вашему предприятию необходимо получить какую-либо финансовую помощь (из перечисленных в предыдущем вопросе). Насколько легко было бы для Вашего предприятия получить финансовую помощь из федерального бюджета? Из регионального/местного бюджета? <b><u>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 3</u></b> /ОДИН ОТВЕТ В КАЖДОМ СТОЛБЦЕ/</p>
-------------	--

	Федеральный бюджет	Региональный/местный бюджет
Очень легко	1	1
Достаточно легко	2	2
Достаточно сложно	3	3
Очень сложно	4	4
Невозможно	5	5
Затрудняюсь ответить	6	6
Отказ от ответа	7	7

**ВОПРОСЫ 32 И 33 ЗАДАЮТСЯ ТОЛЬКО ОТКРЫТЫМ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВАМ И ЗАКРЫТЫМ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВАМ (ПРОВЕРИТЬ ПО ОТВЕТУ НА ОБЛОЖКЕ)**

<b>(32)</b>	Представьте себе ситуацию, что Вашему предприятию необходимо получить дополнительное финансирование. Насколько легко Вы могли бы получить финансирование за счет дополнительной эмиссии акций и продажи их российским инвесторам? <b><u>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 3</u></b>
-------------	---

	Очень легко	1
	Достаточно легко	2
	Достаточно сложно	3
	Очень сложно	4
	Невозможно	5
	Затрудняюсь ответить	6
	Отказ от ответа	7

<b>(33)</b>	Представьте себе ситуацию, что Вашему предприятию необходимо получить дополнительное финансирование. Насколько легко Вы могли бы получить финансирование за счет дополнительной эмиссии акций и продажи их иностранным инвесторам? <b><u>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 3</u></b>
-------------	--

	Очень легко	1
	Достаточно легко	2
	Достаточно сложно	3
	Очень сложно	4
	Невозможно	5
	Затрудняюсь ответить	6
	Отказ от ответа	7

<b>(34)</b>	Для оценки инвестиций в основной капитал, есть ли у Вашего предприятия минимальный допустимый уровень рентабельности или максимальный период окупаемости капиталовложений?	
	Да	1
	Нет	2
	Затрудняюсь ответить	3
	Отказ от ответа	4

**ЕСЛИ “ДА” ПРОДОЛЖИТЬ. В ОСТАЛЬНЫХ СЛУЧАЯХ  
ПЕРЕЙТИ К ВОПРОСУ 35**

Если да, то каков:		
	Минимальный допустимый уровень рентабельности	%
И/ИЛИ	Максимальный срок окупаемости	месяцев
	Затрудняюсь ответить	1
	Отказ от ответа	2

<b>(35)</b>	После августа 1998 г. осуществляло ли Ваше предприятие крупные инвестиции в основной капитал?	
	Да	1
	Нет	2
	Затрудняюсь ответить	3
	Отказ от ответа	4

<b>(36)</b>	Каковы были источники инвестиций в основной капитал в 1997, 1998 и 1999 г.г.? Оцените, пожалуйста, в % (все инвестиции в основной капитал – 100%). <b><u>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 4</u></b>	

	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<b>ВСЕГО</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Собственные средства предприятия	%	%	%
Дополнительный выпуск акций и/или облигаций, проданных на открытом рынке	%	%	%
Банковские кредиты	%	%	%
Средства федерального бюджета и внебюджетных фондов	%	%	%
Средства областного/краевого бюджета	%	%	%
Российские частные инвесторы	%	%	%
Зарубежные частные инвесторы	%	%	%
Другие источники	%	%	%
Инвестиций в основной капитал не было	3	3	3
Затрудняюсь ответить	1	1	1
Отказ от ответа	2	2	2

Примечание: Если респондент не может сказать точно, попросите оценить приблизительно.

(37)	<p>Представьте себе следующую ситуацию на Вашем предприятии. Входящий поток наличности за квартал на 10% ниже планируемого. Временный кассовый разрыв за 3 месяца равен 10% от объема продаж. (Подчеркнуть, что это временно, средства поступят, но с опозданием). Однако, <b>потребности в оборотном капитале и уровень производства остаются прежними</b>. Каким образом Вы покроете временный недостаток финансовых средств? Назовите основные 3 или 4 источника. Оцените долю каждого из них в %.</p> <p><b><u>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 5</u></b></p>
------	--

			<b>100%</b>
	Продажа краткосрочных финансовых вложений	1	%
	Банковский кредит	2	%
	Кредит у поставщиков	3	%
	Задержка платежа поставщикам/коммунальным службам	4	%
	Выпуск векселей	5	%
	Бартерные расчеты	6	%
	Задержка платежей в бюджет (налоги) и внебюджетные фонды	7	%
	Задержка выплаты заработной платы	8	%
	Субсидии правительства	9	%
	Другое	10	%
	Это можно сделать, только сократив объемы производства предприятия	11	
	Затрудняюсь ответить	12	1
	Отказ от ответа	13	2

Примечание: Если респондент говорит, что это зависит от обстоятельств, попросите его представить, что эта ситуация сложилась в настоящий момент

(38)	<p>Какова была доля (%) каждой из ниже перечисленных форм расчетов с поставщиками в 1999 году?</p> <p><b><u>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 6</u></b></p>	
	Наличный или безналичный расчет	%
	Векселя	%
	Взаимозачет	%
	Бартер	%
	Другое	%
	<b>ВСЕГО</b>	<b>100%</b>
	Затрудняюсь ответить	1
	Отказ от ответа	2

<b>(39)</b>	Какова была доля (%) каждой из ниже перечисленных форм расчетов с покупателями в 1999 году? <b>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 6</b>	
	Наличный или безналичный расчет	%
	Векселя	%
	Взаимозачет	%
	Бартер	%
	Другое	%
	<b>ВСЕГО</b>	<b>100%</b>
	Затрудняюсь ответить	1
	Отказ от ответа	2

### СОБСТВЕННОСТЬ

ВОПРОСЫ 40 - 43 ЗАДАЮТСЯ ТОЛЬКО **ОТКРЫТЫМ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВАМ И ЗАКРЫТЫМ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВАМ (ПРОВЕРИТЬ ПО ОТВЕТУ НА ОБЛОЖКЕ)**

<b>(40)</b>	Как примерно распределены акции Вашего предприятия между различными группами акционеров (в %)? <b>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 7</b>	

	На момент приватизации	На 01.01.00
<b>ВСЕГО</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Рабочие / сотрудники предприятия	%	%
Администрация предприятия	%	%
Бывшие сотрудники предприятия	%	%
Федеральные органы власти	%	%
Региональные и местные органы власти	%	%
Российские предприятия	%	%
Российские банки и финансовые компании (включая Финансово-промышленные группы)	%	%
Зарубежные предприятия и банки	%	%
Другие	%	%
Затрудняюсь ответить	1	1
Отказ от ответа	2	2

Примечание: Если респондент не может ответить отдельно про рабочих и администрацию отдельно, спросите вместе про всех работников предприятия (рабочие + администрация)



<b>(41)</b>	Приходилось ли на какого-либо отдельного акционера более 25% обыкновенных акций на момент приватизации? На 1 января 2000г.? /ОДИН ОТВЕТ В КАЖДОЙ СТРОКЕ/
-------------	--

		Да	Нет	Затрудняюсь ответить	Отказ от ответа
	На момент приватизации	1	2	3	4
	На 01.01.00	1	2	3	4

<b>(42)</b>	Приходилось ли на какого-либо отдельного акционера более 50% обыкновенных акций на момент приватизации? На 1 января 2000г.? /ОДИН ОТВЕТ В КАЖДОЙ СТРОКЕ/
-------------	--

		Да	Нет	Затрудняюсь ответить	Отказ от ответа
	На момент приватизации	1	2	3	4
	На 01.01.00	1	2	3	4

**ЕСЛИ В КАКОЙ-ЛИБО СТРОКЕ В .42 ОТВЕТ «ДА», ПРОПУСТИТЬ СООТВЕТСТВУЮЩУЮ СТРОКУ СЛЕДУЮЩЕГО ВОПРОСА**

<b>(43)</b>	Приходилось ли на каких-либо двух или трех акционеров в сумме более 50% обыкновенных акций на момент приватизации? На 1 января 2000г.? /ОДИН ОТВЕТ В КАЖДОЙ СТРОКЕ/
-------------	---

		Да	Нет	Затрудняюсь ответить	Отказ от ответа
	На момент приватизации	1	2	3	4
	На 01.01.00	1	2	3	4

#### **УПРАВЛЕНИЕ ПРЕДПРИЯТИЕМ**

<b>(44)</b>	Ваша компания входит в состав какой-либо финансово-промышленной группы или является членом какой-либо ассоциации? /ВОЗМОЖНО НЕСКОЛЬКО ОТВЕТОВ/
-------------	--

Нет	1
Член региональной ассоциации производителей	2
Член российской ассоциации производителей	3
Входит в состав финансово-промышленной группы	4
Другое	5
Затрудняюсь ответить	6
Отказ от ответа	7

(45)	В каком году руководитель Вашего предприятия был назначен/выбран на свой пост?	год
	Затрудняюсь ответить	1
	Отказ от ответа	2

(46)	С какого года руководитель работает на предприятии в какой-либо должности?	год
	Затрудняюсь ответить	1
	Отказ от ответа	2

(47)	Был ли руководитель назначен/выбран на место уволенного или не справлявшегося со своими обязанностями руководителя?	
	Да	1
	Нет	2
	Затрудняюсь ответить	3
	Отказ от ответа	4

(48)	Представители каких из перечисленных групп и в каком количестве в настоящий момент входят в состав совета директоров Вашего предприятия? <b>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 8</b>		
			Количество членов:
	<b>Всего</b>		
	включая:		
	Представители коллектива	1	
	Представители руководства компании	2	
	Представители федеральных органов власти	3	
	Представители региональных и/или местных органов власти	4	
	Иностранные представители	5	

(48)	Представители каких из перечисленных групп и в каком количестве в настоящий момент входят в состав совета директоров Вашего предприятия? <b>ПОКАЖИТЕ КАРТОЧКУ 8</b>		
	Представители российских банков	6	
	Представители российских инвестиционных компаний и фондов	7	
	Представители других российских промышленных предприятий	8	
	Крупные российские акционеры-физические лица	9	
	Другие	10	
	Затрудняюсь ответить	11	1
	Отказ от ответа	12	2

(49)	Есть ли у Вашего предприятия иностранный инвестор?	
	Да	1
	Нет	2
	Затрудняюсь ответить	3
	Отказ от ответа	4

(50)	Имеет ли кто-либо из высшего руководства предприятия (3-4 члена руководства, занимающие высшие посты) следующее образование?
------	--

		Да	Нет	Затрудняюсь ответить
	Высшее Экономическое образование, полученное в России	1	2	3
	Высшее Экономическое образование, полученное за рубежом	1	2	3
	Курсы для руководящих работников в России в течение последних 5 лет	1	2	3
	Курсы для руководящих работников за рубежом в течение последних 5 лет	1	2	3
	Степень «Эм Би Эй», полученная в России	1	2	3
	Степень «Эм Би Эй», полученная за рубежом	1	2	3

Примечание: “Эм Би Эй” (MBA) - степень магистра по бизнес-администрированию

<b>(51)</b>	Привлекало ли Ваше предприятие к обучению персонала или разработке проектов внешних консультантов: /ВОЗМОЖНО НЕСКОЛЬКО ОТВЕТОВ/
-------------	---

		Привлекало до 1997 г.	Привлекало в 1997-2000гг.	Не привлекало	Затрудняюсь ответить	Отказ от ответа
	Зарубежную правительственную или неправительственную организацию	1	2	3	4	5
	Частных зарубежных консультантов	1	2	3	4	5
	Частных отечественных консультантов	1	2	3	4	5

Примечание: Аудиторы не учитываются

#### ПРИЛОЖЕНИЕ К АНКЕТЕ

ПОЛНОЕ НАЗВАНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ			НОМЕР ПРЕДПРИЯТИЯ (с анкеты руководителя)
КОД ПРЕДПРИЯТИЯ ОКПО		ОТРАСЛЕВОЙ КОД ОКОНХ	
ЗАПИШИТЕ, К КОМУ МОЖНО ОБРАТИТЬСЯ, ЕСЛИ ВОЗНИКНЕТ НЕОБХОДИМОСТЬ УТОЧНИТЬ КАКИЕ-ТО ЦИФРЫ (ФАМИЛИЯ ИМЯ ОТЧЕСТВО И ТЕЛЕФОН)			

Пожалуйста не оставляйте пустых, не заполненных граф в таблицах.

Если значение того или иного показателя равно нулю, то просим ставить в соответствующих графах «0» или «-».

#### ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

<b>(52)</b>	Какова среднесписочная численность штатных сотрудников (работников списочного состава) на Вашем предприятии в каждый из последних трех лет? Примечание: например, можно рассчитать на основе статистической формы №П-4, строка 02
-------------	--

	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
Среднесписочная численность			

<b>(53)</b>	Какова среднесписочная численность внештатных сотрудников (внешних совместителей и работников, выполнявших работы по договорам) на Вашем предприятии в каждый из последних трех лет? Примечание: например, можно рассчитать на основе статистической формы №П-4, строки 03+04
-------------	--

	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
Внештатные сотрудники			

<b>(54)</b>	Какова среднемесячная начисленная заработная плата штатных сотрудников Вашего предприятия (работников списочного состава), в рублях (включая доплаты и премии, входящие в фонд начисленной заработной платы, но до вычета отчислений в социальные фонды) в каждый из последних трех лет? Примечание: например, можно рассчитать на основе статистической формы №П-4, строка 02
-------------	---

	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
Среднемесячная заработная плата сотрудников	Руб.	Руб.	Руб.

<b>(55)</b>	Каковы были выручка от реализации и себестоимость реализованных товаров и услуг 1997, 1998 и 1999 годах? Каковы были прибыли и убытки Вашего предприятия в (тыс. руб)? Примечание: данные можно взять из формы №2 «Отчет о прибылях и убытках»
-------------	---

	<b>Код стро- ки</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
Выручка от реализации товаров/услуг (без НДС и акцизов)	010	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Себестоимость реализации товаров/услуг	020	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Прибыль от реализации:	050			
В случае прибыли		тыс руб	тыс руб	тыс руб
В случае убытков		- тыс руб	- тыс руб	- тыс руб
Проценты к уплате	070	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Прибыль отчетного периода:	140			
В случае прибыли		тыс руб	тыс руб	тыс руб
В случае убытков		- тыс руб	- тыс руб	- тыс руб
Налогообложение прибыли	150	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Затрудняюсь ответить		1	1	1
Отказ от ответа		2	2	2

<b>(56)</b>	Какова была структура затрат Вашего предприятия в 1997, 1998 и 1999 годах (тыс. руб)? Примечание: данные можно взять, например, из Приложения к балансу, форма №5, Раздел 6.
-------------	---

	<b>Код строки</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
Материальные затраты	610	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Затраты на оплату труда	620	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Отчисления на социальные нужды	630	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Амортизация основных средств	640	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Прочие затраты	650	тыс руб	тыс руб	тыс руб
<b>ВСЕГО затрат</b>	<b>660</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>
Из них отнесено на непроизводственные счета	661	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Затрудняюсь ответить		1	1	1
Отказ от ответа		2	2	2

<b>(57)</b>	Сколько средств затратило Ваше предприятие на инвестиции в основной капитал в каждый из последних трех лет? Имеются в виду инвестиции в здания и сооружения и инвестиции в машины и оборудование. Примечание: данные можно взять, например, из статистической формы №П-2, Раздел 2, строки 27 и 28
-------------	---

	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
Инвестиции в здания (кроме жилых) и сооружения	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Инвестиции в машины, оборудование, инструмент, инвентарь	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Затрудняюсь ответить	1	1	1
Отказ от ответа	2	2	2

(58)	Каково было состояние баланса Вашего предприятия на конец года (в тыс. руб.)?
------	---

	Код стро- ки	1997	1998	1999
<b>БАЛАНС</b>	<b>399</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>
<b>I. Внеоборотные активы</b>	<b>190</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>
В том числе:				
Нематериальные активы	110	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Основные средства	120	тыс руб	тыс руб	тыс руб
<b>II. Оборотные активы</b>	<b>290</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>
В том числе:				
Запасы	210	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Дебиторская задолженность покупателей и заказчиков, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев	241	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Денежные средства	260	тыс руб	тыс руб	тыс руб
<b>III. Убытки</b>	<b>390</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>
<b>IV. Капитал и резервы</b>	<b>490</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>
<b>V. Долгосрочные пассивы</b>	<b>590</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>
<b>VI. Краткосрочные пассивы</b>	<b>690</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>	<b>тыс руб</b>
В том числе:				
Задолженность по оплате труда	624	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Затрудняюсь ответить		1	1	1
Отказ от ответа		2	2	2

Примечание: 190+290+390=399, 490+590+690=399

(59)	Каков был размер общей дебиторской задолженности покупателей и заказчиков на конец года? Какой размер дебиторской задолженности покупателей и заказчиков был <b>просрочен</b> ? Примечание: данные можно взять, например, из статистической формы №П-3, Раздел 1, строка 05
------	---

	1997	1998	1999
Дебиторская задолженность покупателей и заказчиков	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Из нее просроченная	тыс руб	тыс руб	тыс руб
Затрудняюсь ответить	1	1	1
Отказ от ответа	2	2	2

(60)	Какова была кредиторская задолженность по следующим платежам на конец года.?
(61)	Из нее какой объем задолженности был просрочен? Примечание: данные можно взять, например, из статистической формы №П-3, Раздел 1, строки 10, 13, 14, 16.

	№ строки	Кредиторская задолженность ВСЕГО			Из нее просроченная		
		На 31.12.97	На 31.12.98	На 31.12.99	На 31.12.97	На 31.12.98	На 31.12.99
Задолженность по платежам в бюджет (федеральный и местный)	10	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб
Задолженность по платежам во внебюджетные фонды	13	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб
Задолженность поставщикам	14	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб
Задолженность по кредитам и займам	16	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб	тыс.руб
Затрудняюсь ответить		1	1	1	1	1	1
Отказ от ответа		2	2	2	2	2	2



## Приложение 2

### Список переменных

$\frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$  – реальная добавленная стоимость на одного работника фирмы  $i$  в

году  $t$ ,

$K_{i,t}$  – стоимость основного капитала фирмы  $i$  в году  $t$ ,

$M_{i,t}$  – материальные затраты фирмы  $i$  в году  $t$ ,

$R_{i,t}$  – уровень загрузки мощностей фирмы  $i$  в году  $t$ ,

$L_{i,t}$  – среднесписочная численность штатных сотрудников фирмы  $i$  в

году  $t$ .

$priv92_i = \begin{cases} 1, & \text{если предприятие приватизировано} \\ & \text{не позднее 1992 года,} \\ 0, & \text{в противном случае.} \end{cases}$

$priv93_i = \begin{cases} 1, & \text{если предприятие приватизировано} \\ & \text{не позднее 1993 года,} \\ 0, & \text{в противном случае.} \end{cases}$

$priv93\_92_i = \begin{cases} 1, & \text{если предприятие приватизировано} \\ & \text{в 1993 году,} \\ 0, & \text{в противном случае.} \end{cases}$

$Ins_i$  = доля инсайдеров в акционерном капитале предприятия,

$Work_i$  = доля рабочих в акционерном капитале предприятия,

$Manage_i$  = доля менеджеров в акционерном капитале предприятия,

$Outs_i$  = доля аутсайдеров в акционерном капитале предприятия,

$Rus_i$  = доля российских предприятий в акционерном капитале предприятия,

$reg_i$  = доля региональных властей в акционерном капитале предприятия,

$Ins\_g_i$  = доля инсайдеров в Совете директоров,

$Outs\_g_i$  = доля аутсайдеров в Совете директоров,

$Rus\_g_i$  = доля представителей российских предприятий в Совете директоров,

$Rus1\_g_i$  = доля представителей российских предприятий + другие в Совете директоров,

$For\_g_i$  = доля представителей иностранных предприятий в Совете директоров,

$Reg\_g_i$  = доля представителей региональных властей в Совете директоров.

$$sec\ i = \begin{cases} 1, & \text{если предприятие принадлежит} \\ & \text{сектору } i\ (i = 13, \dots, 18), \\ 0, & \text{в противном случае.} \end{cases}$$

13= химическая промышленность;

14= машиностроение;

15= лесная промышленность;

16= строительные материалы;

17= легкая промышленность;

18= пищевая промышленность.

$$Moscow = \begin{cases} 1, & \text{если предприятие находится в Москве;} \\ 0, & \text{в противном случае,} \end{cases}$$

$$\begin{aligned}
MosReg &= \begin{cases} 1, & \text{если предприятие находится в} \\ & \text{Московской области;} \\ 0, & \text{в противном случае,} \end{cases} \\
S\_Pb &= \begin{cases} 1, & \text{если предприятие находится в} \\ & \text{Санкт – Петербурге,} \\ 0, & \text{в противном случае,} \end{cases} \\
Ekat &= \begin{cases} 1, & \text{если предприятие находится в Екатеринбурге,} \\ 0, & \text{в противном случае,} \end{cases} \\
Krasn &= \begin{cases} 1, & \text{если предприятие находится в Красноярске;} \\ 0, & \text{в противном случае,} \end{cases} \\
N\_Nov &= \begin{cases} 1, & \text{если предприятие находится в Н.Новгороде,} \\ 0, & \text{в противном случае,} \end{cases} \\
Novos &= \begin{cases} 1, & \text{если предприятие находится в Новосибирске;} \\ 0, & \text{в противном случае,} \end{cases} \\
Perm &= \begin{cases} 1, & \text{если предприятие находится в Перми;} \\ 0, & \text{в противном случае.} \end{cases}
\end{aligned}$$

### Приложение 3. Усредненная структура состава акционеров предприятий и совета директоров предприятий

ТАБЛИЦА ПЗ.1

Усредненная структура состава акционеров предприятий  
(на момент приватизации и на 1 января 2000 года)

Регион			Рабочие/сотрудники предприятия	Администрация	Рабочие + администрация	Бывшие сотрудники предприятия	Рабочие + администрация + бывшие со- трудники	Федеральные органы власти	Региональные и местные органы власти	Российские предприятия	Российские банки и финансово- промышленные компании	Зарубежные предприятия и банки	Другие
			Число наблюдений										
Москва	На момент приватизации	Число наблюдений	26	25	30	30	30	31	31	31	31	31	31
		Среднее	0,56	0,16	0,70	0,05	0,75	0,06	0,04	0,11	0,04	0,00	0,01
	На 1 января 2000 года	Число наблюдений	25	24	29	29	30	30	30	30	30	30	30
		Среднее	0,39	0,24	0,62	0,09	0,70	0,05	0,05	0,11	0,06	0,01	0,03
Московская область	На момент приватизации	Число наблюдений	28	28	33	33	37	37	37	37	37	37	37
		Среднее	0,48	0,15	0,66	0,06	0,74	0,09	0,09	0,05	0,00	0,01	0,02
	На 1 января 2000 года	Число наблюдений	30	30	34	34	37	37	37	37	37	37	37
		Среднее	0,35	0,14	0,48	0,14	0,64	0,06	0,02	0,10	0,02	0,08	0,08

Регион			Рабочие/сотрудники предприятия	Администрация	Рабочие + администрация	Бывшие сотрудники предприятия	Рабочие + администрация + бывшие сотрудники	Федеральные органы власти	Региональные и местные органы власти	Российские предприятия	Российские банки и финансово-промышленные компании	Зарубежные предприятия и банки	Другие
			Число наблюдений										
Санкт-Петербург	На момент приватизации	Число наблюдений	23	23	34	34	36	37	37	37	37	37	37
		Среднее	0,54	0,10	0,69	0,05	0,73	0,07	0,04	0,07	0,02	0,01	0,06
	На 1 января 2000 года	Число наблюдений	23	24	33	33	38	38	38	38	38	38	38
		Среднее	0,27	0,12	0,50	0,10	0,57	0,03	0,01	0,21	0,04	0,04	0,09
Нижний Новгород	На момент приватизации	Число наблюдений	16	16	44	44	46	46	46	46	46	46	46
		Среднее	0,58	0,12	0,72	0,04	0,75	0,06	0,04	0,08	0,02	0,00	0,06
	На 1 января 2000 года	Число наблюдений	19	19	47	47	50	49	49	49	49	49	49
		Среднее	0,48	0,20	0,69	0,08	0,76	0,01	0,00	0,15	0,03	0,00	0,04
Самара	На момент приватизации	Число наблюдений	12	12	26	26	27	27	27	27	27	27	27
		Среднее	0,50	0,21	0,76	0,02	0,77	0,06	0,04	0,05	0,02	0,00	0,06
	На 1 января 2000 года	Число наблюдений	16	16	27	27	28	28	28	28	28	28	28
		Среднее	0,26	0,17	0,50	0,12	0,64	0,01	0,02	0,18	0,04	0,03	0,08
Екатеринбург	На момент приватизации	Число наблюдений	17	17	38	38	41	41	41	41	41	41	41
		Среднее	0,55	0,08	0,63	0,02	0,63	0,11	0,06	0,10	0,05	0,00	0,05
	На 1 января 2000 года	Число наблюдений	22	22	41	41	45	45	45	45	45	45	45
		Среднее	0,33	0,09	0,42	0,04	0,46	0,04	0,03	0,22	0,09	0,04	0,13

Регион			Рабочие/сотрудники предприятия	Администрация	Рабочие + администрация	Бывшие сотрудники предприятия	Рабочие + администрация + бывшие сотрудники	Федеральные органы власти	Региональные и местные органы власти	Российские предприятия	Российские банки и финансово-промышленные компании	Зарубежные предприятия и банки	Другие
			Число наблюдений										
Пермь	На момент приватизации	Число наблюдений	19	19	27	27	30	30	30	30	30	30	30
		Среднее	0,48	0,08	0,61	0,02	0,64	0,08	0,02	0,11	0,01	0,00	0,14
	На 1 января 2000 года	Число наблюдений	18	18	26	27	32	33	33	33	33	33	33
		Среднее	0,33	0,15	0,49	0,07	0,51	0,03	0,05	0,17	0,02	0,00	0,21
Новосибирск	На момент приватизации	Число наблюдений	22	22	32	32	34	34	34	34	34	34	34
		Среднее	0,53	0,18	0,68	0,04	0,73	0,06	0,03	0,10	0,02	0,00	0,05
	На 1 января 2000 года	Число наблюдений	25	25	37	37	38	38	38	38	38	38	38
		Среднее	0,30	0,33	0,57	0,13	0,71	0,03	0,02	0,13	0,04	0,03	0,05
Красноярск	На момент приватизации	Число наблюдений	26	26	32	32	32	32	32	32	32	32	32
		Среднее	0,59	0,07	0,67	0,03	0,70	0,07	0,10	0,03	0,02	0,00	0,08
	На 1 января 2000 года	Число наблюдений	23	23	30	30	30	31	30	30	30	30	30
		Среднее	0,49	0,10	0,61	0,04	0,65	0,03	0,06	0,06	0,07	0,02	0,13
Все регионы	На момент приватизации	Число наблюдений	189	188	296	296	313	315	315	315	315	315	315
		Среднее	0,53	0,13	0,68	0,04	0,71	0,07	0,05	0,08	0,02	0,00	0,06
	На 1 января 2000 года	Число наблюдений	201	201	304	305	328	329	328	328	328	328	328
		Среднее	0,36	0,17	0,55	0,09	0,63	0,03	0,03	0,15	0,04	0,03	0,09

ТАБЛИЦА ПЗ.2

**Усредненная структура состава совета директоров предприятий  
(на момент проведения опроса)**

Регион		Представители коллектива	Представители руководства компании	Представители федеральных органов власти	Представители региональных и/или местных органов власти	Иностранцы	Представители российских банков	Представители российских инвестиционных компаний и фондов	Представители других российских промышленных предприятий	Крупные российские акционеры – физические лица	Другие
		Число наблюдений									
Москва	Число наблюдений	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
	Среднее	0,18	0,52	0,02	0,04	0,01	0,00	0,01	0,11	0,02	0,10
Московская область	Число наблюдений	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
	Среднее	0,26	0,45	0,05	0,03	0,03	0,00	0,01	0,08	0,04	0,03
Санкт-Петербург	Число наблюдений	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42
	Среднее	0,22	0,35	0,02	0,01	0,01	0,02	0,07	0,11	0,06	2
Нижний Новгород	Число наблюдений	57	57	57	57	56	56	56	57	56	56
	Среднее	0,26	0,52	0,01	0,02	0,01	0,01	0,02	0,08	0,02	0,05
Самара	Число наблюдений	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31
	Среднее	0,43	0,32	0,01	0,02	0,02	0,02	0,04	0,08	0,02	0,05
Екатеринбург	Число наблюдений	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46
	Среднее	0,25	0,35	0,02	0,03	0,01	0,00	0,05	0,18	0,03	0,09
Пермь	Число наблюдений	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
	Среднее	0,27	0,37	0,02	0,07	0,00	0,00	0,01	0,17	0,02	0,04
Новосибирск	Число наблюдений	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
	Среднее	0,25	0,40	0,02	0,03	0,00	0,01	0,06	0,13	0,03	0,07
Красноярск	Число наблюдений	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
	Среднее	0,42	0,23	0,02	0,06	0,01	0,00	0,05	0,07	0,03	0,10
Все регионы	Число наблюдений	355	355	355	355	354	354	354	355	354	354
	Среднее	0,28	0,40	0,02	0,03	0,01	0,01	0,04	0,11	0,03	0,07

**Приложение 4.**  
**Темп роста совокупной факторной**  
**производительности (TFPGr) по различным**  
**приватизационным группам и регионам**

	Москва	Московская область	Санкт-Петербург	Екатеринбург	Красноярск	Нижегород	Новосибирск	Пермь	Самара
<i>1998 год</i>									
<i>Темп роста совокупной факторной производительности группы фирм, приватизированных в 1992 году и ранее</i>	0,07	0,11	0,11	-0,12	-0,11	0,03	-0,51	-0,46	-0,63
Кол-во наблюдений	14,00	20,00	13,00	18,00	8,00	17,00	14,00	11,00	12,00
<i>t</i> -статистика (на значимость отличия от TFPGr группы фирм, приватизированных после 1993 года)	0,35	0,13	1,14	0,56	1,37	0,36	2,88	0,02	0,49
<i>Темп роста совокупной факторной производительности группы фирм, приватизированных в 1993 году</i>	0,14	-0,09	-0,23	-0,06	-0,21	-0,01	-0,11	-0,97	-0,25
Кол-во наблюдений	7,00	4,00	6,00	12,00	8,00	16,00	7,00	5,00	6,00
<i>t</i> -статистика (на значимость отличия от TFPGr группы фирм, приватизированных после 1993 года)	0,63	0,64	0,12	0,45	1,99	0,54	0,67	1,12	3,56
<i>Темп роста совокупной факторной производительности группы фирм, приватизированных после 1993 года</i>	0,00	0,08	-0,18	-0,03	0,11	0,10	0,04	-0,45	-0,75
Кол-во наблюдений	6,00	7,00	4,00	3,00	7,00	3,00	7,00	1,00	5,00
<i>1999 год</i>									
<i>Темп роста совокупной факторной производительности группы</i>	0,48	0,52	0,26	0,12	0,08	0,30	0,15	0,00	-0,04



	Москва	Московская область	Санкт-Петербург	Екатеринбург	Красноярск	Нижний Новгород	Новосибирск	Пермь	Самара
<i>фирм, приватизированных в 1992 году и ранее</i>									
Кол-во наблюдений	15,00	22,00	16,00	20,00	9,00	19,00	15,00	10,00	11,00
<i>t</i> -статистика (на значимость отличия от <i>TFPGr</i> группы фирм, приватизированных после 1993 года)	0,30	0,50	0,50	0,10	1,47	1,89	1,75	0,06	0,48
<i>Темп роста совокупной факторной производительности группы фирм, приватизированных в 1993 году</i>	0,51	0,69	0,36	0,23	0,16	0,16	0,06	0,20	-0,17
Кол-во наблюдений	8,00	4,00	6,00	12,00	8,00	16,00	6,00	7,00	7,00
<i>t</i> -статистика (на значимость отличия от <i>TFPGr</i> группы фирм, приватизированных после 1993 года)	0,48	0,21	0,24	0,48	1,80	1,58	0,77	0,69	0,15
<i>Темп роста совокупной факторной производительности группы фирм, приватизированных после 1993 года</i>	0,41	0,63	0,32	0,09	-0,21	-0,26	-0,05	-0,01	-0,14
Кол-во наблюдений	6,00	7,00	3,00	3,00	7,00	4,00	9,00	3,00	5,00

**Приложение 5.**  
**Зависимость величины реальной добавленной стоимости на одного работника от параметров производственной деятельности и различных институциональных характеристик предприятий регионов и в целом по базе данных**

**База данных в целом**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 520		
Переменная	Коэффициент	t-статистика
$\alpha_{98}$	-0,262205	
$\alpha_{99}$	-0,021150	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	-0,063006	-1.428446
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,062845	-2.246221
$\Delta R_{i,t}$	0,006279	3.366967
$RUS_i$	0,261968	2.710830
$SEC18_i$	-0,193961	-3.169250
$MOSCOW_i$	0,197304	3.306938
$MOSREG_i$	0,159406	2.648196
$S\_PB_i$	0,310362	4.759300
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$	0,163431	
F-статистика	15,77012	
P-значение (F-статистика)	0,000000	

**Москва**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 56		
Переменная	Коэффициент	<i>t</i> -статистика
$\alpha_{98}$	0,073594	
$\alpha_{99}$	0,472057	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	0,379089	1,39054 8
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,134847	- 2,107800
$\Delta R_{i,t}$	0,000184	0,01949 5
<i>PRIV92<sub>i</sub></i>	0,397702	2,87744 5
<i>INS_G<sub>i</sub></i>	-0,365811	- 1,276468
<i>SEC15<sub>i</sub></i>	-0,913001	- 2,193138
<i>SEC18<sub>i</sub></i>	-0,684017	- 2,957716
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$		0,352166
<i>F</i> -статистика		6,316381
<i>P</i> -значение ( <i>F</i> -статистика)		0,000064

**Московская область**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 64		
Переменная	Коэффициент	<i>t</i> -статистика
$\alpha_{98}$	0,075808	
$\alpha_{99}$	0,565746	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	-0,568792	-2,177403
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,104854	-1,712626
$\Delta R_{i,t}$	0,011254	2,205517
$PRIV92_i$	-0,457243	-3,407565
$INS_i$	-0,727469	-3,766921
$INS\_G_i$	0,591516	2,333743
$REG\_G_i$	-1,199514	-1,725832
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$		0,424385
<i>F</i> -статистика		9,074704
<i>P</i> -значение ( <i>F</i> -статистика)		0,000001

**Санкт-Петербург**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 47		
Переменная	Коэффициент	<i>t</i> -статистика
$\alpha_{98}$	-0,030708	
$\alpha_{99}$	0,288111	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	-0,277625	-2,393283
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,265707	-2,825641
$\Delta R_{i,t}$	0,013356	3,477058
<i>PRIV93<sub>i</sub></i>	-0,470529	-2,677712
<i>INS<sub>i</sub></i>	0,603021	3,466235
<i>RUS<sub>i</sub></i>	1,187878	3,220939
<i>SEC14<sub>i</sub></i>	0,239867	2,422563
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$	0,568080	
<i>F</i> -статистика	11,41688	
<i>P</i> -значение ( <i>F</i> -статистика)	0,000000	

**Екатеринбург**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 66		
Переменная	Коэффициент	<i>t</i> -статистика
$\alpha_{98}$	-0,095215	
$\alpha_{99}$	0,160458	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	-0,017310	-0,243750
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,039749	-1,113273
$\Delta R_{i,t}$	0,006309	0,969333
$INS_i$	-0,266297	-1,644333
$FOR\_G_i$	1,123934	2,371905
$SEC15_i$	-0,348580	-3,106010
$SEC18_i$	-0,481088	-3,242358
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$	0,393284	
<i>F</i> -статистика	8,355696	
<i>P</i> -значение ( <i>F</i> -статистика)	0,000002	

**Красноярск**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 47		
Переменная	Коэффициент	<i>t</i> -статистика
$\alpha_{98}$	-0,077740	
$\alpha_{99}$	0,023870	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	0,454482	2,546281
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,075488	-0,502644
$\Delta R_{i,t}$	0,001117	0,180959
<i>PRIV92<sub>i</sub></i>	0,296075	2,218927
<i>INS<sub>i</sub></i>	-0,516250	-2,074759
<i>OUTS_G<sub>i</sub></i>	-0,201553	-1,106421
<i>SEC13<sub>i</sub></i>	0,538478	2,566798
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$		0,323704
<i>F</i> -статистика		5,002927
<i>P</i> -значение ( <i>F</i> -статистика)		0,000729

**Нижний Новгород**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 79		
Переменная	Коэффициент	<i>t</i> -статистика
$\alpha_{98}$	0,032290	
$\alpha_{99}$	0,203065	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	-0,168148	-1,638411
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,147745	-2,439510
$\Delta R_{i,t}$	0,008738	1,250463
$INS_i$	0,392092	2,323512
$INS\_G_i$	-0,487260	-2,560031
$SEC15_i$	-0,240742	-1,633917
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$	0,195566	
<i>F</i> -статистика	5,192529	
<i>P</i> -значение ( <i>F</i> -статистика)	0,000406	



**Новосибирск**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 58		
Переменная	Коэффициент	<i>t</i> -статистика
$\alpha_{98}$	-0,276	
$\alpha_{99}$	0,074	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	-0,435	-2,638
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,218	-2,073
$\Delta R_{i,t}$	-0,004	-0,851
$OUTS_i$	0,589	2,553
$RUS\_G_i$	0,800	3,031
$REG\_G_i$	-1,120	-3,157
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$		0,398
<i>F</i> -статистика		8,948
<i>P</i> -значение ( <i>F</i> -статистика)		0,000

**Пермь**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 36		
Переменная	Коэффициент	<i>t</i> -статистика
$\alpha_{98}$	-0,605834	
$\alpha_{99}$	0,069798	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	-0,364486	-1,516500
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,631047	-2,738137
$\Delta R_{i,t}$	0,005062	0,453302
<i>PRIV92<sub>i</sub></i>	-0,543623	-2,509341
<i>INS<sub>i</sub></i>	0,395997	1,233364
<i>RUS<sub>i</sub></i>	0,863781	1,937464
<i>OUTS_G<sub>i</sub></i>	1,140840	3,185413
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$	0,386092	
<i>F</i> -статистика	5,001966	
<i>P</i> -значение ( <i>F</i> -статистика)	0,001461	

**Самара**

Зависимая переменная: $\Delta \log \frac{Y_{i,t}}{L_{i,t}}$		
Общее количество наблюдений: 46		
Переменная	Коэффициент	<i>t</i> -статистика
$\alpha_{98}$	-0,558669	
$\alpha_{99}$	-0,103014	
$\Delta \log \frac{K_{i,t}}{L_{i,t}}$	-0,159648	-0,680912
$\Delta \log \frac{M_{i,t}}{K_{i,t}}$	-0,079288	-0,549810
$\Delta R_{i,t}$	0,007579	1,047796
$PRIV92_i$	0,333296	2,566990
$RUS_i$	0,718799	2,316928
Тестовые статистики для модели		
Скорректированный $R^2$		0,250938
<i>F</i> -статистика		5,268781
<i>P</i> -значение ( <i>F</i> -статистика)		0,001720

## Библиография

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

БЭА (2000): Проблемы собственности и управления в процессах реструктуризации промышленных предприятий России. М., БЭА, 2000, с.11-12.

БЭА (2001): Алимова Т.А., Беван А., Кузнецов Б.В. и др., Основные направления и факторы реструктуризации промышленных предприятий. Москва: БЭА, 2001

Григорьев А. (2002): Двенадцать с половиной. — Компания, 2002, 14 января, № 1

Грось Л. (2001): Проект АПК-2000: мнения, суждения, предложения. — В: Хозяйство и право, 2001, № 9, с. 54-68

Гуляева И.А. (2001): Акционерные общества по-новому. — В: Учет, налоги, право, 2001, № 30.

Долгопятова Т.Г. (2000): Отношения собственности и модели корпоративного контроля в российской промышленности. Семинар «Институциональные проблемы российской экономики», 2000, № 3.

Долгопятова Т.Г., ред. (2002): Российская промышленность: институциональное развитие. М., ГУ-ВШЭ, 2002

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

Маршалл А. (1983) «Принципы политической экономии» вып. 1 «Прогресс»

Миркин Я., С.Лосев (2000): Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи. — В: Рынок ценных бумаг, 2000, № 22, с.43-47

ОЭСР (1999): Принципы корпоративного управления ОЭСР. ОЭСР, 1999

Радыгин А., С.Архипов (2000): Собственность, корпоративные конфликты и эффективность (некоторые эмпирические оценки). — В : Вопросы экономики, 2000, № 11, с. 114-133

Радыгин А., Сидоров И. (2000): Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? – В: Вопросы экономики, 2000, № 5, с.45-61

Радыгин А., Энтов Р. (1999): Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М., ИЭПП, 1999

Радыгин А., Энтов Р., Мальгинов Г. и др. (2001): Трансформация отношений собственности: сравнительный анализ российских регионов и общие проблемы становления новой системы прав собственности в России. М., ИЭПП/СЕРРА, 2001

Рубченко М. (2002): Прорабы реформы. – Эксперт, 2002, № 4

ФКЦБ (2001): Кодекс корпоративного поведения. Материалы для общественной дискуссии. М.

Экономика переходного периода. Очерк экономической политики посткоммунистической России 1991-1997. Рук. Е. Гайдар ИЭППП 1998.

Aghion P., J. Tirole (1997) Formal and Real Authority in Organizations. – “Journal of Political Economy” pp. 1-29

Alchian A., H.Demsetz (1972) Production, Information Costs, and Economic Organization. - “American Economic Review” pp.777-795.

Allen M., S. Panian (1982) Power, Performance, and Succession in the Large Corporation. – “Administrative Science Quarterly” Vol. 27, pp. 538-547

Amemiya, T., 1973. Regression Analysis when the Dependent Variable is Truncated Normal, *Econometrica*, Vol. 41, #6 (November), pp. 997-1016.

Amemiya, T., 1974. Multivariate Regression and Simultaneous Equation Models when the Dependent Variable is Truncated Normal, *Econometrica*, Vol. 42, #6 (November), pp. 999-1012.

Arminger, G., C.C. Clogg, and M.E. Sobel (ed. by), 1995. *Handbook of Statistical Modeling for the Social and Behavioral Sciences*. New York, London: Plenum Press.

Bagnoli M., B.Lipman (1988) Successful Takeovers Without Exclusion. – “Review of Financial Studies” pp. 89-110.

Bagnoli M., R.Gordon, B.Lipman (1989) Stock Repurchase as a Takeover Defense. - “Review of Financial Studies” pp.423-443.

Baker G., R. Gibbons, K. Murphy (1999) ”Implicit Contracts and the Theory of Firm” Working Paper, Harvard Business School

Baltagi, B.H., 1995. *Econometric Analysis of Panel Data*. Toronto: John Wiley & Sons.

Banerjee, A., 1999. Panel Data Unit Roots and Cointegration: an Overview, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 61, #4 (November), Special Issue.

Barberis, N., M. Boycko, A. Shleifer, and N. Tsukanova, 1996. How Does Privatisation Work? Evidence from the Russian Shops, *The Journal of Political Economy*, Vol. 104, # 4 (August), pp. 764-790.

Barclay M., C. Holderness (1989) Private Benefits from Control of Public Corporations. – “*Journal of Financial Economics*” pp. 371-395.

Barclay M., C. Holderness (1991) Negotiated Block Trades and Corporate Control. – “*Journal of Finance*” Vol. 46, pp. 861-878

Barclay M., C. Holderness (1992) The Law and Large-Block Trades. – “*The Journal of Law and Economics*” pp. 265-294.

Barclay M., C. Holderness, J. Pontiff (1993) Private Benefits from Block Ownership and Discounts on Closed-End Funds. – “*Journal of Financial Economics*” Vol. 33, pp. 263-291

Barro J., R. Barro (1990) “Pay, Performance, Turnover of Bank CEO’s” NBER Working Paper №3262. Cambridge Mass.

Baumol W. (1959) “Business Behavior and Growth”. Macmillan

Bennedsen M., D. Wolfenzon (2000) The Balance of Power in Closely Held Corporations. – “*Journal of Financial Economics*” Vol. 58, pp.113-139

Berger P., E. Ofek (1995) Diversification’s Effect on Firm Value. – “*Journal of Financial Economics*” Vol.37, pp.39-65

Berger P., E. Ofek, D. Yermack (1997) Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision. – “*Journal of Finance*” pp. 1411-1428.

Berglöf E., E.-L. von Thadden (1994) Short – Term versus Long – Term Interests: a Model of Capital Structure with Multiple Investors. – “*Quarterly Journal of Economics*” pp. 1055-1084.

Berglöf E., E.-L. von Thadden (1999) The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Developing and Transition Economies. - "Annual World Bank Conference on Development Economics 1999" Washington 2000.

Berle A., G. Means (1932) “The Modern Corporation and Private Property.” Macmillan

Blair M. (1995) “Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty- First Century”. Brookings Institution

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

- Boardman A., A. Vining (1998) Ownership and Performance of Competitive Environments: a Comparison of Performance of Private, Mixed and State - Owned Enterprises. – “Journal of Law and Economics” pp.1-33.
- Bolton P., D. Scharfstein (1990) A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting. – “American Economic Review” pp. 94-106.
- Bolton P., D. Scharfstein (1996) Optimal Debt Structure and the Number of Creditors. – “Journal of Political Economy” pp. 1-25.
- Boycko M., A. Shleifer, R. Vishny (1996) A Theory of Privatization. “Economic Journal” pp.309-319.
- Brickley J., C. Smith, J. Zimmerman (1997) “Managerial Economics and Organizational Architecture” Irwin .
- Burkart M., D. Gromb, F. Panunzi (1997) Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm. – “Quarterly Journal of Economics” pp.693-728
- Burkart M., D. Gromb, F. Panunzi (1998) Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders. – “Journal of Political Economy” pp.172-204.
- Burkart M., D. Gromb, F. Panunzi (2000) Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control. – “Journal of Finance” Vol. 55, pp.647-677
- Burrough B., J. Helyar (1990) ”Barbarians at the Gate: The fall of RJR Nabisco”. Harper and Row.
- Chan S., J. Martin, J. Kensinger (1990) Corporate Research and Development and Share Value. – “Journal of Financial Economics”, pp. 255-246
- Charkham J. (1994) “Keeping Good Company: a Study of Corporate Governance in Five Countries”. Clarendon Press.
- Claessens S.(1997): Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics. - The Journal of Finance, 1997, pp.1641-1658.
- Claessens S., S. Djankov (1997): Managers, Incentives and Corporate Governance: Evidence from Czech Republic. The World Bank Washington
- Claessens S., S. Djankov, G. Pohl (1997): Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic. World Bank Policy Research Working Paper N 1737. Washington 1997.
- Claessens, S., and S. Djankov, 1997. Politicians and Firms in Seven Central and eastern European Countries, World Bank Policy Research Paper # 1954, World Bank, Washington DC.
- Coase R. (1960) The Problem of Social Cost. – “Journal of Law and Economics”, pp.1-44.

Coughlan A., R. Schmidt (1985) Executive Compensation, Management Turnover, and the Firm Performance: an Empirical Investigation. – “Journal of Accounting and Economics”, pp.43-66.

Cremer J. (1995) Arm’s Length Relationships. – “Quarterly Journal of Economics”, pp.275-296.

Cubbin J., D. Leech (1983) The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Evidence. – “Economic Journal”, pp.351-369.

Davies P. (1997) Institutional Investors as Corporate Monitors in the United Kingdom. – “Comparative Corporate Governance, Essays and Matirials” Ed. by K.Wymeersch, Gruyter.

De Angelo H., L. De Angelo (1985) Managerial Ownership of Voting Rights. – “Journal of Financial Economics”, pp. 33-69.

De Angelo H., L. De Angelo (1988) The Role of Proxy Contests in the Governance of Publicly Held Corporations. Mimeo. January.

De Fusco R., R. Johnson, T. Zorn (1990) The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders. – “Journal of Finance” Vol.45, pp.617-627

Demsetz H. (1982) “Economic, Legal, and Political Dimensions of Competition”. North Holland

Demsetz H. (1983) The Structure of Ownership and the Theory of Firm – “Journal of Law and Economics”, pp.375-390.

Demsetz H., K. Lehn (1985) The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. – “Journal of Political Economy” Vol.93, pp.1155-1177

Demski J., D. Sappington (1992) “The Make-or-Buy Decision with Unverifiable Public Information”. Working Paper. University of Florida

Denis D., D. Denis, A. Sarin (1997) Agency Problems, Equity Ownership, And Corporate Diversification. – “Journal of Finance” Vol.52, pp.135-160

Denis D., J. Serrano (1996) Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests. – “Journal of Financial Economics”, pp.239-266.

Dewatripont M., J. Tirole (1993) Efficient Government Structure: Implications for Banking Regulation. – “Capital Market and Financial Regulation” Ed. by C.Mayer, X.Vives. Cambridge University Press, pp.12-35

Dewatripont M., J. Tirole (1994) “The Prudential Regulation of Banks” MIT Press.



Dewenter K., V. Warther. (1998) Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and United States Firms. – “Journal of Finance”.

Djankov, S., and G. Pohl, 1997. Restructuring of Large Firms in Slovakia, World Bank Policy Research Paper # 1758, World Bank, Washington DC.

Dodd P., J. Warner (1983) On Corporate Governance: a Study of Proxy Contests. – “Journal of Financial Economics”, pp.401-439.

Donaldson G. (1984) “Managing Corporate Wealth. The Operation of a Comprehensible Financial Goal Systems” Praetor.

Dormont, B., 1999. Introduction a l'èconomètrie. Paris: Montchrestien.

Dugal R., J. Millar (1999). Institutional Ownership and Firm Performance: The Case of Bidder Returns. – “Journal of Corporate Finance” Vol.5, pp.103-117

EBRD (1999) Transition reports 1999. Ten years of transition. EBRD, 1999.

EBRD (1999): Transition Report. Ten Years of Transition. EBRD, London.

Edwards J., K. Fisher (1994) “Banks, Finance and Investment in West Germany Since 1970”. Cambridge University Press.

European Corporate Governance Network (1997) The Separation of Ownership and Control. A Survey of 7 European Countries Preliminary Report to the European Commission. Brussels.

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

Fama E. (1980) Agency Problems and the Theory of Firms. – “Journal of Political Economy”, pp.288 – 307.

Fama E., M. Jensen (1983) Separation of Ownership and Control. – “Journal of Law and Economics”, pp.301-325.

Fishel D.(1985) The Business Judgment Rule and the Trans Union Case. – “Business Lawyer”, pp.1437-1455.

Franks J., C. Mayer, L.Renneboog (1997) “The Role of Large Share Stakes in Poorly Performing Companies”. Institute of Finance and Accounting London Business School.

Frydman, R., C. Gray, M. Hessel, and A. Rapaczynski, 1999. When does Privatization Work? The Impact of Private Ownership on Corporate Performance in the Transition Economies, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 114, #4 (November), pp. 1153-1191.

Furtado E., V. Karan (1990) Causes, Consequences and Shareholder Wealth Effects of Management Turnover: a Review of the Empirical Evidence. – “Financial Management” Vol.19, pp. 60-75

Garvey G., G. Hanka (1999) Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Structure on Firm Leverage. – “Journal of Finance”, pp.519-546.

Garvey G., G. Swan (1994) The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm. – “Journal of Corporate Finance” Vol.1, pp.139-174

Gilson S. (1990) Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firm Default. – “Journal of Financial Economics”, pp.355-388.

Gordon L., J. Pound (1993) “Governance Matters: An Empirical Study of the Relationship between Corporate Governance and Corporate Performance”. Wharton School of Business. Philadelphia.

Gorton G., J. Kahn (1993) “The Design of Bank Loan Contracts, Collateral and Renegotiation” NBER Working Paper №4273. Cambridge, Mass.

Greene, W. H., 1999. Econometric Analysis. New Jersey: Prentice Hall International, Inc.

Grossman S., O. Hart (1980) Takeover Bids, the Free – Rider Problem, and the Theory of Corporation. – “Bell Journal of Economics”, pp.42-64.

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

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

Hadlock C., G. Lumer (1997) Compensation, Turnover, and Top Management Incentives: Historical Evidence. – “Journal of Business” Vol.70, pp.153-188

Hansmann H. (1996) “The Ownership of Enterprise” Belknap Harvard.

Harris M., A. Raviv (1990) Capital Structure and the Informational Role of Debt. – “Journal of Finance”, pp. 321-350.

Harris M., A. Raviv (1991) The Theory of Capital Structure. – “Journal of Finance”, pp.297-355.

Hart O. (1995a) “Firms, Contracts, and Financial Structure” Clarendon Press. Oxford.

Hart O. (1995b) Corporate Governance: Some Theory and Implications. – “Economic Journal”, pp.678 – 689

Hart O., J. Moore (1988) Incomplete Contracts and Renegotiation. – “Econometrica”, pp.755-786.

Hart O., J. Moore (1990) Property Rights and the Nature of Firm. – “Journal of Political Economy”, pp.119-1158.

Hart O., J. Moore (1995) Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. – “American Economic Review”, pp.567-585.

Hart O., J. Moore (1998) Foundations of Incomplete Contracts. – “Review of Economic Studies”

Herman E. (1981) “Corporate Control, Corporate Power”. Cambridge University Press

Hirshleifer D. (1998) Mergers and Acquisitions: Strategic and Informational Issues. – “Finance” Ed. by R.Jarrow, V.Maksimovic, W.Ziemba. North – Holland

Hirshleifer D., S. Titman (1990) Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids. – “Journal of Political Economy”, pp.295-324

Holderness S., R. Kroszner, D. Sheehan (1999) Were Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression. – “Journal of Finance”, pp.435-469

Holmström B. (1999a) “Managerial Incentive Problems – a Dynamic Perspective”. NBER Working Paper №6875. Cambridge, Mass.

Holmström B. (1999b) The Firm as a Subeconomy. – “Journal of Law, Economics and Organization”, pp.74-106.

Holmström B., B. Nalebuff (1992) To the Raider Goes the Surplus? A Reexamination of the Free – Rider Problem. – “Journal of Economic Management Strategy” Vol. 1.

Holmström B., J. Ricart i Costa (1986) Managerial Incentives and Capital Management. – “Quarterly Journal of Economics” Vol.101, pp.835-860

Holmström B., J. Tirole (1989) The Theory of Firm. – “Handbook of Industrial Organization” ed. by R. Schmalensee, R. Willig Vol.1 North – Holland, pp.61-133

Hubbard G., D. Palia (1995) Benefits of Control, Managerial Ownership, and the Stock Returns of Acquiring Firms. – “Rand Journal of Economics”, pp. 782-792

Hulten, C. R., 1973. Divisia Index Numbers, *Econometrica*, Vol. 41, # 6 (November), pp. 1017-1025.

Ikenberry D., J. Lakonishok (1993) "Corporate Governance Through the Proxy Contest: Evidence and Implications. - "Journal of Business", pp.405-435

Jarrel G., A. Poulsen (1980) Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments since. - <<Journal of Financial Economics>> 1987, pp.127-168

- Jarrel G., A. Poulsen (1988) Dual Class Recapitalization as Antitakeover Mechanisms. - <<Journal of Financial Economics>>, pp.129-152
- Jensen M. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. - <<American Economic Review>>, pp.323-329
- Jensen M., K. Murphy (1990) Performance Pay and Top Management Incentives. - "The Journal of Political Economy" Vol.98, pp.225-264
- Jensen M., R. Ruback (1983) The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. - <<Journal of Financial Economics>>, pp.5-50
- Jensen M., W. Meckling (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. - In: Journal of Financial Economics, 1976, Vol.3, pp. 305-360
- Jensen M., W. Meckling (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. <<Journal of Financial Economics>>, pp.305-360
- Johnson W., R. Magee, N. Nagarajan, H. Newman (1985) On Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths: Implications for the Management Labor Market. <<Journal of Accounting and Economics>>, pp.151-174
- Johnston, DiNardo, 1997. Econometric Methods. The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Jorgenson, D. W., and Z. Griliches, 1967. The Explanation of Productivity Changes, *Econometrica*, Vol. 34, #3 (July), pp. 249-283.
- Jorgenson, D.W., 1996. Productivity, (Volume 1: Postwar U.S. Economic Growth). Cambridge, Massachusetts; London, England: The MIT Press.
- Jung K., Y. Kim, R. Stulz (1996) Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision - <<Journal of Financial Economics>>, pp. 159-185
- Kaplan S., D. Reishus (1990) Outside Directorship and Corporate Performance. - "Journal of Financial Economics" Vol. 27, pp.389-410
- Kennedy, P., 1999. A Guide to Econometrics. Oxford, UK: Blackwell Publishers Ltd.
- Keynes J. (1963): *Essays in Persuasion*. NY, Norton, 1963
- Kole S. (1995) Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data - <<Journal of Corporate Finance>>, pp. 413-435
- La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer (1999) Corporate Ownership Around the World - <<Journal of Finance>> Vol.54, pp.471-517
- La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer, A. Vishny (1997) Legal Determinants of External Finance - <<Journal of Finance>>, p. 1131-1180

La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer, A. Vishny (1998a) Agency Problems and Dividend Policies Around the World” NBER Working Paper N. 6594 Cambridge, Mass.

La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer, A. Vishny (1998b) Law and Finance - <<The Journal of Political Economy>> Vol.106, pp.1113-1155

Lakonishok J., A. Shleifer, R. Vishny (1992) The Structure and Performance of the Money Management Industry. – “Brookings Papers in Economic Activity: Microeconomics”, pp.339-392

Lang R., E. Ofek, R. Stulz (1996) Leverage, Investment, and Firm Growth - <<Journal of Financial Economics>>, pp. 3-29

Lease R., J. McConnel, W. Mikkelson (1983) The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations - <<Journal of Financial Economics>>, pp. 439-471.

Leech D., J. Leahy (1982) Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies - <<Economic Journal of Finance>>, pp. 79-93.

Maddala, G.S., and Kim In-Moo, 1998. Unit Roots, Cointegration, and Structural Changes. Cambridge: Cambridge University Press.

Maddala, G.S., and Shaoven Wu, 1999. A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 61, #4 (November), Special Issue.

Magill M., W. Shafer (1991) “Incomplete Markets” in: “Handbook of Mathematical Economics” Vol. IV. Ed. by W. Hildebrand, H. Sonnenschein North-Holland

Maloney M., R. McCormick, M. Mitchell (1993) Managerial Decision – marking and Capital Structure. – “Journal of Business” Vol.66, pp.189-217

Marris R. (1964) “The Economic Theory of Managerial Capitalism “Free Press of Glencoe.

Mas-Colell A., M. Whinston, J. Green (1995) Microeconomic Theory. Oxford University Press.

Maskin E., J. Tirole (1998) Unforeseen Contingencies and Incomplete Contracts. – “Review of Economic Studies”

Mátyás, L., and P. Sevestre (ed. by), 1992. *The Econometrics of Panel Data: Handbook of Theory and Applications*. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.

McConnel J., C. Muscarella (1985) Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. – “Journal of Financial Economics” Vol.14, pp.399-422

- McConnel J., H. Servaes (1990) Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value - <<Journal of Financial Economics>>, pp. 595-612.
- McWilliams V. (1990) Managerial Share Ownership and the Stock Price Effects of Antitakeover Amendment Proposals - <<Journal of Finance>>, pp. 1627-1640.
- Meeker L., O. Joy (1980) Price Premiums for Controlling Shares of Closely Hold Bank Stocks - <<Journal of Bussiness>>, pp.297-314.
- Miles D. (1993) Testing for Short-Termism in the U.K. Stock Market. – “Economic Journal”, pp.1379-1396
- Milgrom P., J. Roberts (1992a) Bargaining Costs, Influence Costs, and the Organization of Economic Activity - <<Perspectives on Positive Political Economy>> ed. By J. Alt, K. Shepsle. Cambridge University Press.
- Milgrom P., J. Roberts (1992b) Economics, Organization and Management” Prentice Hall.
- Mitchell M., K. Lehn (1990) Do Bad Bidders Become Good Targets? - <<Journal of Political Economy>>, pp.372-398.
- Modigliani F., E. Perotti (1998) Security Versus Bank Finance: the Importance of Proper Enforcement of Legal Rules. Manuscript MIT
- Monks R., N. Minow (1995) Corporate Governance. Blakwell.
- Morck R., A. Shleifer, R. Vishny (1988) Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis - <<Journal of Financial Economics>>, pp.293-315.
- Morck R., A. Shleifer, R. Vishny (1988): Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis.- In: Journal of Financial Economics, 1988, Vol.51, pp.293-315
- Morck R., A. Shleifer, R. Vishny (1989) Alternative Mechanism of Corporate Control - <<American Economic Review>>, pp.842-852.
- Murphy K., K. Van Nuys (1993) “Public Pension Funds: Ark of the Lost Raiders?” Working paper. Harvard Business School. Cambridge, Mass.
- Novaes W., L. Zingales (1995) “Capital Structure Choice When Managers are in Control: Entrenchment Versus Efficiency” NBER Working Paper №5384 Cambridge, Mass.
- OECD. “Corporate Governance Environments in OECD Countries” Paris 1995a.
- Ofek E. (1993) Capital Structure and Firm Response to Poor Performance: an Empirical Analysis. – “Journal of Financial Economics” Vol.34, pp.3-30

Ofer A., A. Thakor (1987) A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends. - <<Journal of Finance>>, pp.365-394.

Pound J. (1988) Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. - <<Journal of Financial Economics>>, pp.237-265.

Pourcian S. (1993) Earnings Management and Nonroutine Executive Changes. - "Journal of Accountings and Economics" Vol.16, pp.317-336

Radygin A., Arkhipov S. (2001): Ownership structure and financial position of firms in Russia. - Russian Economic Trends, 2001, Vol. III

Rajan R., L. Zingales (1997) "Power in a Theory of the Firm" NBER Working Paper №6274 Cambridge, Mass.

Renneboog L. (2000). Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange. - "Journal of Banking and Finance" Vol.24, pp.1959-1995

Roe M. (1994) "Strong Managers, Weak Owners" Princeton University Press

Safieddine A., S. Titman (1999) Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers - <<The Journal of Finance>>, pp.547-580.

Schmidt K. (1996) The Costs and Benefits of Privatization - <<Journal of Law, Economics and Organization>>.

Servaes H. (1996): The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave. - "Journal of Finance" Vol.51, pp.1201-1225.

Shapiro C., R. Willig (1990): Economic Rationales for the Scope of Privatization - in: «The Political Economy of Public Sector Reform and Privatization» ed. By E. Suleiman, J. Waterbury. Westview Press.

Shleifer A., R. Vishny (1997): A Survey of Corporate Governance - <<Journal of Finance>>, pp. 737-783.

Short H., K. Keasey (1999): Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the U.K. - "Journal of Corporate Finance" Vol.5, pp.79-101

Stein J. (1989): Efficient Capital Markets, Inefficient Firms in a Model of Myopic Corporate Behavior. - "Quarterly Journal of Economics" Vol.103, pp.655-669

Stein J. (1998): Takeover Threats and Managerial Myopia. - "The Journal of Political Economy" Vol.96, pp.61-80

Stiglitz J. (1999): Whither Reform? Ten Years of Transition. World Bank Annual Conference on Development Economics. Washington, D.C., April 28-30, 1999

- Stiglitz J. (1999): Whither Reform? Ten Years of Transition. World Bank Annual Conference on Development Economics. Washington, D.C., April 28-30, 1999
- Stulz R. (1988) Managerial Control of Voting Rights - <<Journal of Financial Economics>>, pp. 25-59.
- Stulz R. (1990) Managerial Decision and Optimal Financing Policies - <<Journal of Financial Economics>>, pp. 3-27.
- Teall R. (1996) A Binomial Model for the Valuation of Corporate Voting Rights - <<Journal of Business, Finance and Accounting>>, pp. 603-616.
- The New Palgrave Dictionary of Economics” Macmillan. Vol.1-4 1987.
- The New Palgrave Dictionary of Money and Finance” (1992) Vol.3
- The New Palgrave Dictionary of Money and Finance” Macmillan Vol.1 1992.
- Tirole J. (1998) Incomplete Contracts: Where Do We Stand? - <<Econometrica>>.
- Tirole J. (1999) Corporate Governance. CEPR Discussion Paper №2086 London.
- Tobin, J. (1958): Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables, *Econometrica*, Vol. 26, #1 (January), pp. 24-36.
- Veblen Th. (1924): *Engineers and the Price System*. NY, Viking, 1924)
- Vickers J., G. Yarrow (1988) "Privatization: an Economic Analysis" MIT Press .
- von Thadden E.-L. (1995) Long-Term Contracts, Short Term Investment and Monitoring. – “Review of Economic Studies”, pp.557-575
- Votaw D. (1965) “Modern Corporation” Prentice – Hall .
- Wahal S. (1996) Pension Fund Activism and Firm Performance - <<Journal of Financial and Quantitative Analysis>>, pp. 1-23.
- Walking R. (1985) Predicting Tender Offer Success: a Logistic Analysis - <<Journal of Financial and Quantitative Analysis>>, pp. 461-478.
- Walking R., M. Long (1984) Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance - <<RAND Journal of Economics>>, pp.54-68.
- Walking R., R. Edmister (1985) Determinants of Tender Offer Premiums - <<Financial Analysts Journal>>, pp. 27-37.
- Warner J., R. Watts, K. Wruck (1988) Stock Prices and Top Management changes - <<Journal of Financial Economics>>, pp.461-492.
- Weisbach M. (1988) Outside Directors and CEO Turnover. – “Journal of Financial Economics”, pp. 431-460.



Weston F., K. Chung, S. Hoag (1990) "Mergers, Restructuring, and Corporate Control". Prentice – Hall.

White H. (1980): A Heteroskedasticity-Consistent Covariance matrix Estimator and a Direct test for Heteroskedasticity, *Econometrica*, Vol. 48, # 4 (May), pp. 817-838.

Williamson O. (1964) "The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm". Prentice Hall.

Williamson O. (2000): The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. – In: *Journal of Economic Literature*, 2000, Vol. XXXVIII, № 3, pp.569-613

Yermack D. (1997) Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. – "Journal of Finance", Vol. 52, pp. 449-476.

Zingales L. (1995) What Determines the Value of Corporate Votes? – "Quarterly Journal of Economics", pp. 1075-1110.

Zweibel I. (1996) Dynamic Capital Structure Under Management Entrenchment. – "American Economic Review", pp. 1197-1215.